

# RETURN AWAL DAN FAKTOR YANG MEMPENGARUHINYA

Abdul Rohman  
Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro

5

## Abstrak

*This research intend to study and to analyze factors affecting initial return of companies that have initial public offering (IPO) in Indonesia Stock Exchange (ISX) for 2002 - 2007. Those factors are size of company, Earnings per Share, Return on Assets, degree of leverage, age of company, ownership proportion of previous shareholder, auditor reputation, and underwriter reputation. The analysis technique used in this research is multiple regression analysis. Samples are taken by purposive sampling method. Research results show, there are 3 independent variables affecting initial return significantly: size of company, Earnings per Share, and underwriter reputation. However, Return on Assets, degree of leverage, age of company, ownership proportion of previous shareholder and auditor reputation have no effect to initial return.*

**Keywords:** *initial public offering, and initial return.*

## 1. PENDAHULUAN

Perusahaan melakukan berbagai upaya untuk mengumpulkan dana untuk ekspansi bisnis dalam rangka mengembangkan usaha. Salah satu cara yang dilakukan dengan melakukan penawaran sebagian saham perusahaan kepada masyarakat umum untuk pertama kalinya melalui bursa efek, yang disebut *Initial Public Offering (IPO)* (Jogiyanto, 1998) dan Aggarwal et al. (2001). Harga saham pada saat IPO ditentukan berdasarkan kesepakatan antara perusahaan emiten dan penjamin emisi (*underwriter*), sedangkan harga saham di pasar sekunder (*secondary market*) setelah IPO ditentukan melalui mekanisme pasar, yaitu permintaan dan penawaran (Rosyati, 2002).

Perusahaan yang melakukan IPO harus menerbitkan informasi akuntansi dan informasi non akuntansi melalui prospektur. Informasi dalam prospektus membantu investor untuk membuat keputusan yang rasional mengenai risiko dan nilai saham sesungguhnya yang ditawarkan emiten (Kim et al. 1995 dalam Sulistio, 2005). Investor mengharapkan memperoleh *return* awal. *Return* awal mengindikasikan adanya *underpricing* saham di pasar perdana ketika masuk ke pasar sekunder (De Lorenzo dan Fabrizio, 2001).

Penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *return* awal pada perusahaan IPO telah banyak dilakukan, diantaranya penelitian yang dilakukan oleh Beatty (1989); Kim et al. (1995); Daljono (2000); Nasirwan (2000); De Lorenzo dan Fabrizio (2001); Durukan (2002); Rosyati dan Sabeni (2002); Ardiansyah (2004); Sullatio (2005); Yolana & Martani(2005); Triani dan Nikmah (2006), dan Risman

(2008). Berbagai penelitian tersebut, hasilnya menunjukkan adanya ketidakkonsistenan faktor-faktor yang mempengaruhi *return* awal

Penelitian Beatty (1989), hasilnya menunjukkan bahwa reputasi auditor, reputasi *underwriter*, umur perusahaan, dan tipe kontrak penjamin emisi berasosiasi negatif dengan *return* awal. Penelitian Beatty tersebut didukung oleh penelitian Durukan (2002) dan Rosyati & Sabeni (2002). Sedangkan penelitian Nasirwan (2000) membuktikan bahwa umur perusahaan tidak berpengaruh terhadap *return* awal dan *return* 15 hari setelah IPO. Hasil ini konsisten pula dengan penelitian Daljono (2000) dan Triani & Nikmah (2006) yang menyatakan bahwa umur perusahaan tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Penelitian Rosyati dan Sabeni (2002) semakin memperkuat hasil penelitian Nasirwan dan Daljono dengan memberikan bukti adanya hubungan antara reputasi *underwriter* dan umur perusahaan dengan *underpricing* yang diukur dari besarnya *return* awal. Sedangkan Ardiansyah (2004), Yolana & Martani (2005), Sulistio (2005) dan Triani & Nikmah (2006) menyimpulkan bahwa reputasi *underwriter* tidak berpengaruh terhadap *return* awal. Penelitian Sulistio (2005) menyimpulkan bahwa variabel tingkat *leverage* dan persentase pemegang saham lama berpengaruh signifikan secara statistik terhadap *return* awal. Sedangkan Daljono (2000) dan Triani & Nikmah (2006) menunjukkan bahwa persentase penawaran saham tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Durukan (2002), Triani & Nikmah (2006) dan Yolana & Martani (2005) menunjukkan bahwa besaran perusahaan berpengaruh terhadap *return* awal dan kinerja perusahaan satu tahun setelah IPO. Nasirwan (2000), Ardiansyah (2000), dan Sulistio (2005), hasil penelitiannya membuktikan bahwa variabel besaran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *return* awal. Risman (2008), penelitiannya menunjukkan bahwa *Earning Per Share* (EPS), dan reputasi *underwriter* berpengaruh terhadap *return* awal, sedangkan variabel *return on asset* (ROA), tingkat *leverage*, umur perusahaan, proporsi kepemilikan, dan reputasi auditor tidak berpengaruh terhadap *return* awal.

Ketidakkonsistenan hasil penelitian terdahulu, merupakan hal yang menarik untuk dilakukan penelitian ulang tentang *return* awal dan faktor-faktor yang mempengaruhinya pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia. Apakah faktor-faktor besaran perusahaan (*size*), *Earnings Per Share* (EPS), *Return on Asset* (ROA), tingkat *leverage*, umur perusahaan, proporsi kepemilikan yang ditahan pemegang saham lama, reputasi auditor dan reputasi *underwriter* berpengaruh terhadap *return* awal.

## 2. KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### 2.1 Besaran Perusahaan dan *Return* Awal

Kemudahan memperoleh informasi akuntansi akan meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi faktor ketidakpastian sehingga risiko *underpricing* lebih kecil dan ekspektasi *return* awal lebih rendah (De Lorenzo dan Fabrizio, 2001). Ardiansyah (2004) menyatakan bahwa tingkat ketidakpastian yang dihadapi calon investor mengenai masa depan emiten dapat diperkecil apabila informasi yang diperolehnya banyak. Penelitian Banz (1981) dalam Corhay (2002) mengungkapkan kecenderungan perusahaan berukuran kecil mengalami *abnormal return* yang besar dibandingkan dengan perusahaan besar (Sulistio, 2005). Penelitian Triani dan Nikmah (2006) menunjukkan bahwa besaran perusahaan berpengaruh positif terhadap *return* awal dan kinerja perusahaan satu tahun setelah IPO. Besaran perusahaan (*Size*) berkaitan dengan jumlah informasi yang diterima oleh calon investor. Semakin besar ukuran perusahaan, maka akan semakin dikenal dan semakin mudah bagi calon investor untuk memperoleh informasi mengenai perusahaan tersebut. Jumlah informasi yang dapat diakses mengenai

perusahaan, dapat meningkatkan nilai perusahaan, mengurangi tingkat ketidakpastian dan meminimalkan tingkat resiko sehingga akan meningkatkan *return* awal (Durukan, 2002). Hipotesis yang dirumuskan adalah:

H<sub>1</sub> : Besaran perusahaan berpengaruh terhadap *return* awal

### 2.2 Earnings Per Share (EPS) dan Return Awal

Informasi mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan dapat membantu investor untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas yang baik di masa mendatang (Aggarwal et al., 2001). EPS merupakan *proxy* bagi laba per saham perusahaan yang diharapkan dapat memberikan gambaran bagi investor mengenai bagian keuntungan yang dapat diperoleh dalam suatu periode tertentu dengan memiliki saham. Investor yang membeli saham berarti membeli prospek perusahaan, yang tercermin pada laba per saham atau EPS. Jika EPS lebih tinggi, maka prospek perusahaan lebih baik. Sementara jika EPS lebih rendah berarti kurang baik, dan jika EPS negatif berarti tidak baik (Sulistio, 2005). EPS berhubungan dengan risiko dan *performance* perusahaan. Semakin mapan perusahaan, semakin tinggi EPS yang dimilikinya dengan demikian semakin rendah kemungkinan terjadinya *underpricing* (Sulistio, 2005). Dengan demikian nilai EPS yang tinggi akan menurunkan risiko investor sehingga permintaan saham akan meningkat yang pada akhirnya meningkatkan *return* awal. Dalam penelitian Ardiansyah (2004) menunjukkan bahwa EPS berpengaruh signifikan terhadap *return* awal. Hipotesis yang dikembangkan adalah:

H<sub>2</sub> : EPS berpengaruh terhadap *return* awal

### 2.3 Return on Asset (ROA) dan Return Awal

ROA yang dihasilkan perusahaan akan menentukan hasil investasi saham di kemudian hari, semakin besar ROA yang dihasilkan maka harga sahamnya semakin tinggi dan *underprice*-nya cenderung rendah (Daljono, 2000). Semakin tinggi ROA maka menunjukkan semakin efektif perusahaan tersebut, karena besarnya ROA dipengaruhi oleh besarnya laba yang dihasilkan perusahaan. Semakin besar ROA berarti kembalikan semakin besar (Nurhidayati, 1998). Profitabilitas perusahaan yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba di masa yang akan datang dan laba merupakan informasi penting bagi investor sebagai pertimbangan dalam menanamkan modalnya. Kim et al (1995) menyatakan bahwa profitabilitas yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian bagi investor dan akan menurunkan tingkat *underpricing*. Hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>3</sub> : ROA berpengaruh terhadap *return* awal

### 2.4 Tingkat Leverage dan Return Awal

Kinerja perusahaan akan menjadi dasar dan sekaligus titik awal penilaian investor (Sulistio, 2005). Rasio *leverage* digunakan untuk menilai efektivitas perusahaan dalam menggunakan dana yang dipinjamkan. Weston dan Thomas (1991) menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat *leverage*, semakin berat beban keuangan yang dihadapi perusahaan, ini berarti semakin tinggi risiko yang dihadapi oleh perusahaan. Semakin tinggi tingkat risiko perusahaan berarti semakin tinggi pula tingkat ketidakpastian akan kelangsungan hidup perusahaan sehingga akan berpengaruh terhadap permintaan saham (Aggarwal et al., 2001). Daljono (2000) menyimpulkan bahwa tingkat *leverage* berpengaruh terhadap *return* awal. Hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>4</sub> : Tingkat *leverage* berpengaruh terhadap *return* awal

### 2.5 Umur Perusahaan dan *Return Awal*

Derrien al., (2005) dan Ardiansyah (2004) menyimpulkan bahwa umur perusahaan merupakan salah satu hal yang dipertimbangkan investor dalam menanamkan modalnya. Perusahaan yang telah beroperasi lebih lama mempunyai kemungkinan lebih besar dalam menyediakan informasi perusahaan yang lebih banyak dan luas daripada perusahaan yang baru saja berdiri (Beatty, 1989). Penelitian yang dilakukan Beatty (1989) menyatakan bahwa umur perusahaan mempunyai hubungan negatif dengan *return awal*. Demikian pula dengan penelitian Durukan (2002) dan Rosyati & Sabeni (2002) bahwa umur perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *return awal*. Hipotesis yang dapat dilakukan adalah sebagai berikut:

$H_5$  : Umur perusahaan berpengaruh terhadap *return awal*

### 2.6 Proporsi Kepemilikan Pemegang Saham Lama dan *Return Awal*

Persentase kepemilikan saham oleh pemegang saham lama merupakan salah satu yang harus dipertimbangkan ketika perusahaan memutuskan untuk melakukan IPO (Sullstio, 2005). Pemilik saham lama akan mendukung keputusan IPO bila mereka yakin bahwa saham perusahaan akan terjual pada harga yang cukup menguntungkan sehingga dapat mengumpulkan dana yang signifikan bagi pembiayaan perusahaan. Aggarwal et al. (2001) membuktikan bahwa *underpricing* berasosiasi positif dengan semakin rendahnya jumlah saham yang diterbitkan dan semakin tinggi tingkat kepemilikan pemegang saham lama. Proporsi kepemilikan saham yang ditahan oleh pemilik saham lama menggambarkan tingkat kepercayaan manajemen dan pemegang saham lama akan keberhasilan IPO (Shen and Wei, 2007). Hipotesis yang dikembangkan adalah:

$H_6$  : Proporsi kepemilikan pemegang saham lama berpengaruh terhadap *return awal*

### 2.7 Reputasi Auditor dan *Return Awal*

Inti dari laporan audit adalah pendapat atau opini audit. *Advisor* dari auditor dan *underwriter* yang mempunyai reputasi tinggi dapat digunakan sebagai tanda atau petunjuk terhadap kualitas emiten (Holland dan Horton, 1993 dalam Daljono 2000). Beatty (1989) mengungkapkan bahwa kualitas auditor merupakan salah satu pengurang terhadap ketidakpastian. Perusahaan yang akan melakukan IPO akan memilih Kantor Akuntan Publik (KAP) yang memiliki reputasi yang baik. *Investment banker* (*underwriter*) yang memiliki reputasi tinggi akan menggunakan auditor yang mempunyai reputasi baik pula (Balves et al, 1988 dalam Sullstio, 2005). Reputasi auditor berpengaruh pada kredibilitas laporan keuangan ketika suatu perusahaan *go public*. (Ardiansyah, 2004). Pengorbanan emiten untuk memakai auditor yang berkualitas akan diinterpretasikan oleh investor, bahwa emiten mempunyai informasi yang tidak menyenangkan mengenai prospeknya di masa mendatang (Beatty, 1989). Hal ini berarti auditor yang memiliki reputasi tinggi akan mengurangi ketidakpastian di masa mendatang sehingga mempengaruhi permintaan saham di pasar sekunder yang pada akhirnya berpengaruh terhadap *return awal*. Hipotesis yang dirumuskan adalah sebagai berikut:

$H_7$  : Reputasi auditor berpengaruh terhadap *return awal*

### 2.8 Reputasi *Underwriter* dan *Return Awal*

Tingkat kesuksesan emisi efek suatu perusahaan sangat tergantung pada kemampuan dan pengalaman *underwriter* (Kertonogoro, 1995). *Underwriter* yang berpengalaman dan bereputasi baik akan dapat mengorganisir IPO secara profesional dan memberikan pelayanan yang lebih baik kepada investor

(Ritter, 1984 dalam Kenourgios, 2007). Rosyati dan Sabeni (2002) mengungkapkan bahwa penggunaan *underwriter* yang bereputasi merupakan salah satu indikator kemapanan dan keseriusan perusahaan kepada investornya. Carter dan Manaster (1990) menyatakan bahwa *underwriter* yang berkualitas tinggi akan menurunkan risiko perusahaan IPO kepada investor, sehingga dapat mengurangi *underpricing* (Durukan, 2002). Logue (2002) menyatakan bahwa *underwriter* merupakan pihak yang mengetahui atau memiliki banyak informasi pasar modal, sedangkan emiten merupakan pihak yang tidak mengetahui pasar modal (De Lorenzo dan Fabrizio, 2001). *Underwriter* yang bereputasi tinggi lebih berpengalaman dan lebih profesional dalam menangani IPO perusahaan, sehingga berani memberikan harga yang tinggi pula sebagai konsekuensi dari kualitas penjaminannya (Beatty, 1989). Pemilihan *underwriter* yang berkualitas juga akan memberikan keyakinan lebih bagi investor akan keberhasilan IPO perusahaan sehingga mempengaruhi *return* awal. Hipotesis yang dikembangkan adalah:

H<sub>1</sub> : Reputasi *underwriter* berpengaruh terhadap *return* awal

### 3. METODE PENELITIAN

#### 3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *return* awal. *Return* awal diukur dengan *mean-adjusted model*, yakni selisih antara harga saham pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder dengan harga penawaran saham pada saat IPO, dibagi dengan harga penawaran saat IPO.

Variabel independen dalam penelitian ini meliputi besaran perusahaan (*size*), *Earnings Per Share* (EPS), *Return on Asset* (ROA), tingkat *leverage*, umur perusahaan, proporsi kepemilikan yang ditahan pemegang saham lama, reputasi auditor dan reputasi *underwriter*. Besaran perusahaan merupakan ukuran (*size*) dari perusahaan yang melakukan IPO tahun 2002-2007. Variabel besaran perusahaan diukur berdasarkan total aktiva pada tahun terakhir sebelum perusahaan melaksanakan IPO (Durukan, 2002).

EPS merupakan *proxy* laba per saham perusahaan yang diharapkan dapat memberikan gambaran bagi investor mengenai bagian keuntungan yang dapat diperoleh dalam suatu periode tertentu dengan memiliki saham. EPS diukur berdasarkan rasio antara laba bersih perusahaan pada tahun terakhir sebelum IPO dengan jumlah rata-rata saham biasa yang beredar saat itu (Ardiansyah, 2004).

ROA merupakan ukuran profitabilitas perusahaan, yaitu ukuran yang menunjukkan seberapa efektifnya perusahaan beroperasi sehingga menghasilkan keuntungan atau laba bagi perusahaan. ROA diukur berdasarkan rasio antara laba bersih terhadap total aktiva rata-rata (Weston & Thomas, 1991).

Tingkat *leverage* merupakan ukuran yang digunakan untuk menilai efektivitas perusahaan dalam menggunakan dana yang dipinjamkan. Tingkat *leverage* diukur berdasarkan perbandingan antara total hutang dengan total aktiva pada tahun terakhir sebelum perusahaan melakukan IPO (Sulistio, 2005).

Umur perusahaan adalah lamanya perusahaan berdiri. Variabel ini diukur berdasarkan pengalaman perusahaan, dengan asumsi perusahaan yang lebih tua dianggap sebagai tempat investasi yang berisiko lebih kecil. Umur perusahaan diukur mulai perusahaan didirikan berdasarkan akte sampai perusahaan melakukan IPO (Beatty, 1989).

Proporsi kepemilikan pemegang saham lama adalah besarnya kepemilikan saham pada perusahaan yang melakukan IPO tahun 2002-2007. Proporsi kepemilikan pemegang saham lama diukur berdasarkan persentase saham yang dipertahankan oleh pemegang saham lama pada saat IPO (Sulistio, 2005).

Reputasi auditor adalah nama baik auditor di mata para investor dalam mengaudit laporan keuangan perusahaan yang melakukan IPO tahun 2002-2007. Variabel reputasi auditor diukur berdasarkan banyaknya

auditor mengaudit laporan keuangan perusahaan yang melakukan IPO pada sampel yang ada (Hidayati dan Indriantoro, 1998). Auditor yang mempunyai banyak klien *go public* berarti auditor tersebut mendapat kepercayaan yang lebih besar dari klien untuk membawa nilai perusahaan ke pasar modal.

Reputasi *underwriter* adalah nama baik penjamin emisi di mata para investor dalam melakukan penjaminan emisi di bursa efek pada perusahaan yang melakukan IPO. Variabel reputasi *underwriter* diukur berdasarkan banyaknya *underwriter* memberikan jasa jaminan emisi pada sampel yang ada. How (1995) menunjukkan bahwa semakin sering *underwriter* dalam melakukan penjaminan emisi saham maka semakin berpengalaman dalam menentukan harga perdana pada perusahaan IPO (Rosyati & Sabeni, 2002).

### 3.2 Populasi dan Penentuan Sampel

Populasi adalah perusahaan yang melakukan IPO pada Bursa Efek Indonesia dari tahun 2002–2007. *Sampling* menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria sampel dalam penelitian ini adalah: (1) Perusahaan yang baru *listing* di BEJ tahun 2002-2007 di luar dari sektor perbankan dan lembaga keuangan sejenis; (2) Perusahaan harus sudah *listing* pada awal periode pengamatan dan tidak *delisting* sampai dengan akhir periode pengamatan; (3) Perusahaan yang mengalami *underpricing* di hari pertama perdagangan di pasar sekunder. Berdasarkan *purposive sampling*, diperoleh sampel 63 perusahaan.

### 3.3 Analisis Data dan Pengujian Hipotesis

Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan yang *go public* yang diperoleh dari prospektus dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) 2002-2007. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda yang digunakan untuk menguji pengaruh variabel besaran perusahaan (*size*), *Earnings Per Share* (EPS), *Return on Asset* (ROA), tingkat *leverage*, umur perusahaan, proporsi kepemilikan yang ditahan pemegang saham lama, reputasi auditor dan reputasi *underwriter* terhadap variabel *return* awal. Sebelum analisis regresi, dilakukan pengujian asumsi klasik agar hasil analisis regresi memenuhi kriteria BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Model analisis regresi berganda yang dibuat adalah sebagai berikut:

$$IR = \alpha + \beta_1 SIZE + \beta_2 EPS + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \beta_5 AGE + \beta_6 PPS + \beta_7 AUD + \beta_8 UND + \varepsilon$$

#### Catatan :

IR	= Inisial Return
$\alpha$	= Konstanta
$\beta_{1-8}$	= Koefisien Regresi
SIZE	= Besaran Perusahaan
EPS	= <i>Earnings Per Share</i>
ROA	= <i>Return On Asset</i>
LEV	= Tingkat <i>Leverage</i>
AGE	= Umur Perusahaan
PPS	= Proporsi Kepemilikan Pemegang Saham Lama
AUD	= Reputasi Auditor
UND	= Reputasi <i>Underwriter</i>
$\varepsilon$	= Residual

## 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

### 4.1 Statistik Deskriptif

Berdasarkan hasil statistik deskriptif, diketahui bahwa nilai *return* awal (IR) minimum dalam penelitian ini sebesar 0,021 atau 2,1 persen, sedangkan IR maksimum sebesar 4,81 atau 481 persen. Rata-rata (*mean*) IR sebesar 0,6592 atau 65,92 persen. Nilai besaran perusahaan (SIZE) perusahaan sampel berkisar antara minimum 20.072 juta dan maksimum 96.825.034 juta dengan nilai rata-rata sebesar 5.056.894,31 juta. Nilai EPS perusahaan sampel berkisar antara minimum -32 dan maksimum 170, dengan rata-rata sebesar 23,77. Nilai ROA perusahaan sampel berkisar antara minimum -0,30 atau -30 persen dan maksimum 0,402 atau 40,2 persen dengan rata-rata sebesar 0,0540 atau 5,40 persen. Sementara nilai *leverage* (LEV) perusahaan sampel berkisar antara minimum 0,013 dan maksimum 0,841 dengan rata-rata 0,3424. Umur perusahaan (AGE) memiliki nilai rata-rata 15,88 tahun, dengan nilai terendah yaitu 2,5 tahun dan nilai tertinggi 144 tahun. Nilai proporsi kepemilikan pemegang saham lama (PPS) perusahaan sampel berkisar antara minimum 0,53 atau 53 persen dan maksimum 0,99 atau 99 persen dengan rata-rata sebesar 0,7654 atau 76,54 persen. Untuk nilai auditor (AUD) perusahaan sampel berkisar antara minimum 1 dan maksimum 13 dengan rata-rata sebesar 5,83. Sedangkan *underwriter* (UND) memiliki nilai rata-rata 2,95, dengan nilai terendah 1 dan nilai tertinggi 7. Secara ringkas deskriptif variabel dapat dilihat pada Tabel 4-1, berikut.

Tabel 4-1  
Hasil Statistik Deskriptif

Variable	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
IR	63	,021	4,81	,6592	,82545
SIZE	63	20072	96825034	5056894,31	18222242,550
EPS	63	-31,00	170,00	23,7700	39,58015
ROA	63	-,30	,402	,0540	,09138
LEV	63	,013	,841	,3424	,21142
AGE	63	2,5	144	15,88	20,239
PPS	63	,523	,99	,7654	,11869
AUD	63	1	13	5,83	4,764
UND	63	1	7	2,95	1,878
Valid N (listwise)	63				

Sumber: Data sekunder, diolah.

### 4.2 Pengujian Asumsi Klasik

Berdasarkan hasil pengujian asumsi klasik, baik uji heteroskedastisitas, uji multikolinearitas, dan uji autokorelasi hasilnya menunjukkan bahwa semua variabel memenuhi asumsi klasik, kecuali uji normalitas data. Hasil uji normalitas data hasilnya menunjukkan hanya variabel LEV dan PPS berdistribusi normal karena memiliki nilai probabilitas signifikan di atas 0,05. Sedangkan variabel SIZE, EPS, ROA, AGE, AUD, dan UND tidak berdistribusi normal karena memiliki nilai probabilitas signifikan di bawah 0,05. Agar semua variabel berdistribusi normal, maka dilakukan transformasi data ke dalam bentuk logaritma natural (LN). Dari hasil uji Kolmogorov-Smirnov transformasi data terlihat hasilnya menunjukkan bahwa semua variabel sudah terdistribusi normal karena memiliki nilai signifikan di atas 0,05.

### 4.3 Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Hipotesis penelitian ini diuji dengan menggunakan analisis regresi linier berganda. Hasil uji analisis berganda dapat dilihat pada Tabel 4-2. Berdasarkan Tabel 4-2, menunjukkan bahwa terdapat tiga variabel yang signifikan mempengaruhi *return* awal, yaitu; besaran perusahaan dengan nilai signifikansi sebesar 0,000, *EPS* dengan nilai signifikansi sebesar 0,000, dan reputasi *underwriter* dengan nilai signifikansi sebesar 0,012. Empat variabel independen lainnya tidak berpengaruh terhadap *return* awal, yaitu ROA dengan nilai signifikansi sebesar 0,175, *leverage* (*lev*) dengan nilai signifikansi sebesar 0,077, umur perusahaan (*age*) dengan nilai signifikansi sebesar 0,941, dan proporsi kepemilikan pemegang saham lama (*PPS*) dengan nilai signifikansi sebesar 0,648.

Tabel 4-2  
Uji t LNIR dan Variabel Independen

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	8,469	2,175		4,230	,000
	LNSIZE	-,329	,075	-,475	-4,323	,000
	LNEPS	-,487	,183	-,482	-2,682	,012
	LNROA	,243	,181	,219	1,339	,175
	LNLEV	-,366	,217	-,227	-1,619	,077
	LNAGE	-,013	,189	-,008	-,063	,941
	LNPPS	,434	,947	,041	,463	,648
	LNAUD	,077	,158	,067	,591	,557
	LNUND	-,473	,231	,237	2,152	,048

a Dependent Variable: LNIR

Tabel 4-2, menunjukkan bahwa hipotesis pertama besaran perusahaan berpengaruh terhadap *return* awal diterima dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000. Penerimaan hipotesis pertama menunjukkan bahwa variabel besaran perusahaan berpengaruh terhadap *return* awal. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar perusahaan, maka semakin dikenal publik sehingga informasi tersedia banyak mengenai perusahaan tersebut. Selain itu, investor menganggap bahwa informasi total aktiva yang tercantum dalam prospektus dapat dipergunakan untuk menambah penghasilan emiten dan mampu menutupi kewajibannya. Akibatnya tingkat ketidakpastian yang dihadapi investor mengenai masa depan perusahaan akan menurun. Kondisi ini akan menurunkan *return* awal. Oleh karena itu investor menggunakan informasi total aktiva dalam prospektus sebagai dasar untuk pengambilan keputusan investasi di pasar modal. Hasil uji hipotesis pertama konsisten dengan penelitian Durukan (2002), Gumanti (2003), Yolana & Martani (2005), Triani & Nikmah (2006), dan Risman (2008) dimana besaran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap *return* awal. Akan tetapi hasil ini tidak mendukung penelitian Nurhidayati & Indriantoro (1998), Nasirwan (2000), Ghazali & Mansur (2002), Ardiansyah (2004), dan Sulistio (2005) yang menyatakan bahwa besaran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *return* awal.

Hipotesis kedua, EPS berpengaruh terhadap *return* awal. Berdasarkan Tabel 4-2 menunjukkan bahwa hipotesis kedua diterima dengan tingkat signifikansi sebesar 0,012. Penerimaan hipotesis kedua menunjukkan bahwa variabel EPS berpengaruh terhadap *return* awal. Hal ini menunjukkan bahwa informasi EPS yang merupakan *proxy* bagi laba per saham perusahaan sangat diperhatikan investor. Informasi EPS digunakan untuk mendapatkan gambaran mengenai bagian keuntungan yang dapat diperoleh dalam suatu periode tertentu dengan memiliki suatu saham. Besaran EPS mengurangi ketidakpastian sehingga menurunkan *return* awal. Hasil uji hipotesis kedua konsisten dengan penelitian Ardiansyah (2004), dan Risman (2008) yang menyatakan bahwa EPS berpengaruh terhadap *return* awal. Akan tetapi hasil ini tidak mendukung penelitian Sulistio (2005) mengenai variabel EPS tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* awal.

Hipotesis ketiga, ROA berpengaruh terhadap *return* awal. Berdasarkan Tabel 4-2 menunjukkan bahwa hipotesis ketiga ditolak dengan tingkat signifikansi sebesar 0,175. Penolakan hipotesis ketiga menunjukkan bahwa variabel ROA tidak berpengaruh terhadap *return* awal. ROA tidak berpengaruh terhadap *return* awal terjadi karena investor beranggapan bahwa perusahaan yang akan melakukan IPO melakukan manajemen laba untuk menunjukkan kinerja yang baik, sehingga ROA yang ada pada prospektus dianggap tidak menggambarkan profitabilitas yang sesungguhnya dari perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa informasi ROA yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dalam prospektus perusahaan IPO tidak diperhatikan oleh investor dalam berinvestasi di pasar modal. Kemungkinan investor lebih memperhatikan informasi ROA perusahaan dari beberapa tahun sebelum perusahaan tersebut melakukan IPO. Penolakan hipotesis ketiga, konsisten dengan penelitian Daljono (2000), Ardiansyah (2004), dan Risman (2008) yang menyatakan bahwa ROA tidak berpengaruh terhadap *return* awal. Hasil uji hipotesis ketiga, tidak konsisten dengan hasil penelitian Ghozali & Mansur (2002) dimana variabel ROA berpengaruh signifikan terhadap *return* awal.

Hipotesis keempat, tingkat *leverage* berpengaruh terhadap *return* awal. Berdasarkan Tabel 4-2 menunjukkan bahwa hipotesis ketiga ditolak dengan tingkat signifikansi sebesar 0,077. Penolakan hipotesis keempat menunjukkan bahwa variabel tingkat *leverage* tidak berpengaruh terhadap *return* awal. Hasil uji hipotesis keempat konsisten dengan penelitian Ardiansyah (2004), dan Risman (2008) yang menyatakan bahwa tingkat *leverage* tidak berpengaruh terhadap *return* awal. Akan tetapi hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Daljono (2000) dan Sulistio (2005), di mana variabel tingkat *leverage* berpengaruh signifikan terhadap *return* awal.

Hipotesis kelima, umur perusahaan berpengaruh terhadap *return* awal. Berdasarkan Tabel 4-2, menunjukkan bahwa hipotesis kelima ditolak dengan tingkat signifikansi 0,941. Penolakan hipotesis kelima menunjukkan bahwa variabel umur perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* awal. Hal ini mengindikasikan bahwa bagi para investor, umur perusahaan tidak dapat dijadikan patokan dalam melihat kualitas perusahaan, karena belum tentu perusahaan yang berumur lebih tua mempunyai kinerja atau prospek yang lebih baik dibanding dengan perusahaan yang baru berdiri. Oleh karena itu umur perusahaan dalam prospektus tidak diperhatikan investor dalam berinvestasi di pasar modal. Hasil uji hipotesis kelima konsisten dengan Nasirwan (2000), Daljono (2000), Ardiansyah (2004), dan Risman (2008) yang penelitiannya membuktikan bahwa variabel umur perusahaan tidak berpengaruh terhadap *return* awal. Akan tetapi hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Beatty (1989) dan Rosyati & Sabeni (2002) yang menyatakan bahwa umur perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *return* awal.

Hipotesis keenam, proporsi kepemilikan pemegang saham lama (LNPPS) berpengaruh terhadap *return* awal. Berdasarkan Tabel 4-2, menunjukkan bahwa hipotesis keenam ditolak dengan tingkat

signifikansi 0,648. Penolakan hipotesis keenam menggambarkan bahwa variabel proporsi kepemilikan pemegang saham lama tidak berpengaruh terhadap *return* awal. Tidak berpengaruhnya variabel LNPPS disebabkan para pemegang saham lama yang telah menahan sahamnya tidak mempengaruhi banyaknya informasi yang dipublikasikan sehingga tidak berpengaruh terhadap keputusan investor untuk membeli atau tidak saham emiten. Dengan demikian calon investor juga tidak perlu mengeluarkan biaya untuk mendapatkan informasi dari emiten. Hal ini menunjukkan bahwa investor kurang memperhatikan informasi proporsi kepemilikan pemegang saham lama saat akan melakukan investasi pada perusahaan IPO. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Daljono (2000), Ardiansyah (2004), dan Risman (2008) yang hasil penelitiannya menunjukkan bahwa variabel proporsi kepemilikan pemegang saham lama tidak berpengaruh terhadap *return* awal. Akan tetapi hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Sulistio (2005) yang menyatakan bahwa proporsi kepemilikan pemegang saham lama berpengaruh signifikan terhadap *return* awal.

Hipotesis ketujuh, reputasi auditor berpengaruh terhadap *return* awal. Berdasarkan Tabel 4-2, menunjukkan bahwa hipotesis ketujuh ditolak dengan tingkat signifikansi 0,557. Penolakan hipotesis ini menggambarkan bahwa variabel reputasi auditor tidak berpengaruh terhadap *return* awal. Tidak berpengaruhnya variabel reputasi auditor disebabkan oleh rendahnya kepercayaan investor terhadap hasil laporan auditor. Hal ini menunjukkan bahwa laporan keuangan yang diaudit oleh auditor yang bereputasi baik belum dapat untuk dipercaya oleh investor dalam pengambilan keputusan berinvestasi di pasar modal. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Daljono (2000), Nasirwan (2000), Rosyati & Sabeni (2002), Ardiansyah (2004), Sulistio (2005), Triani & Nikmah (2006), dan Risman (2008) yang menyatakan bahwa reputasi auditor tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* awal. Penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Beatty (1989) dimana reputasi auditor berpengaruh signifikan terhadap *initial return*.

Hipotesis kedelapan, reputasi *underwriter* berpengaruh terhadap *return* awal. Berdasarkan Tabel 4-2, menunjukkan bahwa hipotesis kedelapan dengan tingkat signifikansi 0,048. Penerimaan hipotesis ini menggambarkan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh terhadap *return* awal. Hal ini mengindikasikan bahwa *underwriter* yang berkualitas dan berpengalaman akan cenderung berani menetapkan harga perdana yang tinggi sebagai bagian dari penjaminan emisi yang dilakukannya serta akan menjaga nilai saham yang dijaminnya agar tidak jatuh pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder. Dengan demikian berarti investor memperhatikan reputasi *underwriter* dalam berinvestasi di pasar modal. Hasil pengujian hipotesis kedelapan konsisten dengan penelitian Beatty (1989), Carter & Dark (1993), Daljono (2000), Nasirwan (2000), Rosyati & Sabeni (2002), dan Risman (2008), dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh terhadap *return* awal. Hasil uji hipotesis kedelapan tidak konsisten dengan penelitian Sulistio (2005), Yolana & Martani (2005), dan Triani & Nikmah (2006) mengenai reputasi *underwriter* tidak berpengaruh terhadap *return* awal.

Berdasarkan hasil uji F-Test sebagaimana tergambar pada Tabel 4-3, menunjukkan bahwa nilai F sebesar 7,614 dengan tingkat signifikansi 0,000.

**Tabel 4-3**  
**Uji F LNIR dan Variabel Independen**  
**ANOVA(b)**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	54,942	8	6,857	7,614	,000(a)
	Residual	37,033	49	,913		
	Total	91,956	57			

a. Predictors: (Constant), LNUND, LNEPS, LNSIZE, LNPPS, LNAUD, LNLEV, LNROA

b. Dependent Variable: LNIR

Hasil output statistik tersebut, menunjukkan bahwa variabel SIZE, EPS, ROA, tingkat *leverage*, umur perusahaan, proporsi kepemilikan pemegang saham lama, reputasi auditor, dan reputasi *underwriter* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *return* awal saham.

Sesuai dengan hasil regresi *return* awal dapat diketahui nilai koefisien determinasi dapat digambarkan pada Tabel 4-4. Berdasarkan Tabel 4-4, menunjukkan bahwa koefisien determinasi sebesar 0,518. Nilai sebesar 0,518 mengindikasikan bahwa variabel-variabel independen dalam penelitian ini cukup

**Tabel 4-4**  
**Nilai Koefisien Determinasi LNIR**

**Model Summary(b)**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,774(a)	,596	,518	,95025	2,072

a. Predictors: (Constant), LNUND, LNEPS, LNSIZE, LNPPS, LNAUD, LNLEV, LNROA

b. Dependent Variable: LNIR

baik untuk memprediksi *return* awal, yaitu sebesar 51,8 %. Besarnya koefisien determinasi mengindikasikan adanya variabel-variabel independen lain yang mempengaruhi *return* awal yang tidak masuk dalam model penelitian ini.

## 5. KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini menguji *return* awal dan faktor yang mempengaruhinya pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia. Periode pengamatan 2002-2007, populasi adalah emiten diluar perusahaan perbankan dan lembaga keuangan, dengan *purposive sampling* diperoleh sampel penelitian sebanyak 63 perusahaan. Pengujian hipotesis dengan regresi linier berganda, diperoleh hasil bahwa: Variabel besaran perusahaan, *Earnings Per Share* (EPS), dan reputasi *underwriter* berpengaruh terhadap

*return* awal pada tingkat signifikansi 5 persen. Hal ini menunjukkan bahwa informasi besaran perusahaan, EPS, dan reputasi *underwriter* memberikan keyakinan kepada investor dalam pengambilan keputusan investasi pada perusahaan IPO. Sedangkan variabel *Return on Asset* (ROA), tingkat *leverage*, umur perusahaan, proporsi kepemilikan pemegang saham lama, dan reputasi auditor tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap *return* awal. Hasil analisis regresi secara simultan menunjukkan bahwa nilai F-Test hitung menunjukkan sebesar 7,614 dengan tingkat signifikansi 0,000. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel besaran perusahaan, EPS, ROA, tingkat *leverage*, umur perusahaan, proporsi kepemilikan pemegang saham lama, reputasi auditor, dan reputasi *underwriter* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *return* awal saham.

## 5.2 Saran

Nilai koefisien determinasi regresi dalam penelitian ini menunjukkan nilai sebesar 0,519 yang berarti bahwa seluruh variabel independen dalam penelitian ini hanya mampu mempengaruhi *return* awal sebesar 51,8 persen dan sisanya 48,2 persen dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model ini. Oleh karena itu untuk penelitian selanjutnya dapat melakukan penelitian ulang dengan variabel dan objek yang sama dengan tahun yang berbeda, atau dengan variabel kinerja keuangan yang berbeda, seperti; PER, CR, PBV atau dengan menambahkan variabel makro, seperti; inflasi, kondisi pasar, nilai rata-rata kurs dan sebagainya.

## Daftar Pustaka

- Aggarwal, Rajesh K., Laurie Krigman, dan Kent L. Womack, 2001, "Stategic IPO Underpricing, Information Momentum, and Lockup Expiration Selling", Available, <http://www.ssrn.com>
- Ardiansyah, Misnen, 2004, "Pengaruh Variabel Keuangan Terhadap Return Awal dan Return 15 Hari setelah IPO serta Moderasi Besaran preusan Terhadap Hubungan Antara Variabel keuangan Dengan Return Awal dan Return 15 Hari Setelah IPO di BEJ", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol 7 No. 2 (Mei) hal. 125-153
- Beatty, Randolph P, 1989, "Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings", *The Accounting Review* Vol. LXIV, No. 4 October, pp.693-709
- Carter, Richard B dan Steven Manaster, 1990, "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", *Journal of Finance* Vol. XLV No. 4. September
- Corhay, Albert, Stanley Teo dan Alireza Tourani Rad, 2002, "The Long Run Performance of Malaysian Initial Public Offerings (IPOs): Value and Growth Effects", *Managerial Finance* Vol. 28 No. 2
- Daljono, 2000, "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Initial Return Saham yang Listing di BEJ Tahun 1990-1997", *Simposium Nasional Akuntansi* 3:556-572
- De Lorenzo, Máximo dan Stefano Fabricio, 2001, "Asymmetric Information and The Role of Underwriter, The Prospectus and The The Analysts in Underpricing of IPO. The Italian Case (\*)", Available, <http://www.ssrn.com>
- Derrien, Francois dan Ambrus Keckes, 2005, "The Initial Public Offering of Listed Firm", Available, <http://www.ssrn.com>.
- Durukan, M. Banu, 2002, "The Relationship Between IPO Return and Factors Influencing IPO Performance: Case of Istanbul Stock Exchange", *Managerial Finance* Vol. 28. No. 2. pp. 18-37
- Ghozali, Imam, 2006, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Semarang, BP Undip
- Jaitley, Shailesh dan Ruchira Sharma, 2004, "Pricing of IPOs and Their Alter Issue Performance in The Indian Equito Market", *Managerial Finance* Vol. 30 No. 1
- Jogiyanto, 1998, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Yogyakarta, BPFE
- Kenourgios, Dimitris F; Spyros Papathanasious dan Emmanouil Rafail Melas, 2007, "Inicial Performance of Greek IPOs, Underwriter's Reputation and Oversubscription", *Managerial Finance* Vol. 33. No. 5. pp. 332-343

- Kertonegoro, Sentanoe, 1995, *Analisis dan Manajemen Investasi*, Jakarta, PT. Widya Press
- Kim, Joeng-Bon, Itzhak Krinsky dan Jason Lee, 1995, "The Role of Financial Variables in The Pricing of Korean's IPO", *Pacific-Business Finance Journal* Vol. 3. Juni
- Logue, Dennis et. Al, 2002, "What Is Special About The Role of Underwriter Reputation and Market Activities in Initial Public Offerings?", *The Journal of Business* Vol. 75 No. 2 pp. 213-243
- Nasirwan, 2001, "Reputasi Penjamin Emisi, Return Awal, Return 15 Hari Sesudah IPO, dan Kinerja Perusahaan Satu Tahun Setelah IPO di BEJ", *Simposium Nasional Akuntansi* 3:573-598
- Nurhidayati, Siti dan Nur Indriantoro, 1998, "Analisis Factor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Underpriced pada Penawaran Perdana di BEJ", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* Vol. 13 No. 1. pp. 21-30
- Risman, Okta, J.K, 2008, "Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Return Awal pada Perusahaan yang Melakukan Initial Public Offering di BEJ (Tahun 2001-2006)". Hasil Penelitian tidak dipublikasikan.
- Rosyati dan Arifin Sebeni, 2002, "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham Pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta (Tahun 1997-2000)", *Simposium Nasional Akuntansi* 5:286-297
- Shen, Yang-Pin and Wei, Peihwang, 2007, "Why do Companies choose to go IPOS? New Results Using Data From Taiwan" *Journal of Economic and Finance*, Vol.31, No.2: 359-367
- 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* 8:87-99
- Triani, Apriliani dan Nikmah, 2006, "Reputasi Penjamin Emisi, Reputasi Auditor, Persentase Penjamin Emisi, Ukuran Perusahaan dan Fenomena Underpricing: Studi Empiris Pada Bursa Efek Jakarta", *Simposium Nasional Akuntansi* 9:1-27
- Weston, J Fred dan Thomas EC, 1991, *Manajemen Keuangan*, Edisi 9, Binarupa Aksara
- Yolana, Chastina dan Dwi Martani, 2005, "Varabel-Variabel yang Mempengaruhi Fenomena Underpricing pada Penawaran Saham Perdana di BEJ Tahun 1994-2001", *Simposium Nasional Akuntansi* 8