

**ANALISIS PENGARUH INFORMASI KEUANGAN DAN
NON KEUANGAN TERHADAP *INITIAL RETURN*
DI BURSA EFEK INDONESIA**
(Studi Kasus Saham Industri *Real Estate* dan *Property*
Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada 1994–2011)

GITANING PRIMASWARI
Magister Manajemen, Universitas Diponegoro

ABSTRACT

Studies on initial return predictability based on financial information and non-financial information found to be inconsistent. The inconsistency is starting point to conduct this study. In this study, financial information and non-financial information such as Current Ratio, Debt to Equity Ratio, Return On Equity, Total Assets Turnover, Company Age, Company Size, and Percentage in Offering will studied its impact toward Initial Return.

Multiple Linier Regression Analysis is used as data analysis technique in this study. Sample has been taken by using purposive sampling method with criterions companies conducted IPO (Initial Public Offerings) during period 1994-2011. By those criterions, 37 companies were obtained as samples.

The finding of this study shows with alpha 0,05 find that Debt to Equity Ratio, Return On Equity, Total Assets Turnover, Company Age, and Percentage in Offering has significant impact toward Initial Return at level of significances as 0,009; 0,039; 0,032; 0,036; 0,019. Meanwhile, Current Ratio and Company Size does not have a significant impact toward Initial Return. Predicted power from seven variables are 49,6%. Result of this research indicate that Debt to Equity Ratio, Return On Equity, Total Assets Turnover, Company Age, and Percentage in Offering used by investor to predict initial return of real estate and property company at period 1994-2011.

Keywords : financial information, non-financial information, initial return

I. PENDAHULUAN

Kehadiran pasar modal saat ini sangat penting bagi perusahaan dan investor. Perusahaan sebagai pihak yang membutuhkan dana dapat menghimpun dana melalui pasar modal dengan menambah jumlah kepemilikan saham melalui penerbitan saham baru atau dengan menerbitkan surat hutang (obligasi). Ada beberapa cara yang dapat dilakukan perusahaan untuk menambah kepemilikan saham, antara lain : menjual saham kepada pemegang saham yang sudah ada, menjual saham kepada karyawan melalui

ESOP (*employee stock ownership plan*), menambah saham melalui *dividend reinvestment plan*, menjual saham langsung kepada investor tunggal secara privat (*private placement*), atau menawarkan saham kepada publik (Hartono, 2000).

Proses penawaran sebagian saham perusahaan kepada masyarakat untuk pertama kali melalui bursa efek disebut *Initial Public Offerings* (IPO). Perusahaan yang melakukan IPO berarti perusahaan tersebut telah *go public*. Namun keputusan untuk melakukan IPO merupakan suatu keputusan yang kompleks karena akan memunculkan adanya kerugian dan biaya baru (Gumanti, 2002; Midiastuti dan Ilyas, 2004), sehingga hal tersebut pastinya akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Kinerja perusahaan dapat dinilai melalui laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan. Berdasarkan laporan tersebut dapat dihitung sejumlah rasio keuangan yang lazim dijadikan dasar penilaian kinerja perusahaan. Manalu (2002) menyatakan bahwa secara keseluruhan rasio-rasio keuangan perbankan yang diukur menjadi lebih baik dan signifikan setelah *go public*.

Kehadiran pasar modal di Indonesia ditandai dengan banyaknya investor yang mulai menanamkan sahamnya dalam industri *real estate* dan *property*. Semakin pesatnya perkembangan sektor ini diikuti dengan semakin tingginya permintaan akan kebutuhan papan, sehingga membuat emiten-emiten *property* membutuhkan dana dari sumber eksternal. Dana dari sumber eksternal dapat diperoleh melalui pasar modal (Husnan, 1998).

Obyek yang digunakan dalam penelitian ini adalah industri *real estate* dan *property* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sektor ini dipilih menjadi obyek penelitian karena sektor ini telah banyak mengalami perkembangan. Hal ini ditandai dengan maraknya pembangunan perumahan, apartemen, perkantoran, dan perhotelan. Di samping itu, perkembangan sektor *property* juga dapat dilihat dari menjamurnya *real estate* di kota-kota besar. Dari perspektif makro ekonomi, industri *property* memiliki cakupan usaha yang amat luas sehingga bergairahnya bisnis *property* pada gilirannya akan berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi dan terbukanya lapangan kerja. *Property* juga menjadi indikator penting kesehatan ekonomi sebuah negara. Sebab, industri ini yang pertama memberi sinyal jatuh atau sedang banggunya perekonomian sebuah negara (Santoso, 2005). Dalam penelitian Pakpahan (2002) menunjukkan bahwa sektor properti merupakan salah satu sektor yang paling tinggi volatilitas *return*-nya. Volatilitas *return* dapat diukur dengan menggunakan deviasi standar dari *return* saham atau beta saham. Semakin tinggi volatilitas *return*-nya, maka saham tersebut semakin berisiko. Dengan memperhatikan hasil penelitian tersebut, sektor *property* merupakan sektor yang paling tinggi volatilitas *return*-nya sehingga menarik untuk diteliti.

Meskipun studi tentang kinerja perusahaan yang melakukan IPO telah banyak dilakukan, namun penelitian ini masih merupakan masalah yang menarik untuk diteliti karena disamping temuannya tidak selalu konsisten, juga kebanyakan penelitian memfokuskan pada informasi non keuangan. Berdasarkan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh

Dodd dan Chen (1996), Trisnawati (1999), Daljono (2000), Tuasikal (2002), Liu Ti (2003), Ardiansyah (2004), Ulupui (2007), dan Irawati (2009) bahwa rasio-rasio keuangan dapat digunakan untuk menjelaskan kekuatan dan kelemahan keuangan perusahaan serta mempunyai kekuatan untuk memprediksi atau *return* saham di pasar modal. Semakin baik kinerja keuangan perusahaan yang tercermin dari rasio-rasionya maka semakin tinggi *return* saham perusahaan.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian-penelitian sebelumnya. Penelitian ini menggunakan informasi keuangan dan non keuangan yaitu rasio likuiditas (*current ratio*), rasio solvabilitas (*debt to equity ratio*), rasio probabilitas (*return on equity*), rasio aktivitas (*total assets turnover*), umur perusahaan, besaran perusahaan, dan prosentase penawaran saham sebagai variabel independen yang diduga mempengaruhi variabel dependen yang berupa *initial return*. Variabel-variabel independen tersebut diambil karena dari berbagai penelitian terdahulu terdapat ketidakkonsistenan hasil penelitian (*research gap*), baik yang dilakukan di Indonesia maupun di luar negeri, sehingga masih perlu dilakukan penelitian kembali terhadap variabel-variabel tersebut.

Pada variabel *current ratio* (CR), hasil penelitian Tuasikal (2002) menyatakan bahwa informasi akuntansi dalam bentuk CR pada perusahaan manufaktur lebih dapat memprediksi *return* saham dibandingkan pada perusahaan non manufaktur. Sedangkan penelitian Ardiansyah (2004) menemukan bahwa CR tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Penelitian Daljono (2000) menyatakan bahwa *debt to equity ratio* (DER) mempengaruhi *initial return*. Sementara hasil penelitian Trisnawati (1999) menyatakan bahwa variabel DER tidak mempengaruhi *initial return*. Penelitian oleh Dodd dan Chen (1996) menunjukkan bahwa variabel *return on equity* (ROE) berpengaruh terhadap *initial return* saham. Sedangkan hasil berbeda ditunjukkan oleh Liu Ti (2003) yang menunjukkan bahwa ROE tidak berpengaruh terhadap *initial return* saham. Pada penelitian yang dilakukan oleh Tuasikal (2002) menyatakan bahwa variabel *total assets turnover* (TATO) pada perusahaan non manufaktur lebih dapat memprediksi *return* saham dibandingkan pada perusahaan manufaktur. Sedangkan hasil penelitian Ulupui (2007) menyatakan TATO menunjukkan hasil yang negatif dan tidak signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian Trisnawati (1999) menyatakan bahwa umur perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sementara penelitian Ardiansyah (2004) menyatakan bahwa umur perusahaan tidak mempengaruhi *return* saham. Penelitian oleh Irawati (2009) menyatakan bahwa besaran perusahaan mempengaruhi *initial return*. Sedangkan penelitian oleh Ardiansyah (2004) menyatakan bahwa besaran perusahaan tidak mempengaruhi *initial return*. Penelitian oleh Nasirwan (2000) menemukan bahwa variabel prosentase penawaran saham secara statistis signifikan mempengaruhi *return* saham. Sedangkan penelitian Trisnawati (1999) menyatakan bahwa prosentase penawaran saham tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*.

Penelitian ini juga didukung adanya *fenomena gap* yang dapat dijelaskan pada tabel 1 sebagai berikut :

Tabel 1
Rata-rata *current ratio*, *debt to equity ratio*, *return on equity*, *total assets turnover*, umur perusahaan, besaran perusahaan, prosentase penawaran saham, dan *initial return* pada industri *real estate* dan *property* pada 1994-2011

| Variabel | Tahun IPO | | | | | | | | | | | | | | |
|---------------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2004 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | |
| CR | 1.15 | 2.20 | 1.11 | 1.43 | 2.17 | 1.48 | 1.11 | 2.51 | 1.47 | 1.23 | 0.49 | 1.25 | 0.25 | 0.66 | |
| DER | 2.11 | 0.74 | 2.83 | 2.05 | 0.19 | 1.75 | 2.47 | 0.41 | 0.44 | 2.50 | 2.32 | 0.74 | 2.34 | 0.77 | |
| ROE (%) | 8.93 | 6.96 | 36.60 | 17.10 | 15.16 | 2.24 | 26.92 | 1.94 | 26.44 | 1.88 | 5.46 | 15.59 | 2.73 | 8.35 | |
| TATO | 0.22 | 0.17 | 0.12 | 0.31 | 0.30 | 0.12 | 0.29 | 0.14 | 0.76 | 0.37 | 0.39 | 0.33 | 0.19 | 0.27 | |
| AGE (thn) | 14.86 | 5.33 | 5.00 | 12.75 | 7.00 | 9.00 | 9.00 | 12.33 | 12.00 | 18.33 | 19.00 | 23.00 | 6.00 | 25.50 | |
| SIZE (miliar) | 353.68 | 487.93 | 854.12 | 741.21 | 440.89 | 174.96 | 143.46 | 113.51 | 571.87 | 960.55 | 1872.7 | 888.33 | 4400.9 | 910.33 | |
| OFFER (%) | 29.90 | 27.16 | 12.62 | 32.25 | 20.00 | 62.01 | 38.12 | 29.46 | 11.11 | 54.72 | 20.56 | 41.28 | 42.86 | 33.67 | |
| IR (%) | 5.97 | -3.92 | 7.69 | 13.55 | 104.17 | 24.90 | 136.30 | 124.28 | 0.00 | 33.11 | 0.91 | 44.11 | 12.33 | -8.00 | |

Sumber : data sekunder yang diolah, 2012

Dari tabel 1 dapat dilihat adanya perbedaan kecenderungan antara *current ratio* (CR), *debt to equity ratio* (DER), *return on equity* (ROE), *total assets turnover* (TATO), umur perusahaan (AGE), besaran perusahaan (SIZE), dan prosentase penawaran saham (OFFER) dengan *initial return*. Sebagai contoh prosentase penawaran saham yang mengalami kenaikan pada tahun 1999 justru *initial return* nya mengalami penurunan, dan pada tahun 2000 ketika nilai prosentase penawaran saham menurun justru *initial return* nya mengalami peningkatan.

Sehingga pertanyaan penelitian yang diajukan adalah :

1. Apakah *current ratio* (CR) berpengaruh terhadap *initial return*?
2. Apakah *debt to equity ratio* (DER) berpengaruh terhadap *initial return*?
3. Apakah *return on equity* (ROE) berpengaruh terhadap *initial return*?
4. Apakah *total assets turnover* (TATO) berpengaruh terhadap *initial return*?
5. Apakah umur perusahaan berpengaruh terhadap *initial return*?
6. Apakah besaran perusahaan berpengaruh terhadap *initial return*?
7. Apakah prosentase penawaran saham berpengaruh terhadap *initial return*?

II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

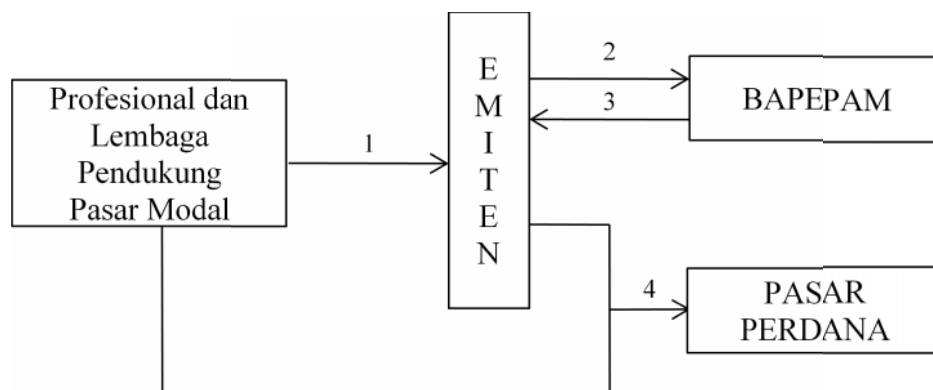
2.1 *Initial Public Offering* (IPO)

Initial Public Offering adalah penawaran atau penjualan saham suatu perusahaan untuk pertama kalinya kepada masyarakat (atau publik) di pasar modal atau bursa (Gumanti, 2002; Hartono dan Ali, 2002; Midiastuti dan Ilyas, 2004). Perusahaan yang telah melakukan IPO sering disebut perusahaan publik (Ang, 2007). Saham adalah surat berharga

sebagai tanda bukti kepemilikan atas perusahaan penerbit saham. Perusahaan penerbit saham disebut sebagai emiten. Sedangkan pihak pembeli yang terdiri atas masyarakat umum baik domestik maupun asing disebut sebagai investor. Istilah “pertama kalinya” dalam definisi IPO memunculkan adanya pasar perdana, yang didefinisikan sebagai pasar dimana perusahaan-perusahaan publik menawarkan saham atau efek kepada calon investor untuk pertama kalinya. Sedangkan transaksi selanjutnya yang dilakukan di bursa disebut sebagai pasar sekunder (Ang, 1997).

Penawaran perdana dilakukan setelah perusahaan memperoleh ijin dari Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) – yang menetapkan prosedur peraturan khusus yang harus dipatuhi oleh perusahaan (Hartono dan Ali, 2002) – dan sebelum sekuritas tersebut diperdagangkan di pasar sekunder atau bursa efek (Hartanto dan Ediningsih, 2004). Proses IPO di pasar perdana seperti terlihat pada gambar 1.

Gambar 1
Proses *Initial Public Offering* (IPO)



Sumber : Hartanto dan Ediningsih, 2004

2.2 Underpricing dan Overpricing

Initial return adalah keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena perbedaan harga saham yang dibeli di pasar perdana saat IPO dengan harga jual saham yang bersangkutan di hari pertama di pasar sekunder (Daljono, 2000).

Menurut Gumanti (2002), *underpricing* adalah suatu kondisi dimana secara rata-rata harga pasar saham perusahaan lebih tinggi dibandingkan dengan harga penawarannya. Sedangkan *overpricing* adalah suatu kondisi dimana harga pasar saham perusahaan secara rata-rata cenderung lebih rendah dibandingkan dengan harga penawarannya.

Fenomena terjadinya *underpricing* umumnya dijumpai di hampir semua pasar modal di dunia. Berdasarkan penelitian yang dilakukan pada tahun 1963 oleh *Security and Exchange* (badan pengawas pasar modal Amerika Serikat), menemukan bahwa secara rata-rata perusahaan yang baru *go public* mengalami *underpricing*. Penelitian selanjutnya oleh Logue (1973) yang menguji 250 IPO di Amerika yang *go public* tahun 1965-1969 menemukan tingkat *underpricing* sebesar 41,7%.

Hasil rangkuman Ibbotson dan Ritter (1995) menunjukkan setidaknya ada sebelas teori yang mencoba mengungkap kenapa IPO secara rata-rata mengalami *underpricing*. Teori-teori tersebut tidak semuanya mampu secara tegas dan eksplisit menjawab pertanyaan kenapa *underpricing* dapat terjadi.

2.3 Informasi Asimetri (*Asymmetric Information*)

Teori-teori yang menjelaskan fenomena *underpricing* dan yang telah diuji di berbagai penelitian biasanya bermuara pada pendekatan ketimpangan informasi (*asymmetric information*), baik antara pemilik perusahaan dan calon investor, antar calon investor, dan antara *issuer* dan penjamin emisi. Fenomena *underpricing* dan *overpricing* dikarenakan adanya *mispriced* di pasar perdana sebagai akibat adanya ketidakseimbangan informasi antara pihak penjamin emisi dengan pihak perusahaan (emiten) maupun adanya ketidakseimbangan informasi antar investor. Dalam literatur keuangan masalah tersebut disebut adanya informasi asimetri (Daljono, 2000).

Ketidakseimbangan informasi antara penjamin emisi dan emiten disebut model Baron (1982). Penjamin emisi dianggap memiliki informasi yang lebih tinggi mengenai permintaan saham-saham perusahaan emiten daripada emiten itu sendiri. Penjamin emisi akan memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk memperoleh kesepakatan optimal dengan emiten yaitu dengan memperkecil resiko keharusan membeli saham yang tidak laku dijual. Karena emiten kurang memiliki informasi maka emiten harus menerima harga yang diberikan penjamin emisi bagi penawaran sahamnya. Model ini mengimplikasikan bahwa lebih besar ketidakpastian emiten mengenai kewajaran harga sahamnya, lebih besar permintaan terhadap jasa penjamin emisi dalam penetapan harga ini. Kompensasi atas informasi yang diberikan penjamin emisi adalah dengan mengizinkan penjamin emisi menawarkan harga perdana sahamnya dibawah harga equilibrium (Trisnawati, 1999).

Sedangkan pada ketidakseimbangan informasi antar investor disebut model Rock (1986) dimana terdapat 2 jenis investor yaitu *informed* investor dan *uninformed* investor. *Informed* investor mengetahui informasi lebih banyak mengenai prospek perusahaan emiten, maka mereka akan membeli saham-saham IPO yang diketahui pada pasar sekunder akan melebihi harga perdana atau mengalami *underpriced* saja. Sementara *uninformed* investor karena kurang memiliki informasi mengenai perusahaan emiten, akan melakukan penawaran secara sembarangan baik pada saham-saham IPO yang *underpriced* maupun yang *overpriced*. Akibatnya kelompok *uninformed* investor memperoleh proporsi yang lebih besar dalam saham IPO yang *overpriced*. Menyadari bahwa mereka menerima saham-saham IPO yang tidak proporsional, maka *uninformed* investor akan meninggalkan pasar perdana. Agar tidak terjadi hal tersebut maka saham-saham IPO harus cukup *underpriced* (Trisnawati, 1999).

2.4 *Signalling Theory* (Teori Sinyal)

Signalling theory dan *asymmetric information* digagas pertama kali oleh Akerlof, Spence dan Stiglitz yang menjadikan mereka memperoleh Nobel Ekonomi pada tahun 2001. Teori sinyal dikembangkan dalam ilmu ekonomi dan keuangan untuk memperhitungkan kenyataan bahwa orang dalam (*insiders*) perusahaan pada umumnya memiliki informasi yang lebih baik dan lebih cepat berkaitan dengan kondisi mutakhir dan prospek perusahaan dibandingkan dengan investor luar (Arifin, 2005). *Signalling theory* merupakan penjelasan dari asimetri informasi. Terjadinya asimetri informasi disebabkan karena pihak manajemen mempunyai informasi lebih banyak mengenai prospek perusahaan. Untuk menghindari asimetri informasi, perusahaan harus memberikan informasi sebagai sinyal kepada pihak investor. Asimetri informasi perlu diminimalkan, sehingga perusahaan *go public* dapat menginformasikan keadaan perusahaan secara transparan kepada investor. Investor selalu membutuhkan informasi yang simetris sebagai pemantauan dalam menanamkan dana pada suatu perusahaan. Jadi sangat penting bagi perusahaan untuk memberikan informasi setiap *account* (rekening) pada laporan keuangan dimana merupakan sinyal untuk diinformasikan kepada investor maupun calon investor. Rasio-rasio dari laporan keuangan maupun rasio-rasio lain akan sangat bermanfaat bagi investor maupun calon investor sebagai salah satu dasar analisis dalam berinvestasi.

2.5 *Current Ratio* (CR)

CR merupakan salah satu ukuran likuiditas bertujuan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban jangka pendeknya dengan aktiva lancar yang dimilikinya. CR yang terlalu tinggi menunjukkan adanya kelebihan uang kas atau aktiva lancar lainnya dibandingkan dengan yang dibutuhkan sekarang. Selain itu CR juga menunjukkan tingkat keamanan (*margin of safety*) kreditor jangka pendek atau kemampuan perusahaan untuk membayar hutang-hutang tersebut. CR yang tinggi belum tentu menjamin akan dapat dibayarnya hutang perusahaan yang sudah jatuh tempo, karena proporsi atau distribusi aktiva lancar yang tidak menguntungkan (Subalno, 2009). Nilai CR yang tinggi dari suatu perusahaan akan mengurangi ketidakpastian bagi investor sehingga akan mengurangi tingkat *underpricing*, akibatnya *return* yang diterima investor juga semakin kecil. Dengan demikian diduga semakin besar nilai CR maka semakin kecil *initial return*.

Hasil penelitian Ardiansyah (2004) menemukan bahwa CR tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

2.6 *Debt to Equity Ratio* (DER)

DER merupakan salah satu dari rasio *leverage*. Rasio ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. DER juga memberi jaminan tentang

seberapa besar hutang-hutang perusahaan dijamin modal sendiri perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan usaha (Ang, 1997). Semakin besar nilai DER menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas. Sehingga semakin besar DER mencerminkan risiko 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 meningkatkan tingkat *underpricing* (Kim et.al., 1993). Sehingga kemungkinan *initial return* yang akan diterima investor semakin besar.

Hasil penelitian Daljono (2000) menyatakan bahwa variabel DER mempengaruhi *initial return*.

2.7 Return On Equity (ROE)

ROE merupakan salah satu rasio profitabilitas, dimana rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba berdasarkan modal saham tertentu. 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 *initial return* (Kim et.al.,1993). Hal ini berarti kemungkinan investor untuk mendapatkan *initial return* semakin rendah.

Penelitian oleh Liu Ti (2003) menunjukkan bahwa ROE tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

2.8 Total Assets Turnover (TATO)

TATO merupakan salah satu rasio aktivitas yang digunakan untuk mengukur seberapa efisiennya seluruh aktiva perusahaan digunakan untuk menunjang kegiatan penjualan (Ang, 1997). Hal ini berarti semakin tinggi rasio TATO maka semakin efisien suatu perusahaan dalam memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Perputaran total aktiva menunjukkan bagaimana efektifitas perusahaan menggunakan keseluruhan aktiva untuk menciptakan penjualan dalam kaitannya untuk mendapatkan laba. Perusahaan dengan tingkat penjualan yang besar diharapkan mendapatkan laba yang besar pula. Nilai TATO yang semakin besar menunjukkan nilai penjualannya juga semakin besar dan harapan memperoleh laba juga semakin besar pula. Nilai TATO yang tinggi juga akan mengurangi ketidakpastian investor dan akan menurunkan tingkat *underpricing*, sehingga kemungkinan investor mendapatkan *return* akan semakin rendah (Manao & Deswin, 2001).

Penelitian yang dilakukan oleh Ulupui (2007) menyatakan TATO menunjukkan hasil yang negatif dan tidak signifikan terhadap *return* saham.

2.9 Umur Perusahaan

Umur perusahaan merupakan salah satu hal yang dipertimbangkan investor dalam menanamkan modalnya (Chishty et.al., 1996). Umur

perusahaan emiten menunjukkan seberapa lama perusahaan mampu bertahan (*survive*) dan menjadi bukti perusahaan mampu bersaing dan dapat mengambil kesempatan bisnis yang ada dalam perekonomian. Perusahaan yang beroperasi lebih lama mempunyai kemungkinan yang lebih besar untuk menyediakan informasi perusahaan yang lebih banyak dan luas daripada perusahaan yang baru saja berdiri (Nurhidayati & Indriantoro, 1998). Dengan demikian akan mengurangi adanya informasi asimetri dan memperkecil ketidakpastian pasar yang pada akhirnya akan menurunkan tingkat *underpricing* saham. Oleh karena itu diduga semakin banyak umur perusahaan maka semakin kecil *initial return*.

Penelitian yang dilakukan oleh Ardiansyah (2004) menyatakan bahwa umur perusahaan tidak mempengaruhi *return* saham.

2.10 Besaran Perusahaan

Besaran perusahaan dapat dijadikan sebagai *proxy* tingkat ketidakpastian saham karena 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 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 investasi 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 & Indriantoro, 1998). Dengan rendahnya tingkat ketidakpastian perusahaan berskala besar, maka akan menurunkan tingkat *underpricing* dan kemungkinan *return* yang akan diterima investor semakin rendah.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Ardiansyah (2004) menyatakan besaran perusahaan tidak mempengaruhi *initial return*.

2.11 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 yang akan datang (Carter et.al., 1998). Dalam rangka pengambilan keputusan investasi, calon investor memerlukan banyak informasi guna mempertimbangkan membeli atau tidak 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 lebih kecil, maka akan menawarkan saham dengan nilai kecil. Dengan demikian

semakin besar prosentase penawaran saham maka tingkat ketidakpastiannya akan semakin kecil, yang pada akhirnya akan menurunkan tingkat *underpricing* saham (Chishty et.al., 1996).

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Trisnawati (1999) menyatakan bahwa prosentase penawaran saham tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*.

Tabel 2
Definisi Operasional Variabel

| No. | Variabel | Definisi dan Rumus | Skala Pengukuran |
|-----|------------------------------|--|------------------|
| 1 | <i>Current Ratio</i> | $CR = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$ | Rasio |
| 2 | <i>Debt to Equity Ratio</i> | $DER = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Shareholders' Equity}}$ | Rasio |
| 3 | <i>Return On Equity</i> | $ROE = \frac{\text{Profit After Tax}}{\text{Shareholders' Equity}} \times 100\%$ | Rasio |
| 4 | <i>Total Assets Turnover</i> | $TATO = \frac{\text{Net Sales}}{\text{Total Assets}}$ | Rasio |
| 5 | Umur Perusahaan | Age = waktu perusahaan sejak didirikan sampai dengan saat penawaran umum | Rasio |
| 6 | Besaran Perusahaan | Size = total aktiva tahun terakhir sebelum IPO | Rasio |
| 7 | Prosentase Penawaran Saham | $\text{Offer} = \frac{\text{Saham Ditawarkan Saat IPO}}{\text{Total Saham Perusahaan}} \times 100\%$ | Rasio |
| 8 | <i>Initial Return</i> | $IR = \frac{P_{t1} - P_{t0}}{P_{t0}} \times 100\%$ | Rasio |

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory*

III. METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder, yaitu *current ratio* (CR), *debt to equity ratio* (DER), *return on equity* (ROE), *total assets turnover* (TATO), umur perusahaan (AGE), besaran perusahaan (SIZE), dan prosentase penawaran saham (OFFER) industri *real estate* dan *property* yang *listed* atau terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 1994-2011. Adapun pemilihan rentang tahun tersebut dikarenakan untuk memperoleh syarat minimum jumlah sampel data yaitu sebanyak 30 data (Roscoe, 1975). Data-data tersebut diperoleh dari prospektus, *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), *JSX Fact Book*, <http://www.idx.co.id>, dan pojok BEI.

Data-data kuantitatif yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah :

1. Daftar perusahaan emiten yang melakukan IPO pada periode tahun 1994-2011.
2. Daftar harga saham perdana yang diperoleh dari Pojok BEI UNDIP.
3. Data CR, DER, ROE, TATO, AGE, SIZE, dan OFFER dari setiap perusahaan emiten yang diperoleh dari ICMD tahun 1994-2011 dan dari prospektus.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah industri *real estate* dan *property* sebanyak 52 perusahaan. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, dengan kriteria :

1. Perusahaan yang melakukan IPO pada periode tahun 1994-2011.
2. Tersedia data laporan keuangan maupun data laporan non keuangan selama kurun waktu penelitian.

Berdasarkan pada kriteria pengambilan sampel seperti yang telah disebutkan di atas, maka jumlah sampel industri *real estate* dan *property* yang memenuhi kriteria sebanyak 37 perusahaan.

3.3 Pengukuran Variabel

1. Variabel Independen

a. *Current Ratio*

Diukur dengan cara membagi aktiva lancar dengan hutang lancar.

b. *Debt to Equity Ratio*

Diukur dengan cara membagi total hutang dengan total ekuitas.

c. *Return On Equity*

Diukur dengan cara membagi laba setelah pajak dengan total ekuitas.

d. *Total Assets Turnover*

Diukur dengan cara membagi penjualan dengan total aktiva.

e. Umur Perusahaan

Diukur mulai dari perusahaan didirikan sampai dengan saat penawaran umum.

f. Besaran Perusahaan

Diukur berdasarkan total aktiva tahun terakhir sebelum IPO.

g. Prosentase Penawaran Saham

Diukur dengan cara membagi saham yang ditawarkan pada saat IPO dengan total saham perusahaan.

2. Variabel Dependen

$$IR = \frac{P_{t1} - P_{t0}}{P_{t0}} \times 100\%$$

dimana : IR = *initial return*

P_{t0} = harga saham penawaran perdana

P_{t1} = harga saham penutupan pada hari pertama di pasar sekunder

3.4 Teknik Analisis Data

1. Analisis Regresi Linier Berganda

Digunakan untuk mengukur hubungan antara variabel dependen (*initial return*) dengan variabel independen (CR, DER, ROE, TATO, AGE, SIZE, dan OFFER). Untuk menguji hipotesis di atas, digunakan model sebagai berikut :

$$IR = a + b_1CR + b_2DER + b_3ROE + b_4TATO + b_5AGE + b_6SIZE + b_7OFFER + e$$

dimana :

| | | |
|--------------------------------|---|---|
| IR | = | <i>Initial Return</i> |
| a | = | konstanta |
| b ₁ -b ₇ | = | koefisien regresi dari setiap variabel independen |
| CR | = | <i>Current Ratio</i> |
| DER | = | <i>Debt to Equity Ratio</i> |
| ROE | = | <i>Return On Equity</i> |
| TATO | = | <i>Total Assets Turnover</i> |
| AGE | = | Umur Perusahaan |
| SIZE | = | Besaran Perusahaan |
| OFFER | = | Prosentase Penawaran Saham |
| e | = | <i>Error Term</i> |

2. Pengujian Penyimpangan Asumsi Klasik

Sehubungan dengan pemakaian metode regresi linier berganda tersebut, untuk menghasilkan nilai parameter model penduga yang lebih sah, maka model asumsi klasik harus diuji. Model asumsi klasik tersebut terdiri dari :

a. Uji Normalitas

Bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel dependen dan variabel independen mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah yang memiliki distribusi data normal/mendekati normal.

b. Uji Multikolinearitas

Menurut Ghozali (2006) uji ini bertujuan menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Pada model regresi yang baik antar variabel independen seharusnya tidak terjadi kolerasi.

c. Uji Heteroskedastisitas

Bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Model regresi yang baik adalah yang terjadi homokedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas.

3. Pengujian Hipotesis

Ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dari *goodness of fit* nya. Secara statistik, setidaknya ini dapat diukur dari nilai koefisien determinansi, nilai statistik F dan nilai statistik t. Perhitungan statistik disebut signifikan secara statistik, apabila uji nilai statistiknya berada dalam daerah kritis (daerah dimana Ho ditolak). Sebaliknya, disebut tidak signifikan bila uji nilai statistiknya berada dalam daerah dimana Ho diterima.

IV. ANALISIS DATA

5.1 Uji Normalitas

Untuk menentukan normalitas data dilakukan dengan uji Kolmogorov-Smirnov dimana nilai signifikansi harus di atas 5% (Santoso, 2000). Dari hasil pengolahan menggunakan program SPSS nampak bahwa variabel-

variabel *current ratio*, *debt to equity ratio*, *return on equity*, *total assets turnover*, umur perusahaan, besaran perusahaan, prosentase penawaran saham dan *initial return* terdistribusi normal, dimana residual kolmogorov-smirnov lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,311. Hasil uji normalitas tersebut menunjukkan hasil dengan data yang berdistribusi normal, sehingga sampel tersebut memenuhi syarat untuk dilakukan penelitian lebih lanjut. Dengan demikian tujuh variabel independen tersebut dapat digunakan untuk memprediksi *initial return* saham perusahaan *real estate* dan *property* yang *listed* di BEI.

5.2 Uji Multikolinearitas

Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala multikolinieritas antar variabel independen digunakan *variance inflation factor* (VIF). Jika nilai *tolerance* > 0,1 dan nilai VIF < 10, maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antar variabel bebas dalam model regresi (Ghozali, 2006). Berdasarkan hasil pengolahan SPSS tidak terdapat variabel independen yang mempunyai nilai *tolerance* < 0,1 dan nilai VIF > 10, artinya tujuh variabel independen tersebut tidak terdapat hubungan multikolinieritas dan dapat digunakan untuk memprediksi *initial return* selama periode pengamatan.

5.3 Uji Heteroskedastisitas

Untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat dengan residualnya. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik yang menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas. Dari grafik yang didapat pada SPSS terlihat bahwa titik-titik residual menyebar, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengandung heteroskedastisitas.

5.4 Koefisien Determinasi (R^2)

Dari perhitungan SPSS didapatkan nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,496 yang berarti hanya 49,6% variasi *initial return* yang bisa dijelaskan oleh variasi dari tujuh variabel independen yaitu : *current ratio*, *debt to equity ratio*, *return on equity*, *total assets turnover*, umur perusahaan, besaran perusahaan, dan prosentase penawaran saham. Sedangkan sisanya sebesar 50,4% dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model.

5.5 Uji F

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 2,548 dan nilai signifikansi sebesar 0,018. Karena nilai $F_{hitung} = 2,548 > F_{tabel} = 2,35$ berarti variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen. Dan karena nilai signifikansi lebih kecil dari tingkat kepercayaan yang digunakan 5%, berarti terdapat pengaruh yang signifikan. Berdasarkan hasil tersebut berarti dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel yang diregress (*current ratio*, *debt to equity ratio*, *return on equity*, *total assets*

turnover, umur perusahaan, besaran perusahaan, dan prosentase penawaran saham) sudah cukup kuat untuk memprediksi variabel dependen (*initial return*).

5.6 Uji t

1. *Current Ratio*

Diperoleh nilai t hitung sebesar -0,328 dengan nilai signifikansi sebesar 0,745. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak, yang berarti tidak ada pengaruh signifikan antara variabel CR dengan variabel *initial return*.

2. *Debt to Equity Ratio*

Diperoleh nilai t hitung sebesar 2,851 dengan nilai signifikansi sebesar 0,009. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5%, maka hipotesis diterima yang berarti ada pengaruh positif signifikan antara variabel DER dengan variabel *initial return*.

3. *Return On Equity*

Diperoleh nilai t hitung sebesar -2,177 dengan nilai signifikansi sebesar 0,039 dimana nilai signifikansi lebih kecil dari 5%. Berarti hipotesis diterima, bahwa ada pengaruh negatif signifikan antara variabel ROE dengan variabel *initial return*.

4. *Total Assets Turnover*

Diperoleh nilai t hitung sebesar -2,335 dengan nilai signifikansi sebesar 0,032 dimana nilai signifikansi lebih kecil dari 5%, maka hipotesis diterima, berarti ada pengaruh negatif signifikan antara variabel TATO dengan variabel *initial return*.

5. Umur Perusahaan

Diperoleh nilai t hitung sebesar -2,333 dengan nilai signifikansi sebesar 0,036 dimana nilai signifikansi lebih kecil dari 5%, maka hipotesis diterima, berarti ada pengaruh negatif signifikan antara variabel AGE dengan variabel *initial return*.

6. Besaran Perusahaan

Diperoleh nilai t hitung sebesar -1,782 dengan nilai signifikansi sebesar 0,186 dimana nilai signifikansi lebih besar dari 5%, maka hipotesis ditolak, berarti tidak ada pengaruh signifikan antara variabel SIZE dengan variabel *initial return*.

7. Prosentase Penawaran Saham

Diperoleh nilai t hitung sebesar -2,492 dengan nilai signifikansi sebesar 0,019 dimana nilai signifikansi lebih kecil dari 5%, maka hipotesis diterima. Hal tersebut berarti ada pengaruh negatif signifikan antara variabel OFFER dengan variabel *initial return*.

5.7 Pembahasan

1. *Current Ratio*

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *current ratio* tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Hal tersebut menunjukkan bahwa tujuan perusahaan yang *go public* adalah untuk tujuan jangka panjang, sehingga likuiditas perusahaan yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka pendeknya kurang diperhaikan investor dalam berinvestasi di pasar modal.

2. *Debt to Equity Ratio*

Hasil penelitian pada variabel *debt to equity ratio* menunjukkan bahwa variabel tersebut berpengaruh positif terhadap *initial return*. Hal tersebut menunjukkan bahwa keputusan investor masih memandang seberapa besar struktur permodalan usaha memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitasnya. Semakin besar nilai DER berarti resiko perusahaan tersebut semakin tinggi yang akan mengakibatkan semakin tingginya *initial return* pada saat IPO.

3. *Return On Equity*

Hasil penelitian pada variabel *return on equity* menunjukkan bahwa variabel tersebut berpengaruh negatif terhadap *initial return*. ROE sebagai *proxy* dari rasio profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba berdasarkan modal saham tertentu. Dimana bila nilai ROE semakin tinggi akan membuat calon investor membeli saham. Hal tersebut akan mengakibatkan naiknya harga saham pada hari pertama di bursa sehingga nilai *initial return* yang diharapkan akan berkurang.

4. *Total Assets Turnover*

Hasil penelitian membuktikan variabel *total assets turnover* berpengaruh negatif terhadap *initial return*. Adanya pengaruh TATO terhadap *initial return* menunjukkan bahwa informasi perputaran aktiva dapat dijadikan patokan untuk menunjukkan efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan aktivasinya. Semakin besar nilai TATO menunjukkan nilai penjualan semakin besar dan harapan memperoleh laba juga semakin besar pula, sehingga akan menurunkan nilai *initial return*.

5. Umur Perusahaan

Hasil penelitian pada variabel umur perusahaan menunjukkan bahwa variabel tersebut berpengaruh negatif terhadap *initial return*. Adanya pengaruh antara umur perusahaan dengan *initial return* menunjukkan bahwa umur perusahaan masih menjadi patokan investor dalam keputusan investasinya karena dapat menunjukkan seberapa lama perusahaan tersebut mampu bertahan dan mampu bersaing dalam perekonomian. Disamping itu perusahaan dengan umur operasi lebih lama kemungkinan mampu menyediakan informasi perusahaan yang lebih banyak dan luas sehingga akan memperkecil kemungkinan informasi asimetri sehingga secara langsung akan menurunkan tingkat *underpricing* pada saat IPO dan akan menurunkan nilai *initial return*.

6. Besaran Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa besaran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Hal tersebut menunjukkan bahwa besaran perusahaan belum mampu dijadikan dasar dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal pada saat IPO dan pada saat hari pertama *listing* di Bursa Efek Indonesia karena investor percaya bahwa perusahaan yang *go public* merupakan perusahaan dengan *size* yang layak untuk melakukan IPO dan *listing* di Bursa Efek Indonesia.

7. Prosentase Penawaran Saham

Hasil penelitian pada variabel prosentase penawaran saham menunjukkan bahwa variabel tersebut berpengaruh terhadap *initial return*. Berpengaruhnya prosentase saham menunjukkan bahwa semakin besar proporsi saham yang dipegang oleh pemegang saham lama semakin banyak informasi privat yang dimiliki oleh pemegang saham lama. Investor baru harus mengeluarkan biaya untuk mendapatkan informasi guna pengambilan keputusan apakah akan membeli saham atau tidak. Kompensasi atas pengeluaran biaya yang diharapkan oleh investor yaitu mengharap mendapatkan *initial return* yang tinggi.

V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1 Simpulan

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

1. CR dan besaran perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *initial return*. Hal ini mengindikasikan bahwa *initial return* yang diperoleh investor pada perusahaan *real estate* dan *property* tidak dipengaruhi oleh kedua variabel tersebut.
2. DER memiliki pengaruh yang signifikan positif terhadap *initial return*. Hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan *initial return* yang terjadi pada perusahaan *real estate* dan *property* dipengaruhi oleh peningkatan variabel-variabel tersebut.
3. ROE, TATO, umur perusahaan, dan prosentase penawaran saham perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap *initial return*. Hal ini mengindikasikan bahwa kenaikan *initial return* yang terjadi pada perusahaan *real estate* dan *property* dipengaruhi oleh penurunan variabel-variabel tersebut.

5.2 Implikasi Kebijakan

1. Implikasi Teoritis

Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ardiansyah (2004) yang menyatakan bahwa *current ratio* tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Akan tetapi bertentangan dengan penelitian Tuasikal (2002) mengenai *current ratio* berpengaruh terhadap *initial return*. Penelitian ini juga menemukan bahwa *debt to equity ratio* berpengaruh positif terhadap *initial return* sesuai dengan penelitian oleh

Daljono (2000). Namun penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Trisnawati (1999) yang menyatakan bahwa variabel *debt to equity ratio* tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil penelitian pada variabel *return on equity* sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Dodd dan Chen (1996) bahwa variabel tersebut berpengaruh terhadap *initial return*. Namun bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Liu Ti (2003) yang menyatakan bahwa *return on equity* tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil penelitian pada variabel *total assets turnover* menunjukkan adanya pengaruh terhadap *initial return*. Hal tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Tuasikal (2002) yang menyatakan bahwa variabel *total assets turnover* pada perusahaan non manufaktur lebih dapat memprediksi *return* saham dibandingkan pada perusahaan manufaktur. Akan tetapi hasil ini bertentangan dengan penelitian Ulupui (2007) yang menyatakan bahwa *total assets turnover* menunjukkan hasil yang tidak signifikan terhadap *return* saham. Penelitian ini sesuai dengan penelitian Trisnawati (1999) yang menyatakan bahwa umur perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Akan tetapi bertentangan dengan penelitian Ardiansyah (2004) yang menyatakan bahwa umur perusahaan tidak mempengaruhi *return* saham. Hasil penelitian ini menemukan bahwa pada besaran perusahaan terbukti tidak mempengaruhi *initial return*. Hasil serupa juga diungkapkan oleh Ardiansyah (2004). Namun hasil sebaliknya diungkapkan oleh Irawati (2009) yang menyatakan bahwa besaran perusahaan mempengaruhi *initial return*. Pada variabel prosentase penawaran saham, penelitian ini sesuai dengan Nasirwan (2000) yang menyatakan bahwa variabel prosentase penawaran saham secara statistis signifikan mempengaruhi *return* saham. Namun penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Trisnawati (1999) yang menyatakan bahwa prosentase penawaran saham tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*.

2. Implikasi Manajerial

Bagi manajer perusahaan *real estate* dan *property*, perlu memperhatikan DER, prosentase penawaran saham, TATO, umur perusahaan, dan ROE karena akan mempengaruhi investor dalam keputusan investasinya di pasar modal. Hasil analisis membuktikan bahwa variabel DER berpengaruh positif terhadap besarnya *initial return* yang diterima investor, yang berarti bahwa semakin banyak perusahaan tersebut memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas maka semakin besar nilai *initial return*. Sehingga manajemen perusahaan hendaknya memperhatikan nilai DER yaitu dengan lebih mengoptimalkan ekuitas sehingga akan menurunkan nilai *initial return*. Variabel prosentase penawaran saham, TATO, umur perusahaan, dan ROE secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *initial return*. Dengan bertambahnya prosentase saham akan meningkatkan tingkat kepastian bagi calon investor sehingga akan menurunkan nilai *initial return*. Nilai variabel

TATO yang semakin besar menunjukkan nilai penjualannya juga semakin besar dan akan meningkatkan harapan calon investor akan laba yang semakin besar pula, sehingga akan menurunkan nilai *initial return*. Untuk variabel umur perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan yang beroperasi lebih lama mempunyai kemungkinan yang lebih besar untuk menyediakan informasi perusahaan yang lebih banyak dan luas daripada perusahaan yang baru saja berdiri dan akan mengurangi adanya informasi asimetri serta memperkecil ketidakpastian pasar yang pada akhirnya akan menurunkan nilai *initial return*. Sedangkan untuk variabel ROE menunjukkan bahwa ROE yang semakin tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba dan akan meningkatkan harapan bagi calon investor sehingga akan menurunkan nilai *initial return*. Dengan menurunnya nilai *initial return* akan mengurangi risiko perusahaan mengalami kerugian pada hari pertama perusahaan tersebut *listing* di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan bagi investor, sebelum melakukan aktivitas investasinya disarankan untuk melihat besarnya DER, ROE, TATO, umur perusahaan, dan prosentase penawaran saham karena mampu mempengaruhi nilai *initial return* perusahaan. Berdasarkan hasil analisis didapatkan bahwa variabel DER paling dominan mempengaruhi *initial return* kemudian diikuti berturut-turut oleh prosentase penawaran saham, TATO, umur perusahaan, dan ROE. Variabel DER berpengaruh positif terhadap *initial return* yang berarti untuk mendapatkan *initial return* yang tinggi investor sebaiknya memperhatikan perusahaan *real estate* dan *property* yang mempunyai nilai DER tinggi. Untuk variabel prosentase penawaran saham berpengaruh secara negatif mempengaruhi nilai *initial return* yang berarti untuk mendapatkan *initial return* yang tinggi investor sebaiknya memperhatikan perusahaan *real estate* dan *property* yang mempunyai prosentase penawaran saham kecil. Variabel TATO terbukti secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *initial return*, sehingga untuk mendapatkan *initial return* yang tinggi investor sebaiknya memperhatikan perusahaan *real estate* dan *property* yang mempunyai nilai TATO kecil. Variabel umur perusahaan terbukti secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *initial return*, sehingga untuk mendapatkan *initial return* yang tinggi investor sebaiknya memperhatikan perusahaan *real estate* dan *property* dengan umur perusahaan muda. Sedangkan untuk variabel ROE terbukti secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *initial return*, sehingga untuk mendapatkan *initial return* yang tinggi investor sebaiknya memperhatikan perusahaan *real estate* dan *property* yang mempunyai nilai ROE kecil.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Dalam penelitian ini masih banyak keterbatasan yang dimiliki, antara lain :

1. Kemampuan prediksi sebesar 49,6% mengindikasikan perlunya variabel lain yang belum dimasukkan sebagai variabel independen yang mempengaruhi *initial return*.
2. Karena terbatasnya data yang tersedia, sehingga rentang waktu selama 17 tahun dengan sampel sebanyak 37 perusahaan *real estate and property* masih kurang untuk memprediksikan pengaruh informasi keuangan dan non keuangan terhadap *initial return*.
3. Karena berbedanya waktu pelaksanaan IPO, sebaiknya data pada penelitian ini dideflasikan terlebih dahulu untuk menghindari terjadinya hasil yang *overestimate* maupun *underestimate*.

5.4 Agenda Penelitian Mendatang

Berdasarkan temuan penelitian ini, maka agenda penelitian mendatang yang dapat diberikan adalah :

1. Periode penelitian sebaiknya diperpanjang untuk menambah jumlah sampel, sehingga dapat diperoleh distribusi data yang lebih baik.
2. Dengan kemampuan prediksi sebesar 49,6% untuk perusahaan *real estate and property* yang ditunjukkan pada nilai adjusted R^2 yang mengindikasikan perlunya variabel lain yang belum dimasukkan sebagai variabel independen yang mempengaruhi *initial return*.

DAFTAR REFERENSI

- Ang, Robert, 1997, **Buku Pintar Pasar Modal Indonesia**, Mediasoft Indonesia, Jakarta.
- Ardiansyah, Misnen, 2004, “Pengaruh Variabel Keuangan terhadap *Return* Awal dan *Return* 15 Hari Setelah IPO serta Moderasi Besaran Perusahaan terhadap Hubungan antara Variabel Keuangan dengan *Return* Awal dan *Return* 15 Hari Setelah IPO”, **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 7, No. 2, Mei.
- Arifin, Zaenal, 2005, **Teori Keuangan dan Pasar Modal**, EKONISIA, Yogyakarta.
- Carter, 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, February.

- Chishty, Muhammad R.K., Iftekhar Hasan & Stephen D. Smith, 1996, “A Note On Underwriter Competition and Initial Public Offerings”, *Journal of Business Finance and 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.
- Dodd, James L., dan Shimin Chen, 1996, “EVA : A New Panacea”, *Business and Economic Review*, Jul-Sep, pp. 26.
- Ghozali, Imam, 2006, **Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS**, Badan Penerbit UNDIP, Semarang.
- Gumanti, Tatang A., 2002, “Underpricing dan Biaya-biaya di Sekitar *Initial Public Offering*”, *Wahana*, Vol. 5, No. 2, pp. 135-147.
- Hartanto, Immanuel B., dan Sri I. Ediningsih, 2004, “Kinerja Harga Saham Setelah Penawaran Perdana (IPO) pada Bursa Efek Jakarta”, *Usahawan*, No. 8, Th. XXXIII, pp. 36-43.
- Hartono, Jogyanto, 2000, **Teori Portfolio dan Analisis Investasi**, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Hartono, J., dan Syaiful Ali, 2002, “Analisis Pengaruh Pemilihan Metode Akuntansi terhadap Pemasukan Penawaran Perdana”, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 17, No. 2, pp. 211-225.
- Husnan Suad, 1998, **Dasar-dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas**, UPP AMP. YKPN.
- Ibbotson, R.G., dan Ritter J.R., 1995, *Initial Public Offering, Handbooks of Operational Research and Management Science : Finance*, Vol. 12, pp. 123-134.
- Irawati, Sarma Uli, 2009, Analisis Pengaruh Informasi Akuntansi dan Non Akuntansi Terhadap *Initial Return* Pada Perusahaan yang Melakukan *Initial Public Offering* di Bursa Efek Indonesia, Universitas Gunadarma, Depok.
- Kim, J.B., Itzhak Krinsky, and Jason Lee, 1993, “Motives for Going Public and Under Pricing: New Findings from Korea”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 20, Iss. 2, pp. 195-211.
- Liu Ti, 2003, “An Empirical Investigation of IPO Underpricing in China”, *China Project Report*, No. 4.

- Logue, D., 1973, “*On The Pricing of Unseasoned Equity Issues : 1965-1969*”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, January, pp. 91-103.
- Manalu S., 2002, Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Perbankan Sebelum dan Sesudah Go Publik, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen, Universitas Diponegoro.
- 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.
- Midiastuti, P. dan Fitriwati Ilyas, 2004, “Hubungan Antara Harga Penawaran IPO, Target Kepemilikan Institusional, *Underpricing* dan Kinerja Perusahaan: Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta”, **Ventura**, Vol. 7, No. 3, Desember, pp. 255-270.
- 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.
- Nurhidayati, Siti & Nur Indriantoro, 1998, “Analisis Faktor-faktor Yang Berpengaruh Terhadap Tingkat *Underpriced* pada Penawaran Perdana di Bursa Efek Jakarta”, **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol. 13, No. 1.
- Pakpahan, Surung Deodatus, 2002, Profil Resiko Perdagangan Saham Sektorial di Bursa Efek Jakarta, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen, Universitas Indonesia.
- Roscoe, J.T., 1975, *Fundamental Research Statistics for The Behavioral Sciences*, 2nd Edition, New York : Holt, Rinehart and Winston.
- Santoso, Singgih, 2000, **Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik**, Elex Media Komputindo, Gramedia, Jakarta.
- Santoso Budi, 2005, “Prospek Kredit Properti 2005”, *Economic Review Journal*, No. 199.
- Subalno, 2009, Analisis Pengaruh Faktor Fundamental dan Kondisi Ekonomi Terhadap *Return* Saham, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen, Universitas Diponegoro.
- Trisnawati, Rina, 1999, “Pengaruh Informasi Prospektus 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**, Vol. 5, No. 3, September.
- Ulupui, 2007, “Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, *Leverage*, Aktivitas, dan Profitabilitas Terhadap *Return* Saham (Studi Pada Perusahaan Makanan dan Minuman dengan Kategori Industri Barang Konsumsi di BEJ)”, **AUDI Jurnal dan Bisnis**, Vol. 1. Bali.