

**ANALISIS PENGARUH VARIABEL KEUANGAN DAN
NON KEUANGAN TERHADAP INITIAL RETURN DAN
RETURN 7 HARI SETELAH INITIAL PUBLIC
OFFERINGS (IPO)
(Studi Empiris : Di Perusahaan Non Keuangan yang
Listing di BEJ Periode 2002-2006)**

**Benny Kurniawan
Magister Manajemen UNDIP**

This research tries to examine the influence of financial variable (Current ratio, Debt To Equity Ratio, Return On Equity, Total Asset Turnover dan Earning Per Share) and non financial variable (age, size and share presentation) in the prospektus on initial return dan return in secondary market which represent by mean of return after 7 days of IPO. Even the study in this field has been done by many researchers but the research in this field still an attractive problem to examine because the results were inconsistent among researchers and also because the previous research still focused on the non financial variable. A lot of other variables that have not been examined yet.

The sample for this research are 38 companies that listed in the stock market from 2002-2006 as the sample for this research. Purposive sampling method were used to pick the samples of this research. Data were collected by documentation methods. The analytical methods used in this research were multiple regression.

This research found that Return on Equity, Total assets turnover and share presentation have significantly influences initial return ($\alpha = 5\%$). The other results are that only Total assets turnover and share presentation influences on return 7 day after IPO. The result also show that there is different of influence of independent variables to initial return and return after 7 days.

Keywords : IPO, Current ratio, Debt To Equity Ratio, Return On Equity, Total Asset Turnover, Earning Per Share, age, size and share presentation, Initial return, return after 7 days.

I. Pendahuluan

Pasar modal juga berfungsi menjadi alternatif sumber dana disamping perbankan bagi pembiayaan-pembiayaan kegiatan operasional perusahaan melalui penjualan saham maupun penerbitan obligasi oleh perusahaan yang membutuhkan dana. Bagi perusahaan yang telah berkembang dengan pesat dan membutuhkan dana yang besar untuk perluasan rencana bisnis maka perusahaan tersebut akan membutuhkan dana yang tidak sedikit dan

kadangkala kebutuhan dana ini tidak bisa dipenuhi dengan hanya mengandalkan dana dari pihak internal perusahaan saja. Karena keterbatasan tersebut, maka perusahaan berusaha memenuhi kebutuhan modalnya dengan menghimpun dana dari masyarakat melalui penawaran surat tanda kepemilikan (saham) atau surat hutang (obligasi) kepada masyarakat. Ada beberapa cara yang dapat dilakukan perusahaan untuk menambah jumlah kepemilikan saham, antara lain dengan menjual saham kepada pemegang saham yang sudah ada, menjual saham kepada karyawan, menambah saham lewat *dividend reinvestment plan* (deviden yang tidak dibagi), menjual saham langsung kepada *investor tunggal* atau menawarkan kepada publik (Jogiyanto, 2000).

Proses penawaran sebagian saham perusahaan kepada masyarakat untuk pertama kali melalui bursa efek disebut dengan *Initial Public offering* (IPO) atau penawaran perdana. Perusahaan yang telah melakukan IPO bisa disebut perusahaan yang telah *go public*. Dengan melakukan IPO maka perusahaan tersebut dapat menghimpun dana dari masyarakat dan selanjutnya dana itu digunakan untuk membiayai kegiatan perusahaan dalam hal pendanaan, kegiatan operasional, ekspansi serta memperbaiki struktur modal perusahaan saat ini (Husnan, 2001).

Pada saat perusahaan melakukan IPO, harga saham yang dijual pasar perdana ditentukan berdasarkan kesepakatan antara perusahaan emiten dan penjamin emisi (*underwriter*), sedangkan harga yang terjadi di pasar sekunder setelah perusahaan melakukan IPO ditentukan oleh mekanisme pasar yang telah ada melalui kekuatan permintaan dan penawaran saham tersebut di pasar modal.

Harga saham yang terjadi di pasar perdana dan pasar sekunder berbeda, dan karenanya perbedaan ini akan menimbulkan kondisi yang disebut *underpricing* dan *overpricing*. Apabila penentuan harga saham pada saat IPO secara signifikan lebih rendah dibandingkan dengan harga yang terjadi di pasar sekunder di hari pertama, maka terjadi *underpricing* (Kim, Krinsky dan Lee, 1995). Kondisi *underpricing* merugikan untuk perusahaan yang melakukan *go public*, karena dana yang diperoleh dari publik tidak maksimum. Sebaliknya jika terjadi *overpricing*, maka *investor* akan merugi, karena mereka tidak menerima *initial return* (*return* awal). *Initial return* adalah keuntungan yang didapat pemegang saham karena selisih harga saham yang dibeli di pasar perdana lebih kecil dengan harga jual saham yang bersangkutan di pasar sekunder. Para pemilik perusahaan menginginkan agar meminimalisasikan situasi *underpricing*, karena terjadinya *underpricing* akan menyebabkan transfer kemakmuran dari pemilik kepada para *investor* karena para investor menikmati *initial return* (Beatty, 1989). Lebih lanjut Ronni (2003) menyatakan bahwa kondisi *underpricing* yang terjadi di pasar saham perdana ternyata menyebabkan terjadinya *positive initial return*. Hal ini bisa diartikan bahwa *initial return* yang positif merupakan proxy dari kondisi saham yang mengalami *underpriced* di pasar perdana.

Fenomena *underpricing* yang memberikan *positive initial return* merupakan hal yang menguntungkan bagi *investor* karena *investor* bisa menikmati *return* dari pembelian saham yang dilakukannya. *Underpricing* merupakan fenomena yang umum di dunia, tanpa terkecuali di Indonesia, fenomena ini merupakan fenomena yang terjadi dalam jangka pendek yaitu setelah perusahaan melakukan penawaran perdana dan memasuki pasar primer. Tetapi dalam pengamatan lebih lanjut yang dilakukan oleh berbagai peneliti di dunia ternyata kinerja saham yang melakukan IPO banyak yang mengalami penurunan dalam jangka waktu yang lebih lama. Penurunan kinerja saham yang dimaksud adalah

penurunan harga saham dalam jangka panjang. Hal ini terjadi juga di Indonesia dimana terdapat 35 perusahaan (92,10 %) dari sebagian perusahaan yang melakukan IPO pada kurun waktu 2002-2006 yang mengalami penurunan kinerja sahamnya. Dan akibat penurunan kinerja ini bisa dikatakan *investor* yang membeli saham untuk periode jangka waktu yang lebih lama bisa dikatakan tidak menikmati *return* yang diharapkan.

Kinerja saham setelah IPO ternyata dalam jangka panjang mengalami penurunan (*underperformed*) setelah memasuki pasar sekunder di berbagai pasar modal di dunia, dalam penelitian terdahulu yang meneliti tentang kinerja IPO dalam jangka panjang terdapat bukti empiris bahwa kinerja saham setelah IPO mengalami penurunan setelah *listing* di bursa saham (Carter dan Manaster, 1990; Chisty et.al, 1996; Carter et.al., 1998; Nasirwan, 2000; Prastiwi dan Kusuma, 2001; Durukan, 2002; Ardiansyah, 2004; serta Dimovski dan Brooks, 2004). Adapun jangka waktu penurunan kinerja yang diteliti bermacam-macam. Trisnawati (1999) menyatakan bahwa kinerja saham dalam jangka panjang yaitu 15 hari setelah IPO mengalami penurunan, selain itu Nasirwan (2000) dan Ardiansyah (2004) juga menyatakan hal yang sama. Selain itu Her (2003) juga menyatakan bahwa kinerja saham yang melakukan IPO terdapat penurunan setelah 2 minggu setelah melakukan IPO, Carter dan Manaster (1990) dan Chisty et.al (1996) menyatakan bahwa *return* saham perusahaan yang melakukan IPO turun setelah 2 minggu dan 15 hari setelah IPO. Untuk jangka yang lebih panjang yaitu satu tahun, dua tahun dan tiga tahun setelah IPO ternyata kinerja saham mengalami penurunan (Carter et.al., 1998; Nasirwan, 2000; Prastiwi dan Kusuma, 2001; Durukan, 2002; dan Dimovski dan Brooks, 2004) Hal ini berarti bahwa kinerja IPO dalam jangka panjang bisa dikatakan *underperformed*.

Meskipun studi tentang kinerja perusahaan yang melakukan IPO telah banyak dilakukan, namun penelitian di bidang ini masih dianggap masalah yang menarik untuk diteliti karena disamping hasil temuannya tidak selalu konsisten, juga kebanyakan penelitian memfokuskan pada informasi non keuangan. Banyak variabel-variabel keuangan yang mungkin mempengaruhi *initial return* dan *return* saham serta kinerja perusahaan setelah melakukan IPO belum banyak diteliti.

Penelitian ini mencoba untuk menganalisis fenomena tersebut dengan menduga bahwa terdapat faktor-faktor yang mempengaruhi *return* saham baik pada saat IPO maupun *return* di pasar sekunder (*return* 7 hari setelah IPO). Penelitian ini menggunakan periode pengamatan 7 hari setelah IPO untuk mengetahui apakah informasi dalam prospektus juga berpengaruh pada *return* di saham di pasar sekunder. Pemilihan waktu tersebut juga telah dilakukan oleh Chandradewi (2000). Adapun peneliti melakukan penelitian ini karena didasari bahwa banyak kinerja saham setelah 7 hari setelah IPO mengalami penurunan yang drastis.

Penelitian yang dilakukan oleh peneliti terdahulu mengenai informasi dari prospektus oleh peneliti terdahulu ternyata memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *initial return* di pasar perdana (Beatty, 1989; Kim et.al, 1995; Carter et.al, 1998; Trisnawati, 1999; Daljono, 2000; Nasirwan, 2000; Durukan, 2002; Kim et.al, 2002; Melnik dan Thomas; 2003; Ardiansyah; 2004; Sulistio, 2005; Yolana dan Martani, 2005) dan selain itu informasi *prospektus* juga berpengaruh signifikan terhadap harga saham dalam jangka panjang setelah memasuki pasar sekunder baik dengan periode yang singkat dari 7 hari sampai periode yang lebih panjang (Carter dan Manaster, 1990; Chisty et. al., 1996;

Carter et.al., 1998; Trisnawati, 1999; Chandradewi, 2000; Nasirwan, 2000; Durukan, 2002; Ardiansyah, 2004; Cheng, 2006)

Penelitian ini mencoba untuk mereplikasi dari penelitian sebelumnya. Penelitian ini menggunakan informasi keuangan, yaitu rasio likuiditas (*Current Ratio*), rasio leverage (*Debt to Equity Ratio*), rasio profitabilitas (*Return On Equity*), rasio aktivitas (*Total asset turnover*), rasio pasar modal (*Earning Per Share*), informasi non keuangan yang berupa ukuran perusahaan, umur perusahaan, dan prosentase penawaran saham sebagai variabel independen yang diduga mempengaruhi variabel dependen yang berupa *initial return* dan *return* 7 hari setelah IPO.

Variabel-variabel independen tersebut diambil karena dari berbagai penelitian terdahulu terdapat ketidak konsistenan hasil penelitian, baik yang dilakukan di Indonesia maupun di luar negeri, sehingga masih perlu dilakukan penelitian kembali terhadap variabel-variabel tersebut. Pada variabel keuangan terdapat ketidak konsistenan hasil yang terjadi, pada variabel *Current ratio* (CR), ada beberapa penelitian yang berpengaruh signifikan positif terhadap *return* saham (Tuasikal, 2002; Cheng 2006) sedangkan penelitian lain menyatakan bahwa variabel CR tidak berpengaruh terhadap *return* saham (Melnik dan Thomas, 2003; Ardiansyah, 2004). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Durukan (2002) juga menyatakan bahwa variabel *Debt equity ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Sementara hasil penelitian Natarsyah (2000), Rasheed dan Datta (1997) variabel *Debt to equity ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap perubahan harga saham yang terjadi. Penelitian yang dilakukan oleh Yolana dan Martani (2005) menyatakan bahwa *Return on Equity* (ROE) berpengaruh signifikan positif terhadap *return* saham baik di pasar perdana. Sedangkan hasil penelitian Kusumawati dan Sudento (2005) menyatakan bahwa ROE berpengaruh tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham terutama *initial return*. Pada penelitian yang dilakukan oleh Tuasikal (2002) menyatakan bahwa variabel *total asset turnover* (TATO) pada perusahaan non manufaktur lebih dapat memprediksi *return* saham dibandingkan pada perusahaan manufaktur. Sedangkan hasil penelitian. Manao dan Deswin (2001) menyatakan bahwa tidak terdapat asosiasi signifikan positif antara Total Assets Turnover dengan *return* saham untuk semua ukuran perusahaan sebelum masa krisis moneter di Indonesia. Pada variabel Earning Per Share (EPS), hasil penelitian Chandradewi (2000) menemukan terdapatnya pengaruh signifikan yang positif antara rasio EPS dengan *return* saham setelah 7 hari melakukan IPO. Sedangkan hasil penelitian Sulistio (2005) menyatakan bahwa EPS tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Dalam agenda lainnya penelitian yang dilakukan oleh ardiansyah menemukan bahwa variabel EPS berpengaruh signifikan negatif terhadap *initial return* dan *return* saham 15 hari setelah melakukan IPO.

Sedangkan pada variabel non keuangan, menurut penelitian Kim et.al (1995), variabel ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap *underpricing* yang berproxy pada *initial return*. Sedangkan hasil penelitian Daljono (2000), Sulistio (2005) menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Pada penelitian yang dilakukan Rosayati dan Sabeni (2002) menemukan bahwa umur perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap *initial return*. Sedangkan hasil penelitian Nasirwan (2000) membuktikan bahwa umur perusahaan tidak berpengaruh

signifikan terhadap *return* awal dan *return* 15 hari setelah IPO. Pada variabel prosentase penawaran saham, Nasirwan (2000) menemukan bahwa secara statistis variabel tersebut berpengaruh signifikan negatif terhadap *return* 15 hari setelah IPO, sementara itu hasil penelitian Trisnawati (1999), Sulistio (2005) menyatakan bahwa prosentase penawaran saham berpengaruh signifikan positif terhadap *return* awal.

II. Landasan teori dan Perumusan Hipotesa

II.1. *Current Ratio* (CR)

CR merupakan salah satu rasio likuiditas, yaitu rasio yang bertujuan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Semakin tinggi CR suatu perusahaan berarti semakin kecil resiko kegagalan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Akibatnya resiko yang akan ditanggung pemegang saham juga semakin kecil (Ang, 1997). *Current Ratio* diukur dengan rumus:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$$

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Tuasikal (2002) menyatakan bahwa informasi akuntansi dalam bentuk CR pada perusahaan manufaktur lebih dapat memprediksi *return* saham dibandingkan pada perusahaan non manufaktur, demikian pula dengan penelitian Mardiyah dan Indriantoro (1999) yang membuktikan bahwa variabel CR berpengaruh signifikan positif terhadap *perceived risk* saham sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Cheng (2006) melihat bahwa variabel CR berpengaruh signifikan positif terhadap *return* saham yang dihasilkan setelah melakukan IPO.

II.2. *Debt to Equity Ratio* (DER)

DER merupakan salah satu dari rasio *leverage*. DER mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. DER menunjukkan imbalan antara tingkat *leverage* (penggunaan hutang) dibandingkan modal sendiri perusahaan. DER juga memberi jaminan tentang seberapa besar hutang-hutang perusahaan dijamin modal sendiri perusahaan yang digunakan sebagai pendanaan usaha. (Ang, 1997). Rasio DER dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Debt To Equity Ratio} = \frac{\text{Total Debts}}{\text{Total Equity}}$$

Semakin besar nilai DER menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas. Semakin besar DER mencerminkan resiko perusahaan yang relatif tinggi, akibatnya para *investor* cenderung menghindari saham-saham yang memiliki nilai DER yang tinggi (Ang, 1997)

Nilai DER yang tinggi akan meningkatkan ketidakpastian *investor* dan akan menurunkan tingkat *return* saham sehingga kemungkinan *return* yang akan diterima *investor* semakin kecil di masa datang. Hal ini dikarenakan perusahaan akan berusaha memenuhi kewajiban hutangnya dahulu sebelum memberikan *return* pada *investor*. Dengan demikian diduga semakin besar nilai DER suatu perusahaan maka akan semakin

kecil pula *initial return* dan *return* 7 hari setelah IPO. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Ardiansyah (2004) menyatakan bahwa DER berpengaruh signifikan negatif terhadap *return* 15 hari setelah IPO.

II.3. Return On Equity (ROE)

ROE merupakan salah satu rasio profitabilitas, rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba berdasarkan modal saham tertentu (Hanafi dan Halim, 2005). ROE digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan cara memanfaatkan modal saham yang ada. ROE merupakan ukuran profitabilitas dari sudut pandang pemegang saham. ROE dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Modal Saham}}$$

Nilai ROE yang semakin tinggi akan menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba di masa yang akan datang dan laba merupakan informasi penting bagi *investor* sebagai pertimbangan dalam menanamkan modalnya. Profitabilitas yang tinggi dari suatu perusahaan akan mengurangi ketidakpastian bagi *investor* sehingga akan menurunkan tingkat *underpricing* (Kim, et.al., 1995). Hal ini berarti kemungkinan *investor* untuk mendapatkan *return* awal semakin rendah tetapi dalam jangka panjang setelah memasuki pasar sekunder kemungkinan *investor* mendapatkan *return* yang tinggi akan bisa terwujud bila nilai ROE perusahaan semakin tinggi karena hal itu menandakan bahwa perusahaan itu mengalami profit. Penelitian yang dilakukan oleh Yolana dan Martani (2005) menyatakan bahwa ROE berpengaruh signifikan positif terhadap *initial return*. Dengan demikian diduga semakin besar nilai ROE maka semakin besar *initial return* dan *return* 7 hari setelah IPO.

II.4. Total Assets Turnover (TATO)

TATO merupakan salah satu rasio aktivitas, yaitu rasio yang menunjukkan kemampuan serta efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan aktiva yang dimilikinya atau perputaran dari aktiva-aktiva tersebut. TATO digunakan untuk mengukur seberapa efisiennya seluruh aktiva penjualan dimanfaatkan dalam menunjang kegiatan penjualan (Ang, 1997) hal ini berarti semakin tinggi rasio TATO maka semakin efisien suatu perusahaan dalam memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Rasio TATO dapat dihitung sebagai berikut :

$$\text{Total Assets Turnover} = \frac{\text{Net Sales}}{\text{Total Assets}}$$

Nilai TATO yang tinggi akan menarik *investor* untuk terus berinvestasi di perusahaan tersebut dan akan menaikkan nilai saham tersebut. Dengan demikian diduga semakin besar nilai TATO suatu perusahaan maka semakin besar *initial return* dan *return* 7 hari setelah IPO.

Hasil penelitian Tuasikal (2002) menyatakan bahwa variabel TATO pada perusahaan non manufaktur lebih dapat memprediksi *return* saham dibandingkan pada perusahaan manufaktur.

II.5. *Earning Per Share* (EPS)

EPS merupakan salah satu rasio pasar modal, yaitu rasio yang mengukur pendapatan bersih perusahaan dari satu periode dibagi dengan jumlah saham yang beredar. Rasio ini digunakan untuk menganalisis risiko dan membandingkan pendapatan per lembar saham perusahaan dengan perusahaan lain (Sulistio, 2005). Variabel EPS merupakan proxy bagi laba per lembar saham perusahaan yang diharapkan dapat memberikan gambaran bagi *investor* mengenai bagian keuntungan yang dapat diperoleh dalam suatu periode tertentu dengan memiliki suatu saham (Ardiansyah, 2004). Rasio *Earning Per Share* dapat dihitung sebagai berikut:

$$\text{Earning Per Share} = \frac{\text{Laba bersih} - \text{dividen Saham} - \text{dividen saham preferen}}{\text{Rata - rata tertimbang jumlah saham yang beredar}}$$

Hasil empiris menunjukkan bahwa semakin tinggi EPS, semakin tinggi harga saham. Hasil ini didukung dari penelitian Chandradewi (2000), penulis tersebut menyebutkan bahwa EPS berpengaruh signifikan positif terhadap harga pasar saham setelah penawaran umum perdana. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi nilai EPS *return* yang diterima *investor* akan semakin tinggi karena semakin tingginya harga saham tersebut.

II.6. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dapat dijadikan sebagai *proxy* tingkat ketidakpastian saham. Perusahaan yang berskala besar cenderung lebih dikenal masyarakat sehingga informasi mengenai prospek perusahaan berskala besar lebih mudah diperoleh *investor* daripada perusahaan berskala kecil. Tingkat ketidakpastian yang akan dihadapi oleh calon *investor* mengenai masa depan perusahaan emiten dapat diperkecil apabila informasi yang diperolehnya banyak (Ardiansyah, 2004)

Tingkat ketidakpastian perusahaan berskala besar pada umumnya rendah karena dengan skala yang tinggi perusahaan cenderung tidak dipengaruhi pasar, sebaliknya dapat mewarnai dan mempengaruhi keadaan pasar secara keseluruhan. Keadaan ini dapat dinyatakan sebagai kecilnya tingkat resiko investai perusahaan berskala besar dalam jangka panjang. Sedangkan pada perusahaan berskala kecil tingkat ketidakpastian di masa yang akan datang besar, sehingga tingkat resiko investasinya lebih besar dalam jangka panjang (Nurhidayati dan Indriantoro, 1998).

Dengan rendahnya ukuran perusahaan berskala kecil maka kemungkinan *return* yang akan diterima *investor* akan semakin rendah karena adanya ketidakpastian yang terjadi di masa depan sehingga bisa dikatakan ukuran perusahaan mempengaruhi *return* saham. Oleh karena itu diduga semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin besar *initial return* dan *return* 7 hari setelah IPO. Hal ini didukung oleh penelitian Trisnawati (1999) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *initial return*. Hal ini juga didukung dari penelitian Kurniawan (2000) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap abnormal *return* saham di pasar perdana.

II.7. Umur Perusahaan

Umur perusahaan merupakan salah satu hal yang dipertimbangkan *investor* dalam menanamkan modalnya (Chisty et. Al, 1996). Umur perusahaan emiten menunjukkan

seberapa lama perusahaan mampu bertahan dan menjadi bukti perusahaan mampu bersaing dan dapat mengambil kesempatan bisnis yang ada dalam perekonomian.

Perusahaan yang beroperasi lebih lama mempunyai kemampuan yang lebih besar untuk menyediakan informasi perusahaan yang lebih banyak dan luas daripada yang baru saja berdiri (Nurhidayati dan Indriantoro, 1998). Wahyudi (2004) menjelaskan bahwa umur perusahaan dihitung dengan mengurangi tahun penawaran saat IPO dengan tahun pada saat perusahaan berdiri. Perusahaan yang lebih tua dan matang bisa dipersepsikan sebagai sudah tahan uji sehingga kadar resikonya rendah dan hal ini bisa menarik *investor* karena diyakini perusahaan yang sudah lama berdiri bisa dikatakan lebih berpengalaman dalam menghasilkan *return* bagi perusahaan yang pada akhirnya berdampak pada meningkatnya *return* yang diterima oleh *investor*. Oleh karena itu diduga semakin banyak umur perusahaan maka semakin besar *initial return* dan *return* 7 hari setelah IPO

Penelitian Durukan (2002), Carter et.al. (1998) dan Chisty et.al. (1996) menyatakan bahwa umur perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap *initial return* dan *return* 15 hari setelah pelaksanaan IPO.

II.8. Prosentase Penawaran Saham

Prosentase penawaran saham dapat digunakan sebagai proxy terhadap faktor ketidakpastian *return* saham yang akan diterima oleh *investor* dan calon *investor*. Semakin besar prosentase saham yang ditahan perusahaan maka semakin besar pula tingkat underpriced yang mengakibatkan semakin besarnya tingkat ketidakpastian harga saham di masa akan datang (Carter et. Al.,1998). Dalam rangka pengambilan keputusan investasi, calon *investor* memerlukan banyak informasi guna mempertimbangkan membeli atau tidak membeli saham yang ditawarkan perusahaan emiten.

Perusahaan dengan skala usaha yang besar dan tingkat pertumbuhan yang tinggi diharapkan akan memberikan tingkat keuntungan yang tinggi maka akan menawarkan saham dengan nilai besar. Demikian pula sebaliknya, perusahaan kecil yang baru berdiri dengan tingkat pertumbuhan usaha yang relatif kecil, maka akan menawarkan saham dengan nilai kecil. Dengan demikian semakin besar prosentase penawaran saham maka makin besar pengharapan para *investor* untuk menerima *return* (Chisty et al. 1996). Hal ini berarti kemungkinan *return* yang akan diterima oleh para *investor* juga semakin tinggi. Oleh karena itu diduga semakin besar prosentase penawaran saham maka semakin besar *initial return* dan *return* 7 hari setelah IPO

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Sulistio (2005), Rasheed dan Datta (1997), Carter dan Dark (1998) dan Beatty (1998) menyatakan bahwa prosentase penawaran saham yang ditawarkan berpengaruh signifikan positif terhadap *initial return*.

II.9. Kinerja Saham

Suatu saham dalam pasar modal memiliki kinerja tersendiri. Kinerja itu bisa dikatakan baik bila memberikan *return* yang tinggi kepada investor sedangkan kinerja saham dikatakan buruk bila *return* yang diberikan perusahaan sangat rendah dan bahkan tidak memberikan *return*.

Return merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi. *Return* dibedakan menjadi dua, yaitu *return* realisasi (*return* yang terjadi atau dapat juga disebut sebagai *return* sesungguhnya) dan *expected return* (*return* yang diharapkan oleh investor).

Return terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield* (Jogiyanto : 2000, 107).

$$\text{Return Total} = \text{Capital gain (loss)} + \text{yield} \dots \dots \dots (7)$$

Capital gain (loss) merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode lalu :

$$\text{Capital Gain (Loss)} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots \dots \dots (8)$$

Keterangan :

P_t = Harga saham periode sekarang

P_{t-1} = Harga saham periode sebelumnya

Yield merupakan persentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi, dan untuk saham biasa dimana pembayaran periodik sebesar D_t rupiah per lembar, maka *yield* dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{Yield} = \frac{D_t}{P_{t-1}} \dots \dots \dots (9)$$

Keterangan :

D_t = Dividen kas yang dibayarkan

P_{t-1} = Harga saham periode sebelumnya

Sehingga *return* total dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Return Total} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_{t-1}} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}} \dots \dots \dots (10)$$

Keterangan :

P_t = Harga saham sekarang

P_{t-1} = Harga saham periode sebelumnya

D_t = Dividen kas yang dibayarkan

Namun mengingat tidak selamanya perusahaan membagikan dividen kas secara periodik kepada pemegang sahamnya, maka *return* saham dapat dihitung sebagai berikut :

$$\text{Return Saham} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots \dots \dots (11)$$

Keterangan :

P_t = Harga saham sekarang

P_{t-1} = Harga saham periode sebelumnya

II.10. Perumusan Hipotesis

Informasi keuangan dan non keuangan tersebut diperkirakan memiliki pengaruh terhadap *initial return* dan *return* 7 hari setelah IPO secara parsial ataupun simultan. Berikut ini akan dijelaskan hubungan hubungan antara masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen, sebagai berikut :

(a). Semakin tinggi CR suatu perusahaan berarti semakin kecil resiko kegagalan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Akibatnya resiko yang akan ditanggung pemegang saham juga semakin kecil (Ang, 1997). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Tuasikal (2002) menyatakan bahwa informasi akuntansi dalam bentuk CR pada perusahaan manufaktur lebih dapat memprediksi *return* saham dibandingkan pada perusahaan non manufaktur, demikian pula dengan penelitian Mardiyah dan Indriantoro (1999) yang membuktikan bahwa variabel CR berpengaruh signifikan positif terhadap *perceived risk* saham sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Cheng (2006) melihat bahwa variabel CR berpengaruh signifikan positif terhadap *return* saham yang dihasilkan setelah melakukan IPO. Berdasarkan penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi nilai CR maka akan semakin tinggi *return* yang diperoleh oleh *investor*.

(b). DER memberi informasi tentang jaminan dari hutang-hutang perusahaan yang dijamin oleh modal sendiri perusahaan yang digunakan sebagai pendanaan usaha. (Ang, 1997). Nilai DER yang tinggi akan meningkatkan ketidakpastian *investor* dan akan menurunkan tingkat *return* saham sehingga kemungkinan *return* yang akan diterima *investor* semakin kecil di masa datang. Hal ini dikarenakan karena perusahaan akan berusaha memenuhi kewajiban hutangnya dahulu sebelum memberikan *return* pada *investor*. Hasil penelitian empiris yang dilakukan Ardiansyah (2004) menyebutkan bahwa DER berpengaruh signifikan negatif terhadap *return* 15 hari setelah IPO.

(c). Nilai ROE yang semakin tinggi akan menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba di masa yang akan datang dan laba merupakan informasi penting bagi *investor* sebagai pertimbangan dalam menanamkan modalnya. Hal ini berarti kemungkinan *investor* untuk mendapatkan *return* awal semakin tinggi dan dalam jangka panjang setelah memasuki pasar sekunder kemungkinan *investor* mendapatkan *return* yang tinggi akan bisa terwujud bila nilai ROE perusahaan semakin tinggi karena hal itu menandakan bahwa perusahaan itu mengalami profit. Penelitian yang dilakukan oleh Yolana dan Martani (2005) menyatakan bahwa ROE berpengaruh signifikan positif terhadap *initial return*.

(d). Nilai TATO yang tinggi akan menarik *investor* untuk terus berinvestasi di perusahaan tersebut dan akan menaikkan nilai saham tersebut. Dengan demikian diduga semakin besar nilai TATO suatu perusahaan maka semakin besar *return* yang dihasilkan. Hasil penelitian Tuasikal (2002) menyatakan bahwa variabel TATO pada perusahaan non manufaktur lebih dapat memprediksi *return* saham dibandingkan pada perusahaan manufaktur.

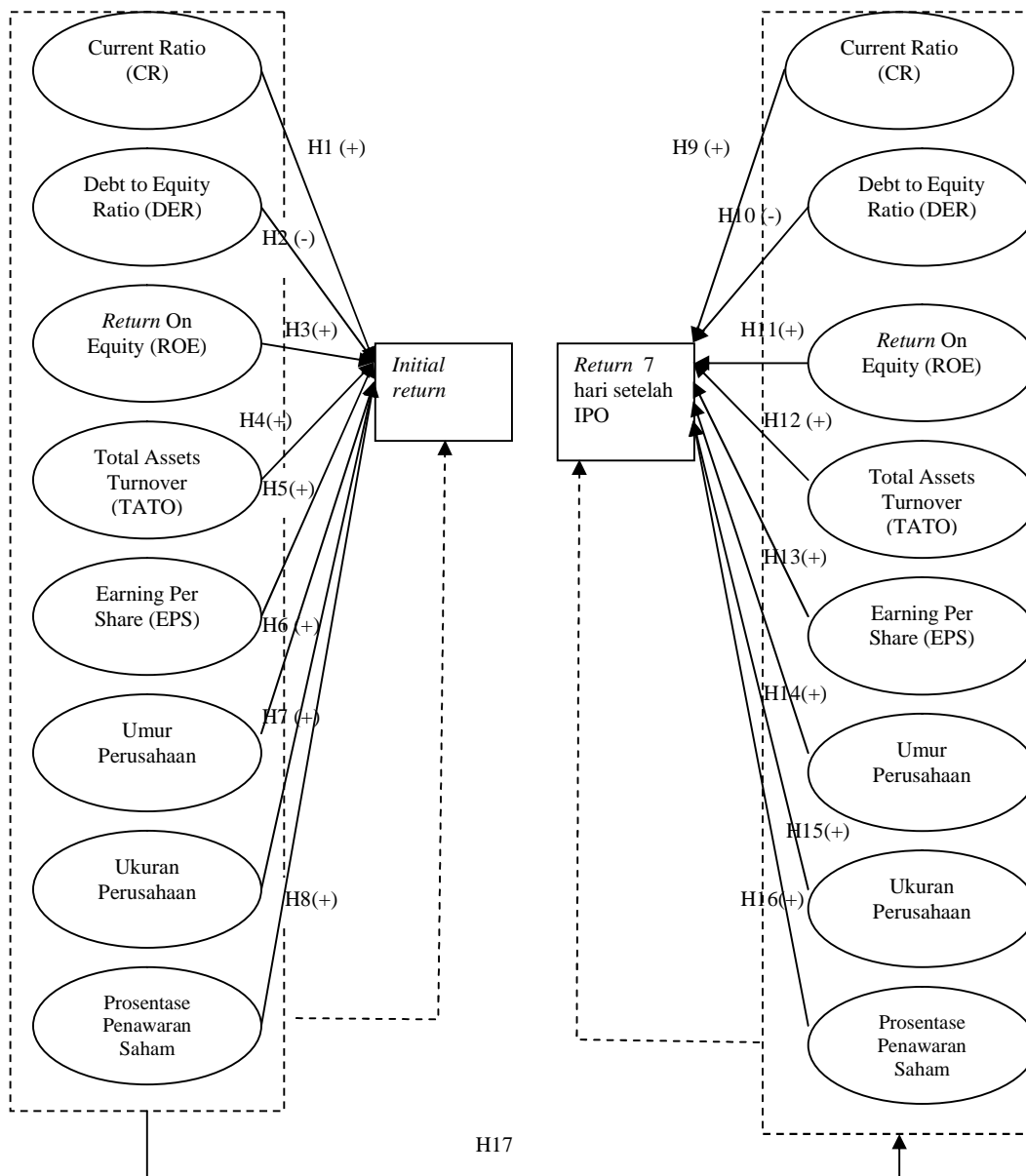
(e). Salah satu alasan *investor* menanamkan modalnya di perusahaan adalah karena *investor* tersebut yakin akan pendapatan yang dihasilkan dari tiap lembar saham yang

dibelinya. Hal ini menandakan bahwa semakin tinggi nilai EPS, maka *investor* akan semakin tertarik. Hasil empiris menunjukkan bahwa semakin tinggi EPS, semakin tinggi harga saham. Hasil ini didukung dari penelitian Chandradewi (2000), penulis tersebut menyebutkan bahwa EPS berpengaruh signifikan positif terhadap harga pasar saham setelah penawaran umum perdana. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi nilai EPS *return* yang diterima *investor* akan semakin tinggi karena semakin tingginya harga saham tersebut.

(f). Dengan rendahnya ukuran perusahaan berskala besar maka akan kemungkinan *return* yang akan diterima *investor* akan semakin rendah karena adanya ketidakpastian yang terjadi di masa depan. Hal ini didukung oleh penelitian Trisnawati (1999) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *initial return*. Hal ini juga didukung dari penelitian Kurniawan (2000) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap abnormal *return* saham di pasar perdana.

(g). Perusahaan yang lebih tua dan matang bisa dipersepekan sebagai sudah tahan uji sehingga kadar risikonya rendah dan hal ini bisa menarik *investor* karena diyakini perusahaan yang sudah lama berdiri bisa dikatakan lebih berpengalaman dalam menghasilkan *return* bagi perusahaan yang pada akhirnya berdampak pada meningkatnya *return* yang diterima oleh *investor*. Penelitian Durukan (2002), Carter et.al. (1998) dan Chisty et.al. (1996) menyatakan bahwa umur perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap *initial return* dan *return* 15 hari setelah pelaksanaan IPO.

(h). Perusahaan dengan skala usaha yang besar dan tingkat pertumbuhan yang tinggi diharapkan akan memberikan tingkat keuntungan yang tinggi maka akan menawarkan saham dengan nilai besar. Demikian pula sebaliknya, perusahaan kecil yang baru berdiri dengan tingkat pertumbuhan usaha yang relative kecil, maka akan menawarkan saham dengan nilai kecil. Dengan demikian semakin besar prosentase penawaran saham maka makin besar pengharapan para *investor* untuk menerima *return*. Hal ini berarti kemungkinan *return* yang akan diterima oleh para *investor* juga semakin tinggi. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Sulistio (2005), Rasheed dan Datta (1997), Carter dan Dark (1998) dan Beatty (1998) menyatakan bahwa prosentase penawaran saham yang ditawarkan berpengaruh signifikan positif terhadap *initial return*.



Hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut :

- H1 : *Current Ratio* berpengaruh positif terhadap *initial return*
- H2 : *Debt to Equity Ratio* berpengaruh negatif terhadap *initial return*
- H3 : *Return on Equity* berpengaruh positif terhadap *initial return*
- H4 : *Total Assets Turnover* berpengaruh positif terhadap *initial return*
- H5 : *Earning Per Share* berpengaruh positif terhadap *initial return*
- H6 : *Umur Perusahaan* berpengaruh positif terhadap *initial return*
- H7 : *Ukuran perusahaan* berpengaruh positif terhadap *initial return*
- H8 : *Prosentase Penawaran saham* berpengaruh positif terhadap *initial return*
- H9 : *Current Ratio* berpengaruh positif terhadap *return 7 hari setelah IPO*

- H10 : *Debt to Equity Ratio* berpengaruh negatif terhadap *return* 7 hari setelah IPO
- H11 : *Return on Equity* berpengaruh positif terhadap *return* 7 hari setelah IPO
- H12 : *Total Assets Turnover* berpengaruh positif terhadap *return* 7 hari setelah IPO
- H13 : *Earning Per Share* berpengaruh positif terhadap *return* 7 hari setelah IPO
- H14 : Umur Perusahaan berpengaruh positif terhadap *return* 7 hari setelah IPO
- H15 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *return* 7 hari setelah IPO
- H16 : Prosentase Penawaran saham berpengaruh positif terhadap *return* 7 hari setelah IPO
- H17 : Ada perbedaan pengaruh antara *Current Ratio*, *Debt To Equity Ratio*, *Return On Equity*, *Total Assets Turnover*, *Earning Per Share*, ukuran perusahaan, umur perusahaan, prosentase penawaran saham terhadap *initial return* dan *return* 7 hari setelah IPO.

III. Metodologi Penelitian

III.1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana (IPO) yang telah tercatat di bursa Efek Jakarta pada periode 2002-2006.

Pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu metode pemilihan sampel dengan kriteria tertentu (Emory dan Cooper, 1999) kriteria sample penelitian ini adalah:

1. Perusahaan yang baru *listing* di BEJ dari tahun 2002-2006.
2. Perusahaan harus sudah *listing* pada awal periode pengamatan dan tidak *delisting* sampai akhir periode pengamatan.
3. Perusahaan yang diamati adalah perusahaan yang memberikan *initial return* yang positif dan negatif.
4. Perusahaan yang diamati adalah perusahaan selain perusahaan dari sektor keuangan menurut JSX.

Keseluruhan perusahaan yang *listing* di BEJ sebesar 340 emiten sampai tahun 2006. Sedangkan dari tahun 2002-2006 terdapat 60 perusahaan yang melakukan IPO di bursa efek Jakarta. Dari 60 perusahaan yang diteliti terdapat 22 perusahaan dari sektor keuangan sehingga hanya 38 perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini.

III.2. Metoda Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi, yaitu dengan mengadakan pencatatan dan penelaahan terhadap aspek-aspek atau dokumen-dokumen yang berhubungan dengan obyek penelitian ini.

Tabel Penghitungan Jumlah Sampel

Keterangan	Tahun					
	2002	2003	2004	2005	2006	Total
Perusahaan yang go public	22	6	12	8	12	60
Perusahaan keuangan	8	3	4	4	3	22
Perusahaan non keuangan	14	3	8	4	9	38
Jumlah sampel						38

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2007

III.3. Identifikasi dan pengukuran variabel

1. Variabel independen

a. *Current ratio*

Diukur dengan cara membagi aktiva lancar dengan hutang lancar.

b. *Debt To Equity Ratio*

Diukur dengan membagi Total Hutang dengan Total Ekuitas.

c. *Return On Equity*

Diukur dengan membagi laba bersih sebelum pajak dan modal saham.

d. *Total Assets Turnover*

Diukur dengan membagi penjualan dengan aktiva total

e. *Earning Per Share*

Diukur dengan membagi laba bersih yang dikurangi deviden saham bisasa dan saham preferen dibagi dengan jumlah saham yang beredar.

f. Ukuran perusahaan

Diukur total aktiva perusahaan saat IPO

g. Umur perusahaan

Diukur berdasarkan waktu perusahaan mulai didirikan sesuai akte sampai perusahaan melakukan IPO dihitung dengan skala tahunan

h. Prosentase penawaran saham

Prosentase saham yang ditawarkan kepada public ketika perusahaan melakukan IPO

2. Variabel dependen

a. *Initial return*

Variabel ini diukur berdasarkan *return* harian dengan menggunakan metode sederhana (mean) yang merupakan selisih antara harga saham pada hari pertama penutupan di pasar sekunder dengan harga saham pada penawaran perdana dibagi dengan harga saham penawaran perdana (Jogiyanto, 2000)

$$IR = \frac{Pt - Pt_1}{Pt_1} \times 100 \% \dots\dots\dots(7)$$

Dimana IR= *initial return*

Pt = harga saham penutupan pada hari pertama di pasar sekunder

Pt1= harga saham penawaran perdana

b. *Return* 7 hari setelah IPO

Diukur dengan menggunakan mean dari nilai *return* selama 7 hari setelah IPO. Untuk menghitung *return* dari hari pertama sampai hari ketujuh dapat dihitung dengan persamaan (7) di atas.

III.4. Model Penelitian

Ada dua model yang digunakan dalam penelitian ini, adapun modelnya adalah sebagai berikut:

1. untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap return awal.

$$IR = b_1CR + b_2DER + b_3ROE + b_4TATO + b_5EPS + b_6SIZE + b_7AGE + b_8PPS + e$$

2. untuk menguji pengaruh variabel independent terhadap return 7 hari setelah IPO

$$R7hr = b_1CR + b_2DER + b_3ROE + b_4TATO + b_5EPS + b_6SIZE + b_7AGE + b_8PPS + e$$

Keterangan

IR = *Initial Return*

R7hr = *Return* 7 hari setelah IPO

b₁,b₂,b₃,b₄,b₅,b₆,b₇,b₈ = koefisien regresi dari setiap variable independen

CR = *Current ratio*

DER = *Debt to Equity ratio*

ROE = *Return on Equity*

TATO = *Total Assets turnover*

EPS = *Earning Per Share*

SIZE = Ukuran perusahaan

AGE = Umur perusahaan

PPS = Prosentase Penawaran Saham

e = *error term*

IV. Analisis hasil Penelitian

Hasil Analisis Regresi untuk *Initial Return*

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	64.499	40.410		1.596	.125		
	CR	-6.776	4.318	-.283	-1.569	.131	.714	1.401
	DER	-5.013	4.148	-.232	-1.208	.240	.631	1.585
	ROE	-1.025	.463	-.490	-2.214	.038	.472	2.118
	TATO	15.812	5.179	.575	3.053	.006	.653	1.532
	EPS	.032	.049	.123	.656	.519	.663	1.508
	UMUR	.288	.508	.104	.567	.576	.688	1.454
	SIZE	-4.277	3.422	-.228	-1.250	.225	.697	1.435
	PENAWARAN	.698	.333	.392	2.095	.048	.662	1.510

a. Dependent Variable: INITIAL RETURN

Dari hasil analisis regresi yang tampak pada tabel di atas dapat dilihat bahwa dengan menggunakan alpha 0,05 maka hanya menghasilkan tiga variabel yang berpengaruh signifikan terhadap *Initial return*, yaitu variabel ROE, PPS dan *Total assets turnover*.

Variabel ROE memberikan nilai t sebesar -2,214 dengan tingkat signifikansi 0,038. Nilai t tabel alpha 0,05 diperoleh sebesar 2,048 sehingga didapatkan nilai t hitung lebih besar dari pada t-tabel. Selain itu tingkat signifikansi variabel ROE juga di bawah 0,05 dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis 3 diterima, yang artinya variabel ROE berpengaruh signifikan terhadap *Initial return*. Nilai koefisien regresi menunjukkan arah negatif yang berarti setiap kenaikan rasio ROE perusahaan satu satuan, akan menurunkan *Initial return* sebesar 0,490 satuan. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan yang diwakili dari rasio ROE mempengaruhi *initial return* yang dihasilkan di pasar perdana, hal ini didukung secara statistik dari data penelitian ini.

Hasil penelitian ini konsisten dengan dengan penelitian Cheng (2006) yang menyebutkan bahwa variabel ROE mempengaruhi *return* yang diterima oleh investor setelah membeli saham di pasar perdana. Penelitian ini juga mendukung hasil temuan Abdullah (2000) dan Her dan McCoughney (2003) tetapi hasil ini tidak mendukung penelitian Yolana (2005).

Variabel TATO memberikan nilai t sebesar 3,053 dengan tingkat signifikansi 0,006. Nilai t tabel alpha 0,05 diperoleh sebesar 2,048 sehingga didapatkan nilai t hitung lebih besar dari pada t-tabel. Selain itu tingkat signifikansi variabel TATO juga di bawah 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis 4 diterima, yang artinya variabel TATO berpengaruh signifikan terhadap *Initial return*. Nilai koefisien regresi menunjukkan arah positif yang berarti setiap kenaikan rasio TATO perusahaan satu satuan, akan menaikkan *Initial return* sebesar 0,575 satuan. Hal ini menunjukkan bahwa variabel TATO dalam prospektus diperhatikan *investor* dalam berinvestasi di pasar modal di pasar perdana, hal ini didukung secara statistik dari data penelitian ini.

Hasil penelitian ini konsisten dengan dengan penelitian Melnik dan Thomas (2003) yang menyatakan bahwa rasio aktivitas berpengaruh signifikan positif terhadap *initial return*, hal ini mengindikasikan bahwa rasio aktivitas akan lebih meningkat dengan

suntikan dana yang diterima dari hasil go public karena akan digunakan untuk meningkatkan penjualannya, dengan naiknya rasio ini maka investor akan lebih tertarik dan kemudian akan bersedia membayar harga yang tinggi untuk saham tersebut.

Variabel prosentase penawaran saham memberikan nilai t sebesar 2,095 dengan tingkat signifikansi 0,048. Nilai t tabel alpha 0,05 diperoleh sebesar 2,048 sehingga didapatkan nilai t hitung lebih besar dari pada t-tabel. Selain itu tingkat signifikansi variabel prosentase penawaran saham juga di bawah 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis 8 diterima, yang artinya variabel prosentase penawaran saham berpengaruh signifikan terhadap *Initial return*. Nilai koefisien regresi menunjukkan arah positif yang berarti setiap kenaikan rasio PPS perusahaan satu satuan, akan menaikkan *Initial return* sebesar 0,392 satuan. Hal ini menunjukkan bahwa variabel prosentase penawaran saham mempengaruhi *initial return* yang dihasilkan di pasar perdana, hal ini didukung secara statistik dari data penelitian ini.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Beaty (1989), Carter dan Dark (1998) serta Sulistio (2005), tetapi hasil ini tidak mendukung penelitian Chisty et.al. (1996) dan Trisnawati (1999).

Dari hasil pengujian overall fit model regresi (tabel 4.10.) tersebut diperoleh nilai F sebesar 2,647 dengan signifikansi 0,034. Nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 mengindikasikan bahwa *Initial return* dapat dijelaskan oleh ke delapan variabel penjelas yang digunakan dalam penelitian ini. Nilai F tabel dengan alpha 0,05 diperoleh sebesar 2,46 sehingga didapatkan nilai F hitung > dari F tabel. Selain itu tingkat signifikansi berada di bawah 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel CR, DER, ROE, TATO, EPS, *Age*, *Size*, dan PPS secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap IR.

Dari hasil regresi IR diketahui bahwa nilai koefisien determinasi sebesar 0.305. Nilai dalam model ini cukup rendah, yang menunjukkan bahwa masih terdapat variabel-variabel independen lain yang mempengaruhi *Initial return* yang tidak dicakup dalam model ini. Dengan kata lain variabel CR, DER, ROE, TATO, EPS, *Age*, *Size*, dan PPS hanya dapat mempengaruhi IR sebesar 30,5 % sedangkan sisanya dipengaruhi variabel variabel lain di luar model ini.

Hasil Analisis Regresi untuk *Return 7 Hari*

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	4.592	6.153		.746	.463		
	CR	-.874	.657	-.243	-1.329	.197	.714	1.401
	DER	-.224	.632	-.069	-.354	.727	.631	1.585
	ROE	-.115	.070	-.366	-1.630	.117	.472	2.118
	TATO	1.934	.789	.468	2.452	.023	.653	1.532
	EPS	-.002	.007	-.042	-.220	.828	.663	1.508
	UMUR	.104	.077	.249	1.342	.193	.688	1.454
	SIZE	-.567	.521	-.201	-1.089	.288	.697	1.435
	PENAWARAN	.117	.051	.437	2.309	.031	.662	1.510

a. Dependent Variable: RETURN 7 HARI

Sumber : Data sekunder yang diolah,2007

Dari hasil analisis regresi yang tampak pada tabel di atas dapat dilihat bahwa dengan menggunakan alpha 0,05 maka hanya menghasilkan dua variabel yang berpengaruh signifikan terhadap *Return 7 Hari*, yaitu variabel PPS dan *Total assets turnover*.

Variabel TATO memberikan nilai t sebesar 2,452 dengan tingkat signifikansi 0,023. Nilai t tabel alpha 0,05 diperoleh sebesar 2,048 sehingga didapatkan nilai t hitung lebih besar dari pada t-tabel. Selain itu tingkat signifikansi variabel TATO juga di bawah 0,05 dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis 12 diterima, yang artinya variabel TATO berpengaruh signifikan terhadap *return 7 hari* setelah IPO. Nilai koefisien regresi menunjukkan arah positif yang berarti setiap kenaikan rasio TATO perusahaan satu satuan, akan menaikkan *return 7 hari* setelah IPO sebesar 0,468 satuan. Hal ini menunjukkan bahwa variabel TATO dalam prospektus diperhatikan *investor* dalam berinvestasi di pasar modal di pasar perdana. Hal ini didukung secara statistik dari data penelitian ini.

Hasil penelitian ini konsisten dengan dengan penelitian Manao dan Deswin (2000) yang menyatakan bahwa variabel TATO berpengaruh signifikan positif terhadap *return* saham di pasar sekunder pada waktu krisis, tetapi hasil ini tidak mendukung penelitian Ardiansyah (2004).

Variabel prosentase penawaran saham memberikan nilai t sebesar 2,309 dengan tingkat signifikansi 0,031. Nilai t tabel alpha 0,05 diperoleh sebesar 2,048 sehingga didapatkan nilai t hitung lebih besar dari pada t-tabel. Selain itu tingkat signifikansi variabel prosentase penawaran saham juga di bawah 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis 16 diterima, yang artinya variabel prosentase penawaran saham berpengaruh signifikan terhadap *return 7 hari* setelah IPO. Nilai koefisien regresi menunjukkan arah positif yang berarti setiap kenaikan rasio PPS satu satuan, akan menaikkan *return 7 hari* setelah IPO sebesar 0,437 satuan. Hal ini menunjukkan bahwa variabel prosentase penawaran saham mempengaruhi *return 7 hari* setelah IPO yang dihasilkan di pasar perdana, hal ini bisa dijelaskan lebih lanjut karena *investor* menilai proporsi saham yang ditawarkan lebih banyak akan memberi kemungkinan memperoleh keuntungan yang lebih banyak. Dengan proporsi penawaran saham yang semakin banyak maka akan semakin terbuka kemungkinan bagi investor lainnya untuk menanamkan modal di perusahaan tersebut.

Hasil penelitian ini konsisten dengan dengan penelitian Nasirwan (2000) serta Carter dan Manaster tetapi hasil ini tidak mendukung penelitian Chisty et.al. (1996) dan Trisnawati (1999).

Hasil pengujian overall fit model regresi tersebut diperoleh nilai F sebesar 2,512 dengan signifikansi 0,042. Nilai F tabel dengan alpha 0,05 diperoleh sebesar 2,46 sehingga didapatkan nilai F hitung > dari F tabel. Selain itu tingkat signifikansi berada di bawah 0,05, dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel CR, DER, ROE, TATO, EPS, *Age*, *Size*, dan PPS secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *return 7 hari* setelah IPO.

Dari hasil regresi *return 7 hari* setelah IPO diketahui bahwa nilai koefisien determinasi sebesar 0.287. Nilai dalam model ini cukup rendah, yang menunjukkan bahwa masih terdapat variabel-variabel independen lain yang mempengaruhi *return 7 hari* setelah IPO yang tidak dicakup dalam model ini. Dengan kata lain variabel CR, DER, ROE, TATO, EPS, *Age*, *Size*, dan PPS hanya dapat mempengaruhi IR sebesar 28,7 % sedangkan sisanya dipengaruhi variabel variabel lain di luar model ini.

Pengujian Perbedaan Pengaruh *Initial return* dan *Return 7 hari*

Uji ini digunakan untuk menguji test of coefficient atau uji kesamaan koefisien antara model regresi *initial return* dan model regresi *return 7 hari* setelah IPO. Hipotesis 17 dinyatakan sebagai berikut:

Ada perbedaan pengaruh antara *Current ratio*, *Debt to equity ratio*, *Return on equity*, *Total assets turnover*, *Earning per share*, ukuran perusahaan, umur perusahaan, prosentase penawaran saham terhadap *initial return* dan *return 7 hari* setelah IPO.

Uji ini dilakukan dengan menggunakan regresi total observasi dan untuk menguji signifikansi kesamaan koefisien antar model regresi dilakukan dengan F test. Pengujian chow test membutuhkan sum of squared residual dari setiap regresi dan total regresi. Pengujian perbedaan besarnya pengaruh dari 8 variabel untuk model sebelumnya terhadap *initial return* dan *return 7 hari* dilakukan dengan Chow test. Hasil pengujian diperoleh sebagai berikut :

Uji Chow test antar periode *return*

	Model gabungan	Model <i>initial return</i>	Model <i>return 7 hari</i>
Jumlah kuadrat residu	2,142	12497,585	289,746
N	62	31	31
Chow test	7,378		
F tabel (0,05,8,62)	2,17		

Hasil pengujian menghasilkan nilai Chow test F sebesar 7,378. Nilai F tabel untuk $df_1=8$ dan $df_2 = 62-8 = 54$ diperoleh sebesar 2,142. Dengan demikian diperoleh nilai Chow test ($7,378$) > F tabel ($2,142$). Hal ini berarti terdapat perbedaan yang signifikan dari pengaruh 8 variabel bebas tersebut terhadap *initial return* dengan *return 7 hari*. Dengan demikian hipotesis 17 diterima.

V. Simpulan dan Implikasi kebijakan

V.1. Simpulan

Berdasar pembahasan yang telah diuraikan sebelumnya maka dapat ditarik simpulan sebagai berikut:

1. Hasil analisis regresi terhadap *initial return* menunjukkan bahwa secara parsial variabel *total assets turnover*, prosentase penawaran saham, ROE berpengaruh signifikan terhadap *return awal* di pasar perdana pada alpha 0,05. Koefisien regresi variabel *total assets turnover* (TATO) menunjukkan arah positif yang berarti semakin besar variabel TATO maka semakin besar *initial return*-nya. Koefisien regresi variabel prosentase penawaran saham menunjukkan arah positif yang berarti semakin besar variabel prosentase penawaran saham maka semakin besar *initial return*-nya sedangkan koefisien regresi variabel ROE menunjukkan

arah negatif yang berarti semakin besar variabel ROE perusahaan maka semakin kecil *initial return*nya. Variabel lain yaitu Current ratio, Debt To Equity Ratio, Earning Per Share, Umur perusahaan, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap Initial Return. Hasil analisis regresi secara simultan menunjukkan bahwa seluruh variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap Initial Return. Nilai koefisien determinasi regresi ini menunjukkan nilai sebesar 30,5 % yang berarti seluruh variabel independen dalam penelitian ini hanya mampu mempengaruhi Initial Return sebesar 30,5 %, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain di luar model ini.

2. Hasil analisis regresi terhadap return 7 hari setelah IPO menunjukkan bahwa secara parsial variabel total assets turnover dan prosentase penawaran saham yang berpengaruh signifikan pada alpha 0,05. Koefisien regresi variabel *total assets turnover* (TATO) menunjukkan arah positif yang berarti semakin besar variabel TATO maka semakin besar return 7 hari setelah IPO nya. Koefisien regresi variabel prosentase penawaran saham menunjukkan arah positif yang berarti semakin besar variabel ukuran perusahaan maka semakin besar return 7 hari setelah IPO nya. Variabel lain yaitu Current ratio, Debt To Equity Ratio, Return On Equity, Earning Per Share, Umur perusahaan, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap return 7 hari setelah IPO. Hasil analisis regresi secara simultan menunjukkan bahwa seluruh variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap return 7 hari setelah IPO. Nilai koefisien determinasi regresi ini menunjukkan nilai sebesar 28,7 % yang berarti seluruh variabel independen dalam penelitian ini hanya mampu mempengaruhi return 7 hari setelah IPO sebesar 28,7 %, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain di luar model ini.
3. Uji kesamaan koefisien yang dilakukan dalam penelitian ini memberikan hasil F hitung lebih besar daripada F tabel yang berarti terdapat perbedaan yang signifikan dari pengaruh 8 variabel bebas tersebut terhadap initial return dengan return 7 hari.

V.2. Implikasi Kebijakan

V.2.1. Implikasi Teoritis

Implikasi teoritis yang dapat diperoleh dari penelitian ini adalah :

Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Abdullah (2000) dan Cheng (2006) mengenai variabel ROE berpengaruh terhadap harga saham, selain itu penelitian ini juga sesuai dengan penelitian Manao dan Deswin (2002) serta Melnik dan Thomas (2003) bahwa TATO berpengaruh signifikan positif terhadap *return* saham. Penelitian ini juga sesuai dengan penelitian Beaty (1989), Carter dan Dark (1998) serta Sulistio (2005) mengenai variabel prosentase penawaran saham berpengaruh signifikan positif terhadap *return* saham. Akan tetapi hasil ini bertentangan dengan penelitian Ardiansyah (2004) mengenai variabel ROE tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham di pasar perdana, selain itu penelitian ini bertentangan dengan penelitian Trisnawati (1999), Ardiansyah (2004) mengenai variabel *Debt to equity ratio* tidak

berpengaruh signifikan terhadap *return* saham di pasar bursa. Penelitian ini juga tidak mendukung hasil penelitian Chandradewi (2000) dan Manao dan Deswin (2000) yang menyatakan bahwa variabel EPS berpengaruh signifikan positif terhadap *return* saham baik di pasar perdana maupun di pasar sekunder. Penelitian ini juga tidak mendukung penelitian Trisnawati (1999) dan Chisty et.al. (1996) yang menyatakan bahwa jumlah penawaran saham tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* di pasar sekunder setelah perusahaan melakukan IPO. Penelitian ini juga tidak mendukung penelitian Trisnawati (1999) yang menyatakan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *return* saham di pasar perdana. Penelitian ini juga tidak mendukung penelitian Carter dan Dark (1998) dan Chisty et.al. (1996) yang menyatakan bahwa variabel umur perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap *return* saham di pasar perdana dan pasar sekunder.

V.2.2. Implikasi Manajerial

Implikasi manajerial yang dapat diperoleh dari penelitian ini adalah:

1. Investor hendaknya mempertimbangkan informasi yang terdapat dalam prospektus terutama mengenai informasi ROE, *Total asset turnover* dan prosentase penawaran saham yang sesuai dengan hasil penelitian ini berpengaruh terhadap *return* saham sebelum melakukan investasi di pasar perdana dan di pasar sekunder.
2. Manajemen perusahaan juga hendaknya memberi perhatian khusus terhadap nilai rasio *Total asset turnover* dalam prospektus karena akan mempengaruhi keputusan investor dalam membuat keputusan investasinya di pasar modal, baik di pasar perdana maupun di pasar sekunder. Oleh karena itu perusahaan yang memiliki nilai *total asset turnover* yang relatif kecil yang akan melakukan go public sebaiknya membuat kebijakan baru yang membuat kegiatan operasional perusahaan berdasarkan aktiva perusahaan menjadi lebih efektif. Hal ini bisa ditempuh dengan meningkatkan penjualan dan mengefektifkan sisi operasional perusahaan sebelum melakukan proses go public
3. Investor hendaknya mempertimbangkan nilai ROE yang tercantum dalam prospektus yang dianggap terlalu tinggi. Karena hal ini bisa mengindikasikan bahwa emiten yang bersangkutan mungkin telah *mark-up* nilai ROE dalam laporan keuangan untuk menarik minat investor.

V.3. Keterbatasan Penelitian

Dalam penyelesaian tesis ini masih banyak keterbatasan yang dimiliki antara lain:

1. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini masih terbatas, hal ini terbukti dari masih terdapatnya 69,5 % variabel lain yang mempengaruhi initial return. Selain itu juga terdapat 71,3 % variabel lain yang mempengaruhi return di pasar sekunder 7 hari setelah IPO.
2. Penelitian ini menggunakan variabel-variabel yang tidak bisa digunakan di perusahaan-perusahaan keuangan, sehingga tidak bisa mengeneralisasi seluruh perusahaan yang *go public*.

V.4. Agenda Penelitian Mendatang

1. Dalam penelitian mendatang hendaknya variabel yang digunakan diperluas dengan menggunakan variabel yang mengikutsertakan faktor makro.
2. Dalam agenda penelitian mendatang hendaknya sampel yang digunakan lebih banyak sehingga mampu menggeneralisasi temuan yang ada.

REFERENSI

Abdullah, Syukriy, 2000, “Fenomena Underpricing dalam Penawaran Saham Perdana (IPO) dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya”, **Jurnal Manajemen dan Bisnis**, Vol.3 No.1

Ang, Robert, 1997, **Buku Pintar Pasar Modal Indonesia** , Mediasoft Indonesia

Ardiansyah, Misnen, 2004, “ Pengaruh variable Keuangan Terhadap Return Awal dan Return 15 Hari Setelah IPO Serta Moderasi Besaran Perusahaan Terhadap Hubungan Antara Variable Keuangan dengan Return Awal dan Return 15 Hari Setelah IPO”, **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia** , Vol.7 No.2 Mei

Beatty, Randolph. P, 1989, “ Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings” **Accounting Review** Vol LXIV no.4 October

Carter, Richard dan Steven Manaster, 1990, “ Initial Public Offering and Underwriter Reputation”, **Journal of Finance**, vol XLV No.4 September

_____, Richard B., Frederick H. Dark dan Ajaj K.Singh, 1998, “Underwriter Reputation , Initial Return and the Longrun Performance of IPO Stocks” **Journal of Finance**, Vol LIII, No.1 Februari

Chandradewi, Susanna, 2000, “Pengaruh Variable Keuangan Terhadap Penentuan Harga Pasar Saham Perusahaan Sesudah Penawaran Umum Perdana” **Perspektif**, Vol.15, No.1, Juni.

Cheng, Min-Tsung, 2006, “The Effect of Financial Ratios on Returns from Initial Public Offerings: An Application of Principal Components Analysis” **International Journal of Management** Vol. 23 No. 1 March

Chishty, Muhammad R.K, Iftekhar Hasan dan Stephen D. Smith, 1996, “A Note On Underwriter Competition And Initial Public Offerings” **Journal of Business Finance & Accounting**, 23 (5) & (6), July

- Daljono, 2000, “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Initial Return Saham yang Listing di BEJ tahun 1990-1997” **Simposium Nasional Akuntansi III**, IAI, September
- Dimovski, William dan Robert Brooks, 2004, “Initial Public Offerings in Australia 1994 to 1999, Recent Evidence of Underpricing and Underperformance”, **Review of Quantitative Finance and Accounting**, Vol.22, No.3
- Durukan, M Banu, 2002 “The relationship between IPO returns and factors influencing IPO performance:Case of Istambul Stock Exchange” **Managerial Finance**; vol.28, No.2
- Elton, Edwin J., Martin J. Grubber dan Christopher R. Blake, 1995, “Fundamental Economic Variables, Expected Return and Bond Fund Performance”, **Journal of Finance**, vol 1, no.4, September
- Emory, WC and Cooper DR, 1991, **Business Research Methods**, 4th edition Richard D. Irwin Inc, Boston
- Ghozali, Imam, 2005 , **Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS**, Badan Penerbit UNDIP, Semarang
- _____ dan Sugiyanto, 2002, **Meneropong Hitam Putih Pasar Modal dan Lika Liku Kebijakan Ekonomi Moneter** , Magister Manajemen dan Gama Media semarang
- Gujarati, Demodar, 1998, **Ekonometrika Dasar**, Erlangga Jakarta
- Gumanti, Tatang Ary, 2004, “Value Relevance of Accounting Information and the Pricing of Indonesian Initial Public Offerings”, **Simposium Nasional Akuntansi VII**, IAI, Desember
- Hardiningsih, Pancawati dan L.Suryanto dan Anis Chariri, 2002, “Pengaruh Faktor Fundamental dan Risiko Ekonomi Terhadap Return Saham pada Perusahaan di Bursa Efek Jakarta”, **Jurnal Strategi Bisnis**, vol.8, Desember
- Jogiyanto, 2000, **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**, BPFE UGM Yogyakarta
- Haugen, Robert. A., 1997., **Modern Investment Theory**, Prentice Hall International
- Husnan,Suad 2001, **Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas**, UPP AMP YKPN, Yogyakarta
- Her, M. Monica dan Daniel McConaughy, 2004, “Multivariate Analysis Of The Impact of Venture Capital, Insider Ownership Upon Small Firms Performance Around The IPO”, www.sbaer.uca.edu/research/usasbe/2004/pdf, **artikel internet**

- Kim, Joeng Bon, Itzhak Krinsky dan Jason Lee, 1995, The Role of Financial Variables in the Pricing of Korean IPO”, **Pacific Business Finance journal**, vol.3, June
- Kim, Byung-Ju, Richard J. Kish dan Geraldo M. Vasconcellos, 2002, “The Korean IPO Market: Initial Returns” **Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies**, Vol. 5, No. 2
- Kurniawan, Christophorus Heni, 2001, “ Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Abnormal return Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta, **Simposium Nasional Akuntansi IV**, IAI, Oktober
- Kusumawati, Rita dan Ade Sudento , 2005, “ Analisis Pengaruh Profitabilitas (ROE), Ukuran Perusahaan (Size) dan Leverage Keuangan (Solvabilitas) terhadap tingkat underpricing pada penawaran perdana (Initial Public Offering/IPO) Di Bursa Efek Jakarta, **Utilitas**, Vol. 13 No.1
- 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
- Mardiyah, Aida Ainul dan Nur Indriantoro, 1999 “ Pengaruh Variable Akuntansi dan Data Pasar Terhadap Resiko Persepsian (Perceived Risk) Saham pada Perusahaan Public yang Terdaftar di BEJ “**Simposium Nasional Akuntansi II**, IAI, September
- Melnik, Arie dan Dylan C Thomas, 2003 “Value-Relevance of Accounting Information and the Predictability of IPO Underpricing” Presented at the **Fourteenth Annual Conference of the Academy of Entrepreneurial Finance**, Chicago, May 1-2, www.a oef.org/papers/2003/melnik.pdf
- Nasirwan, 2000, “Reputasi Penjamin Emisi, Return Awal, Return 15 Hari Setelah IPO dan Kinerja Perusahaan 1 Tahun setelah IPO di BEJ”, **Simposium Nasional Akuntansi III**, IAI, September
- Nataryah, Syahib,2000, “Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistemik terhadap Harga Saham : Kasus pada Industri Barang Konsumsi yang Go Public di Pasar Modal Indonesia”, **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol 15, No.3
- Nurhidayati, siti dan Nur Indriantoro, 1998, “Analisis Beberapa Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underpriced pada Penawaran Perdana di Bursa Efek Jakarata” **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol.13 No 1
- Purnomo, Yogo, 1998, “Keterkaitan Kinerja Keuangan dengan Harga Saham”, **Usahawan**, No.12 tahun XXVII, Desember

- Prasetya, Teguh, 2000, "Analisis Rasio Keuangan dan Nilai Kapitalisasi Pasar sebagai Prediksi Harga Saham di BEJ pada Periode Bullish dan Bearish", **Simposium Nasional Akuntansi III**, IAI, September
- Prastiwi, Arum dan Indra WijayaKusuma, 2001, "Analisis Kinerja Surat Berharga Setelah Penawaran Perdana (IPO) di Indonesia" **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol 16, No2
- Rasheed, Abdul M.A., Deepak K. Datta, 1997, "Determinants of Price Premium: A Study of Initial Public Offerings In The Medical Diagnostic And Devices Industry", **Journal of Small Business Management**, vol.35 No.4, October
- Ritter, Jay. R., 1991, "The Long Run Performance of Initial Public Offerings", **The journal of Finance**, vol XLVI, No.1 March
- Ritter, Jay R, 1998, "Initial Public Offerings", *Contemporary Finance Digest* Vol.2, No. 1
- Ronni, Sautma, 2003, "Problema Anomali Dalam Initial Public Offering (IPO)", **Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan**, Vol.5 No.2, September
- Rosyati dan Arifin Sabeni, 2002, "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta (tahun 1997-2000)" **Simposium Nasional Akuntansi V**, IAI, September
- Santoso, Singgih, 2004, **SPSS Versi 10 : Mengolah Data Secara Profesional**, Elex Media Komputindo, Jakarta
- Sudana, I Made dan Aries Heru Prasetya, 2000, "Hubungan Antara Underpricing dengan Volume dan Nilai Seasoned Equity Offering Pertama" **Majalah Ekonomi**
- 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**, IAI, September
- Sumarso, Budhi, 2003, **Ex Ante Uncertainty, Positive Signal & Underpricing of Initial Public Offering of Equity in Indonesia**, Kompak No.8, Mei-Agustus
- Sharpe , William F., Alexander J. Gordon dan Bailey V, 1995, **Investment**, Prentice Hall new york
- Trisnawati, Rina, 1999, "Pengaruh Informasi Prospectus pada Return Saham di Pasar Modal, **Simposium Nasional Akuntansi II**, IAI, September

- Tuasikal, Askam, 2002, Penggunaan Informasi Akuntansi untuk Memprediksi Return Saham : Studi Terhadap Perusahaan Pemanufakturan dan Non Pemanufakturan” **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, vol5, no.3 September
- Ursel, Nancy D dan Paul Ljucovic, 1998, “The Impact of Bank Ownership of Underwriter on The Underpricing of Initial Public Offerings” **Canadian Journal of Administrative science**, vol.15, no1 March
- Utama, Siddharta da Anto Yulianto Budi santoso, 1998 “Kaitan Antara Rasio Price to Book Value dan Imbal Balik Saham pada Bursa Efek Jakarta” **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, vol 1, no.1 Januari
- Wahyudi, Sugeng, 2004 “Pengaruh Umur Perusahaan dan Ukuran Perusahaan sebagai Assurance Terhadap Return Awal Saham”, **Jurnal Bisnis dan Akuntansi**, vol 6, No 2, Agustus
- Yolana, Chastina dan Dwi Martani, 2005 “Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Fenomena Underpricing Pada Penawaran Saham Perdana di BEJ Tahun 1994-2001”, **Simposium Nasional Akuntansi VIII**, IAI, September