

FAKTOR – FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *INITIAL RETURN* PADA *INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO)*

Tiara Morina¹⁾, Rida Rahim²⁾

¹⁾Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Andalas
tiara.morina@yahoo.com

²⁾Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Andalas
Ridarahim@eb.unand.ac.id

Abstract : *This study was conducted to determine the factors that influence the initial return on the initial public offering of non-financial companies for the period of 2016 to 2018. The variables in this research are return on assets, debt to equity ratio, earnings per share, company size, appointed underwriter, and auditor reputation, and initial returns. The sampling technique is purposive sampling and we get 86 companies. The data analysis technique is multiple regression, where the results obtained are return of assets and auditor's reputation is insignificant and positive of initial returns, debt to equity ratio and company size is insignificant and negative. Earnings per share variable and the influence of underwriters have a significant and positive effect.*

Keywords: *initial return, return on assets, debt to capital ratio, earnings per share, company size, reputation underwriter, and auditor's reputation.*

Abstrak : Penelitian ini dilakukan bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi *initial return* pada *initial public offering* di perusahaan non keuangan periode 2016 sampai 2018. Variabel pada penelitian ini yaitu *return on asset, debt to equity ratio, earning per share, firm size, reputasi underwriter, auditor, dan initial return*. Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan purposive sampling serta didapatkan 86 perusahaan. Teknik analisis data yang digunakan adalah regresi berganda, dimana hasil yang diperoleh yaitu *return on asset* dan reputasi auditor tidak berpengaruh signifikan serta bernilai positif terhadap *initial return*, untuk variabel *debt to equity ratio dan firm size* tidak berpengaruh signifikan serta bernilai negatif. Variabel *earning per share* dan reputasi *underwriter* memiliki pengaruh yang signifikan serta bernilai positif.

Kata Kunci: *initial return, return on asset, debt to equity ratio, earning per share, firm size, underwriter reputation, dan auditor's reputation.*

A. PENDAHULUAN

Seiring dengan perubahan yang relatif cepat dalam perekonomian menuntut adanya perubahan tujuan dalam suatu bisnis yang awalnya hanya berorientasi pada keuntungan, kini mengarah pada usaha memaksimalkan nilai perusahaan. Persaingan yang ketat menganjurkan setiap perusahaan dapat memilih strategi yang paling tepat dalam mencapai keunggulan kompetitif. Salah satu strategi yang dilakukan manajemen perusahaan di dalam memenuhi kebutuhan pendanaan adalah dengan melakukan kegiatan *initial public offering (IPO)*, kegiatan tersebut dilakukan dengan cara menerbitkan dan memperjualkan belikan sekuritas dalam bentuk saham. Sepanjang tahun 2018 teridentifikasi lebih kurang 52 perusahaan baru yang masuk ke dalam pasar modal Indonesia. Banyaknya perusahaan yang melakukan *initial public offering (IPO)* menunjukkan telah mulai dipercayanya sektor ril dipasar modal Indonesia (Hulu, 2017).

Dalam kegiatan terkait IPO, pasar modal memegang peranan penting dalam memobilisasi dana dari pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) kepada pihak yang mengalami kekurangan dana (perusahaan). Dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, penambahan modal kerja, dan lain-lain. Banyaknya perusahaan yang melakukan proses *go public* juga menunjukkan bahwa kinerja pasar modal di Indonesia terus mengalami kemajuan dan telah menjadi salah satu tujuan investasi, baik yang dilakukan pengusaha lokal maupun internasional (Hulu, 2017).

Tingginya minat perusahaan dalam melakukan IPO memberikan peluang besar bagi

investor dalam memilih perusahaan yang mampu memberikan pengembalian modal mereka secara maksimal. Namun demikian setiap investor memiliki karakter yang berbeda. Pertama investor yang takut menghadapi risiko akan cenderung sangat berhati-hati dan akan berinvestasi dalam waktu yang panjang. Karakter kedua investor yang netral terhadap risiko, investor tersebut relatif siap menghadapi kondisi risiko yang tinggi atau pun rendah sedangkan karakter ketiga adalah investor yang suka menghadapi risiko dan lebih suka berspekulasi untuk memperoleh keuntungan khususnya dalam jangka pendek. Salah satu tindakan yang dilakukan investor untuk mendapatkan keuntungan jangka pendek yang optimal adalah membeli saham perusahaan yang melakukan IPO (Tandelilin, 2010).

Menurut Yadnyana, et al (2015) menyatakan bahwa fenomena yang sering terjadi setelah saham diperdagangkan di pasar sekunder adalah underpricing saham. Akibat yang terjadi dari fenomena underpricing tersebut yaitu investor akan memperoleh initial return, dimana hal ini akan menguntungkan investor. Fenomena underpricing ini terjadi dalam jangka pendek yaitu setelah perusahaan melakukan IPO di pasar perdana dan kemudian masuk ke pasar sekunder (pasar modal dimana saham dan sekuritas lainnya akan diperjual belikan kepada umum setelah masa penjualan di pasar perdana, dan harga ditentukan oleh permintaan penawaran yang dipengaruhi berbagai macam faktor intern, contohnya kebijakan EPS atau kebijakan dividen). Underpricing bisa terjadi akibat harga saham IPO yang ditetapkan sangat rendah, sebab harga yang terjadi di pasar sekunder telah mencerminkan harga dalam kondisi baik atau full information. Besarnya underpricing diukur dengan initial return yaitu selisih harga saham di pasar sekunder akan lebih tinggi dibandingkan dengan harga saham pada saat penawaran perdana (Aini, 2013).

Salah satu contoh kasus underpricing yang terjadi pada PT. Krakatau Steel (KRAS) yang melakukan IPO di tahun 2010, dimana harga saham IPO yang ditetapkan saat KRAS melakukan penawaran perdana dinilai terlalu murah. Saham KRAS dibuka pada harga Rp 850 dan ditutup pada harga Rp 1.270. Lonjakan hingga 49% ini membuat pembelian saham KRAS bahkan terhenti karena aturan auto-rejection. Menurut Vice President Research & Analyst PT. Valbury Asia, Nico Omer Jonckheere menyatakan bahwa wajarnya saham IPO naik sampai 15%, namun lonjakan harga yang terjadi pada saham KRAS ini mencapai 49% yang menandakan bahwa harga saham IPO KRAS dinilai terlalu rendah dan merugikan pihak perusahaan dan negara mengingat KRAS merupakan perusahaan milik Negara.

Dampak dari underpricing bagi perusahaan yaitu, perusahaan memperoleh dana yang tidak maksimum dan berbanding terbalik untuk investor, yang mana keadaan ini akan menguntungkan para investor. Namun jika saat IPO terjadi outpricing perusahaanlah yang akan diuntungkan karena akan mendapatkan dana maksimum dari saham yang terjual dan investor yang akan rugi karena investor tidak menerima initial return yaitu keuntungan yang akan diperoleh karena adanya perbedaan harga saham yang dibeli saat IPO dengan harga jual hari pertama di pasar sekunder (Yusniar 2016).

Initial Return dapat dipengaruhi oleh sejumlah variabel yang berada dari dalam perusahaan (Agustian., et al 2013). Fundamental Perusahaan merupakan instrument yang paling penting dalam mendorong berjalannya aktivitas sebuah perusahaan (Ross., et al 2013). Beberapa variabel yang dapat dikategorikan sebagai variabel fundamental didalam sebuah perusahaan adalah *Return On Assets, debt to equity ratio, earning per share* dan *firm size*. Selain itu pergerakan *initial return* juga dapat dipengaruhi oleh variabel non keuangan seperti reputasi auditor dan *underwriter* (Hulu, 2017).

Keputusan dalam berinvestasi salah satu instrumen penting yang dapat menjadi daya tarik bagi investor adalah profitabilitas. Rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai efektivitas suatu perusahaan dalam mencari keuntungan yang dihasilkan dari penjualan atau pendapatan investasi. Nilai profitabilitas yang semakin tinggi akan menarik minat para investor, hal ini karena semakin besar potensi keuntungan perusahaan, maka pemegang saham akan diuntungkan di masa depan (Banerjee., et al 2015). Penelitian yang dilakukan oleh Hary et al., (2015) mengatakan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *Initial Return* sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Ljungqvist., et al (2006), Loo., et al (2009) & Tian., et al (2012) menunjukkan rasio profitabilitas berpengaruh signifikan dan bernilai negatif terhadap tingkat *underpricing (Initial Return)*.

Menurut Emilia., et al(2008), Hahn., et al (2013), Banerjee (2015) dan Saputri (2016) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap *Initial Return*. Hasil tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba tentu akan mendorong munculnya sentimen positif mendorong kenaikan harga saham, sehingga mengakibatkan terjadinya kenaikan *Initial Return*, maka dari itu profitabilitas diduga ikut mempengaruhi tingkat dari initial return saham perdana (Darpius., et al 2019).

Selain dilihat dari profitabilitas, keberhasilan perusahaan dalam mendorong peningkatan kinerja juga dapat disebabkan oleh kemampuan perusahaan dalam mengelola pendanaan eksternal, seperti hutang. Salah satu cara untuk mengetahui kondisi hutang perusahaan dengan memperhatikan perkembangan *debt to equity ratio* yaitu perbandingan antara total hutang dengan modal yang dimiliki. Semakin tinggi nilai rasio ini menunjukkan perusahaan lebih banyak menggantungkan kegiatan operasionalnya pada dana yang bersumber dari hutang dibandingkan modal yang terakumulasi di dalam perusahaan. Menurut Jin Zhou., et al(2011), Hasan., et al (2013), Kaushik., et al (2015) & Banerjee (2015) yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap *initial return*. Besarnya *leverage* akan merefleksikan risiko finansial atau kegagalan perusahaan untuk mengembalikan pinjamannya dimana semakin besar rasio hutang maka semakin meningkat resiko yang harus ditanggung perusahaan. Berbeda dari penelitian yang di atas Bruce., et al (2014) menemukan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap *Initial Return*. Hal ini tentu akan mempengaruhi permintaan saham perusahaan pada saat IPO dan berimbas pada penurunan tingkat *Initial Return* yang dapat diterima investor.

Meningkatnya keinginan seorang investor dalam berinvestasi juga dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan di dalam memenuhi kewajibannya kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya kepada pemegang saham dapat ditentukan dari *earning per share*. Rasio ini menunjukkan sejauh mana kemampuan perusahaan di dalam memberikan kesejahteraan bagi investor dalam bentuk dividen yang akan dibagikan, yang disesuaikan dengan jumlah saham yang dimiliki investor di dalam perusahaan. Semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam mengelola rasio pasar tentu akan mendorong meningkatnya nilai *initial return* yang akan diterima investor (Ross., et al 2010). Didukung oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Lilianti (2018), Maredesa., et al (2017), Safitri (2013), Damayanti., et al (2014), dan Mustanda., et al (2016) yang menyatakan *earning per share* berpengaruh positif terhadap *initial return*. Namun penelitian yang dilakukan oleh Khairani (2016) menyatakan bahwa *earning per share* (EPS) berpengaruh negatif terhadap *initial return*. Selaras dengan penelitian sebelumnya, Abundati., et al (2018) yang menyatakan bahwa *earning per share* (EPS) berpengaruh negatif terhadap *initial return*.

Pembentukan mekanisme pasar yang mendorong terjadinya kenaikan dan penurunan harga saham dan mengakibatkan *initial return* juga dipengaruhi oleh ukuran perusahaan (*firm size*), pada dasarnya semakin besar ukuran sebuah perusahaan tentu menunjukkan adanya nilai total asset yang besar. Semakin besar nilai total asset perusahaan akan mempengaruhi nilai *initial return* yang diperoleh investor. Irawati (2011) menemukan bahwa ukuran perusahaan yang diukur dengan total asset tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Dalam penelitian syahyuan., et al (2010) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negative yang signifikan terhadap *initial return* pada perusahaan yang baru melaksanakan *initial public offering* (IPO), dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *initial return* yang diterima investor.

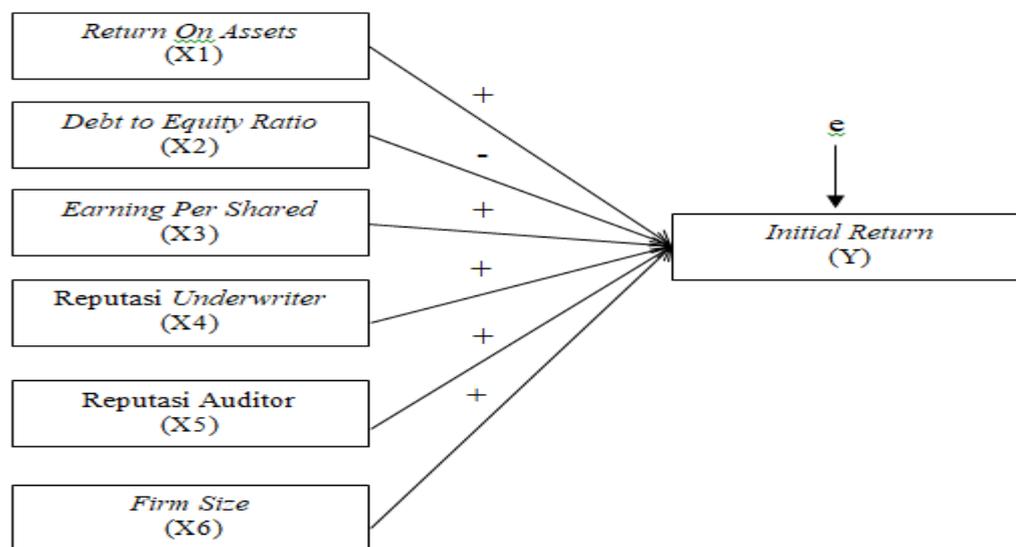
Selain variabel fundamental, variabel reputasi *underwriter* juga berpengaruh terhadap *initial return*. Sebagaimana diketahui bahwa *underwriter* sangat berperan dalam penentuan harga saham dari emiten di pasar perdana yang akan dijual kepada calon investor. *Underwriter* dengan reputasi tinggi diyakini oleh calon investor yang membeli saham di pasar perdana telah menetapkan harga saham dari emiten yang menggunakan jasanya pada harga yang wajar (*fair pricing*). Dengan kata lain, harga saham di pasar perdana yang ditetapkan oleh *underwriter* di Bursa Efek Indonesia cenderung tidak mengalami kenaikan yang signifikan. Oleh karena itu *initial return* yang bisa diperoleh investor dari emiten yang menggunakan jasa *underwriter* bereputasi tinggi nilainya relatif rendah. Hal ini dilakukan untuk menjaga reputasi merekadan menghindarkan dampak hukum

di masa yang akan datang. Hasil penelitian dilakukan oleh Pahuvl., et al(2014), Lutfianto., (2013), Tian.,et al(2012) menemukan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap *initial return*. Akan tetapi, hasil penelitian ini berbeda dengan Mahyani., et al(2016) menyimpulkan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh positif terhadap *initial return*.

Variabel terakhir yang mempengaruhi *initial return* yaitu reputasi auditor. Auditor hadir untuk membantu mengurangi kesenjangan informasi antara emiten dan calon investor, sehingga underpricing dapat berkurang. Wang., et al(2007) mengatakan bahwa emiten (khususnya skala kecil) yang melakukan IPO dapat menggunakan jasa auditor untuk mengaudit laporan keuangannya sebelum disebarluaskan ke publik melalui prospektus untuk meminimalisir underpricing. Menurut Marofen., et al(2015) penggunaan auditor spesialis industri pada saat penawaran saham perdana membatasi emiten untuk melakukan manipulasi laba. Dengan menggunakan auditor yang spesialis di industrinya maka perusahaan tidak perlu untuk menetapkan harga yang rendah demi menarik perhatian investor. Hasil penelitian Marofen., et al(2015) menemukan bahwa reputasi Auditor berpengaruh positif terhadap *initial return*. Berbeda dengan Kwan., et al(2013) yang memiliki hasil reputasi auditor berpengaruh Negatif terhadap *initial return*.

Berdasarkan uraian latar belakang masalah tersebut, penelitian tertarik untuk meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi *initial return* saham pada saat IPO. Berdasarkan penelitian ini peneliti mencoba memasukkan variabel *Return On Asset*, *Debt to Equity Ratio*, *Earning Per Share*, *Firm Size* reputasi *Underwriter*, dan reputasi Auditor. Selain itu di dalam model penelitian mencoba menggunakan analisis data cross section dengan judul “Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi *Initial Return* Pada *Initial Public Offering (IPO)* Periode 2016-2018”.

Berdasarkan penjelasan diatas, maka kerangka konseptual penelitian ini dapat digambarkan pada Gambar 1 berikut ini.



Gambar 1 Kerangka Konseptual

Pada penelitian ini terdapat tiga hipotesis, diantaranya:

- H1 :ROA berpengaruh signifikan dan positif terhadap *initial return*.
- H2 : DER berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *initial return*.
- H3 :EPS berpengaruh signifikan dan positif terhadap *initial return*.
- H4 :Reputasi *Underwriter* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *initial return*.
- H5 :Reputasi Auditor berpengaruh signifikan dan positif terhadap *initial return*.
- H6 :*Firm Size* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *initial return*.

B. METODE PENELITIAN

Pada penelitian ini akan dilakukan analisis data kuantitatif. Data didapatkan dari laporan keuangan yang bersumber dari situs www.idx.co.id. Teknik pengumpulan sampel dilakukan dengan *purposive sampling*. Sehingga didapatkan 74 sampel perusahaan dari 95 total populasi. Adapun definisi operasional variabel penelitian dan penggunaan rumus dapat terlihat pada tabel berikut ini:

Tabel 1
Definisi Operasional Variabel

Variabel	Pengukuran	Sumber
<i>Initial Return</i>	$\text{Initial Return} = \frac{HS1 - HS0}{HS0}$	(Ross., et al 2013)
<i>Return on Assets</i>	$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$	Brigham & Houston (2006)
<i>Debt to Equity Ratio</i>	$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$	Horne & Wachowicz (2009)
<i>Earnings per Share</i>	$\text{EPS} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Saham Yang Beredar}}$	Ross (2010)
Reputasi <i>Underwriter</i>	Diukur menggunakan peringkat <i>Underwriter</i> dengan menggunakan variabel dummy untuk underwriter yang masuk sepuluh besar dan terkemuka diberi skala 1, sedangkan 0 untuk underwriter tidak terkemuka dan tidak masuk sepuluh besar.	Brealey., et al (2007)
Reputasi Auditor	Untuk mengukur reputasi auditor menggunakan variabel dummy, perusahaan yang menggunakan auditor yang termasuk dalam partner the Big Four mendapat skala 1, sedangkan yang tidak termasuk dalam the Big Four mendapat skala 0.	Boynton., et al (2006)
<i>Firm size</i>	$\text{Firm size} = \ln(\text{Total Assets})$	Yanase., et al (2019)

C. HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan formulasi yang dijelaskan pada definisi operasional variabel di atas maka akan dilakukan serangkaian pengujian untuk melihat hasil hipotesis. Regresi yang di gunakan dalam

penelitian ini yaitu regresi linear berganda, dimana untuk mencapai regresi ini akan dilakukan beberapa pengujian untuk memastikan bahwa model layak untuk di uji.

Uji Normalitas

Sebelum dilakukan tahapan pengujian hipotesis lebih lanjut terlebih dahulu dilakukan pengujian normalitas. Menurut Hair et al (2011) pengujian normalitas dilakukan untuk mengetahui pola keragaman variance yang mendukung masing masing variabel penelitian. Pada model penelitian saat ini pengujian normalitas dilakukan dengan menggunakan bantuan uji Kolmogorov Smirnov Test. Pada tahapan pengujian normalitas, seluruh variabel dinyatakan normal bila memiliki nilai probability > 0,05. Berdasarkan hasil pengujian normalitas yang telah dilakukan diperoleh ringkasan hasil terlihat pada tabel 2 dibawah ini:

Tabel 2
Hasil Pengujian Kolmogorov Smirnov

Smaller Group	D	P-value
Resid	0,149	0,036
Cumulative	-0,078	0,404
Combined K-S	0,149	0,073

Sesuai dengan hasil pengujian normalitas terlihat pada tabel 4.2 terlihat data berdistribusi normal karena nilai signifikansi combined kolmogorov smirnov sebesar 0,073 atau lebih besar dari 0,05.

Uji Multikolinearitas

Dalam mendeteksi adanya gejala multikolinearitas antar variabel independen pada model persamaan regresi berganda digunakan pengujian dengan melihat nilai VIF dari masing-masing variabel independen. Nilai dari hasil pengujian dapat di lihat pada tabel 3 di bawah ini:

Tabel 3
Hasil Pengujian Multikolinearitas

Variabel	VIF
Reputasi <i>Underwriter</i>	3.00
<i>Firm Size</i>	2.90
<i>Earning Per Share</i>	2.18
Reputasi Auditor	1.90
<i>Return On Asset</i>	1.79
<i>Debt to Equity Ratio</i>	1.15

Sumber: STATA Versi 14.2 (diolah)

Berdasarkan tabel di atas terlihat bahwa masing-masing variabel independen memiliki nilai VIF di bawah 10 hal ini mengindikasikan bahwa tidak adanya korelasi yang kuat antar variabel. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel dapat digunakan untuk pengamatan dalam memprediksi pengaruhnya terhadap *Initial Return*.

Uji Heteroskedastisitas

Menurut Hair., et al (2010) pengujian heteroskedastisitas dilakukan untuk mengetahui pola penyebaran variance dari setiap variabel penelitian yang akan dibentuk ke dalam sebuah model regresi. Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan Cook-Weisberg. Pada tahapan pengujian gejala heteroskedastisitas tidak akan terjadi bila nilai masing masing variabel independen yang diregresikan dengan nilai variance seluruh variabel yang diabsolutkan untuk

menghasilkan nilai probability di atas atau sama dengan 0,05. Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan diperoleh ringkasan hasil terlihat pada tabel 4 dibawah ini:

Tabel 4
Hasil Pengujian Cook-Weisberg test

chi2	Prob > Chi2
0.02	0,889

Sumber: SATA Versi 14.2 (diolah)

Pada tabel 4 teridentifikasi memiliki nilai probability diatas atau sama dengan 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen yang akan dibentuk ke dalam model persamaan regresi linear berganda telah terbebas dari gejala heteroskedastisitas, oleh sebab itu tahapan pengolahan data lebih lanjut dapat segera dilakukan.

Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Berdasarkan hasil pengujian statistik yang telah dilakukan diperoleh ringkasan hasil terlihat pada Tabel 4.5 dibawah ini:

Tabel 4.5
Hasil Pengujian Regresi Linear Berganda

Variabel	Koefisien	P-Value	Keterangan
Konstanta	2.673	0.000	
<i>Return On Asset</i>	-1.712	0.093	Tidak Signifikan
<i>Debt to Equity Ratio</i>	-0.060	0.168	Tidak Signifikan
<i>Earning Per Share</i>	0.007	0.000	Signifikan
Reputasi <i>Underwriter</i>	0.249	0.007	Signifikan
Reputasi Auditor	-0.024	0.827	Tidak Signifikan
<i>Firm Size</i>	-0.004	0.823	Tidak Signifikan
R-Square	0,3714		
F-prob	0,0000		

Sumber: STATA Versi 14.2 (diolah)

Berdasarkan tabel di atas maka dapat dibentuk persamaan untuk regresi logistik sebagai berikut ini.

$$IR = 2,673 - 1,712 X_1 - 0,060 X_2 + 0,007 X_3 + 0,249 X_4 - 0,024 X_5 - 0,004 X_6 + e$$

Berdasarkan persamaan di atas maka dapat diinterpretasikan bahwa nilai konstanta menunjukkan jika seluruh variabel independen dianggap konstan (nol), maka *initial return* perusahaan akan bernilai sebesar 2,673. Konstanta ini menggambarkan bahwa adanya pengaruh variabel independen, karena itu perusahaan akan memiliki minat yang tinggi terhadap *initial return* perusahaan.

Selanjutnya, koefisien regresi variabel *return on asset* yaitu sebesar 1,712, hal ini mengindikasikan bahwa adanya hubungan negatif antara tingkat *return on asset* dengan *initial return*. Setiap kenaikan *return on asset* satu satuan maka akan menurunkan nilai *initial return* sebesar 1,712 kali.

Koefisien regresi variabel *debt to equity ratio* memiliki koefisien negatif sebesar 1,712 hal ini mengindikasikan bahwa adanya hubungan negatif antara tingkat *debt to equity ratio* dengan *initial return*. Setiap kenaikan *debt to equity ratio* satu satuan maka akan menurunkan *initial return* sebesar 1,712 kali.

Untuk variabel *earning per share* memiliki koefisien sebesar 0,007, hal ini mengindikasikan bahwa adanya hubungan positif antara tingkat *earning per share* dengan *initial return*. Setiap kenaikan tingkat *financial distress* satu satuan maka akan meningkatkan *initial return* sebesar 0,007 kali.

Koefisien variabel reputasi *underwriter* memiliki koefisien sebesar 0.249 hal ini mengindikasikan bahwa adanya hubungan positif antara tingkat reputasi *underwriter* dengan *initial return*. Setiap kenaikan reputasi *underwriter* satu maka akan meningkatkan *initial return* sebesar 0.249 kali.

Variabel reputasi Auditor memiliki koefisien sebesar -0.024 hal ini mengindikasikan bahwa adanya hubungan negatif antara tingkat reputasi Auditor dengan *initial return*. Setiap kenaikan reputasi Auditor satu maka akan menurunkan *initial return* 0.024 kali.

Variabel terakhir yaitu *firm size* memiliki nilai sebesar -0,004, hal ini mengindikasikan bahwa adanya hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan *initial return*. Setiap kenaikan ukuran perusahaan satu satuan maka akan menurunkan *initial return* 0,004 kali.

Uji Hipotesis

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pada tabel 4.5 di atas maka terlihat bahwa variabel *return on asset* memiliki tingkat signifikansi sebesar $0.093 > 0,05$. Maka keputusannya adalah H_0 diterima dan H_1 ditolak. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return* perusahaan non keuangan di Bursa Efek Indonesia periode 2016 sampai 2018.

Sejalan dengan hipotesis pertama, nilai signifikansi untuk variabel *debt to equity ratio* yaitu $0.168 > 0,05$. Maka keputusannya adalah H_0 diterima dan H_1 ditolak. Kesimpulan yang diperoleh yaitu *debt to equity ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return* perusahaan non keuangan di Bursa Efek Indonesia periode 2016 sampai 2018.

Selanjutnya nilai signifikansi untuk variabel *earning per share* yaitu $0.000 < 0,05$. Maka keputusan yang dihasilkan sama dimana H_0 ditolak dan H_3 diterima. Kesimpulan yang diperoleh yaitu tingkat pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*.

Sesuai dengan model regresi di atas nilai untuk variabel reputasi *underwriter* yaitu $0.007 < 0,05$. Maka dapat dikatakan bahwa H_0 ditolak dan H_4 diterima. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* yang rendah berpengaruh signifikan terhadap *initial return* perusahaan non keuangan di Bursa Efek Indonesia periode 2016 sampai 2018.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis kelima, nilai dari variabel reputasi auditor yaitu sebesar $0,827 > 0,05$. Hal ini mengindikasikan bahwa reputasi auditor tidak berpengaruh signifikan terhadap terhadap *initial return* karena H_0 diterima dan H_5 ditolak.

Untuk pengujian hipotesis terakhir terlihat bahwa *firm size* yaitu $0.823 > 0,05$. Maka keputusan yang dihasilkan sama dimana H_0 diterima dan H_6 ditolak. Kesimpulan yang diperoleh yaitu *firm size* tidak berpengaruh signifikan terhadap terhadap *initial return* perusahaan non keuangan di Bursa Efek Indonesia periode 2016 sampai 2018.

Pembahasan

Pengaruh Return On Asset Terhadap Initial Return

Hasil yang diperoleh menunjukkan nilai koefisien regresi bertanda negatif sebesar 1,712 dengan nilai probability hasil pengujian p value pada t-statistik sebesar 0,093. Dalam tahapan pengolahan data digunakan tingkat kesalahan sebesar 0,05. Hasil yang diperoleh tersebut menunjukkan bahwa nilai probability sebesar $0,093 > \alpha 0,05$ maka keputusannya adalah H_0 diterima dan H_1 ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa return on assets negatif dan tidak

berpengaruh signifikan terhadap *initial return* pada perusahaan yang melakukan kegiatan *initial public offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia dikarenakan investor seakan tidak memperdulikan tingkat ROA yang dimiliki perusahaan. Berdasarkan teori ekspektasi, hal ini disebabkan investor yang lebih mengharapkan pendapatan dimasa yang akan datang atau masa depan sehingga investor tidak terlalu memperhatikan pendapatan pada masa kini.

Temuan yang diperoleh di dalam tahapan pengujian hipotesis pertama tidak konsisten dengan hasil penelitian menurut Hahn., et al (2013), Banerjee., (2015) dan Saputri (2016) menemukan bahwa return on assets berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Kegiatan *initial public offering* (IPO) akan menjadi efektif ketika harga saham yang terbentuk di awal perdagangan mengalami penguatan nilai (*under pricing*), efektifitas dapat dipicu dengan adanya informasi positif tentang perusahaan, salah satu informasi tersebut adalah peningkatan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Ketika perusahaan dapat dengan baik dalam menghasilkan laba tentu akan mendorong peningkatan harga saham dan memberikan peluang bagi investor untuk mendapatkan *initial return* pada saat penutupan perdagangan.

Pengaruh *Debt to Equity Ratio* Terhadap *Initial Return*

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis yang bertujuan untuk mengetahui *debt to equity ratio* terhadap *initial return* diperoleh nilai koefisien regresi bertanda negatif sebesar 0.060 yang diperkuat dengan hasil pengujian p value pada t-statistik sebesar 0,168, sedangkan di dalam tahapan pengujian digunakan tingkat kesalahan sebesar 0,05. Hasil yang diperoleh tersebut menunjukkan bahwa nilai probability sebesar $0,168 > \alpha$ maka keputusannya adalah H_0 diterima dan H_2 ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa *debt to equity ratio* negatif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return* yang diterima oleh perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia.

Sesuai dengan hasil pengujian hipotesis kedua sejumlah penelitian terdahulu juga berhasil menentukan hasil serupa. Hasil penelitian sebelumnya menunjukkan Jin Zhou., et al (2011), Hasan., et al (2013), Kaushik., et al (2015) dan Banerjee (2015) yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap *initial return*. Besarnya *leverage* akan merefleksikan risiko finansial atau kegagalan perusahaan untuk mengembalikan pinjamannya dimana semakin besar rasio hutang maka semakin meningkat resiko yang harus ditanggung perusahaan. Puor & Lasfer (2013) mengungkapkan bahwa posisi solvabilitas perusahaan yang dapat dilihat dari *debt to equity ratio* sangat berkontribusi bagi besarnya *initial return* yang diperoleh investor.

Pengaruh *Earning Per Share* Terhadap *Initial Return*

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis ketiga dengan menggunakan variabel *earning per share* diperoleh nilai koefisien regresi bertanda positif sebesar 0,007 sedangkan nilai probability yang dihasilkan dalam pengujian adalah 0.000. Proses pengolahan data dilakukan dengan menggunakan tingkat kesalahan sebesar 0,05. Hasil yang diperoleh tersebut menunjukkan bahwa nilai probability sebesar $0,000 < \alpha$ 0,05 maka keputusannya adalah H_0 ditolak dan H_4 diterima sehingga dapat disimpulkan bahwa *earning per share* berpengaruh signifikan terhadap *initial return* pada perusahaan yang melakukan *initial public offering* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2016 sampai 2018 yang lalu.

Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa *earning per share* merupakan variabel yang mempengaruhi *initial return* yang diperoleh investor. Nilai EPS yang besar menandakan keuntungan perusahaan yang besar pula, berarti perusahaan tersebut memiliki kinerja yang baik. Keuntungan yang dihasilkan perusahaan merupakan salah satu alat ukur utama dari kesuksesan perusahaan. Oleh karena itu, para investor akan lebih memusatkan perhatiannya terhadap nilai EPS perusahaan untuk melakukan keputusan investasi. Hal ini dikarenakan besar kecilnya nilai EPS menunjukkan besar kecilnya keuntungan yang akan diterima oleh para investor dari setiap lembar saham yang dimilikinya. Temuan yang diperoleh pada tahapan pengujian hipotesis ketujuh konsisten dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Lilianti (2018), Maredesa., et al (2017), Safitri

(2013), Damayanti., et al (2014), dan Mustanda., et al (2016) yang menyatakan *earning per share* (EPS) berpengaruh positif terhadap *initial return*.

Pengaruh Reputasi Underwriter Terhadap Initial Return

Sesuai dengan hasil pengujian hipotesis ke empat pengaruh reputasi *underwriter* terhadap *initial return* diperoleh nilai koefisien regresi bertanda positif 0.249 sedangkan nilai probability yang dihasilkan dalam pengujian adalah sebesar 0,007. Proses pengolahan data digunakan dengan tingkat kesalahan sebesar 0,05. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa nilai probability sebesar $0,007 < \alpha 0,05$ maka keputusannya adalah H_0 ditolak dan H_4 diterima sehingga dapat disimpulkan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *initial return* pada perusahaan yang melakukan kegiatan *initial public offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia.

Hasil yang diperoleh mengisyaratkan bahwa semakin tinggi reputasi *underwriter* yang digunakan sebuah perusahaan yang melakukan IPO menciptakan keyakinan dari investor, sesuai dengan Penelitian *The Lawsuit Avoidance Hypotesis*, yaitu suatu teori ini yang menyatakan bahwa *underwriter* bereputasi tinggi dalam penjaminan emisi saham selalu berusaha untuk menyajikan nilai perusahaan yang sesungguhnya dari emiten yang mereka jamin. Hal ini dilakukan untuk menjaga reputasi mereka dan menghindari dampak hukum di masa yang akan datang, oleh sebab itu reputasi yang dimiliki *underwriter* menjadi salah satu alasan investor mau membeli saham perusahaan walaupun baru melakukan IPO, akan tetapi motif pembelian ditujukan lebih pada untuk mendapatkan keuntungan dalam bentuk atau *initial return*. Konsistensi hasil penelitian diperoleh oleh dengan Mahyani., et al (2016), Demouski (2011) dan Jones (2010) menyimpulkan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh positif terhadap *initial return*.

Pengaruh Reputasi Auditor Terhadap Initial Return

Sesuai dengan hasil pengujian variabel kontrol yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh reputasi auditor terhadap *initial return* diperoleh nilai koefisien regresi bertanda negatif 0,024 sedangkan nilai probability yang dihasilkan dalam pengujian adalah sebesar 0,827. Proses pengolahan data digunakan dengan tingkat kesalahan sebesar 0,05. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa nilai probability sebesar $0,827 > \alpha 0,05$ maka keputusannya adalah H_0 diterima dan H_5 ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa KAP berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *initial return* pada perusahaan yang melakukan kegiatan *initial public offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia.

Hasil yang diperoleh mengisyaratkan bahwa banyak perusahaan terkait yang menggunakan auditor di luar big 4. hal ini karena menggunakan auditor di luar big 4 lebih murah dibandingkan menggunakan big 4 sedangkan hasilnya negatif dikarenakan tidak menggunakan auditor big 4, diketahui sebagaimana menurut penelitian Marofen., et al (2015), Yadyana., et al (2015) dan Suherman., et al (2014) jika perusahaan menggunakan auditor big 4 dapat menciptakan keyakinan dari investor tentang kondisi keuangan nyata yang dimiliki perusahaan, oleh sebab itu reputasi yang dimiliki auditor menjadi salah satu alasan investor mau membeli saham perusahaan walaupun baru melakukan IPO, akan tetapi motif pembelian ditujukan lebih pada untuk mendapatkan keuntungan dalam jangka pendek dalam bentuk *capital gain* atau *initial return*. Begitu banyak investor yang meyakini reputasi auditor yang digunakan perusahaan sebagai jaminan bagi mereka dalam berinvestasi, mendorong terjadinya peningkatan aktifitas penawaran saham yang terjadi di pasar perdana akibatnya pada sesi perdagangan sore hari harga pasar saham mengalami peningkatan, momen tersebut dimanfaatkan oleh investor untuk menjual saham yang telah mereka beli dipagi hari, untuk mendapatkan *initial return*.

Pengaruh Firm Size Terhadap Initial Return

Sesuai dengan hasil pengujian variabel yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh *firm size* terhadap *initial return* diperoleh nilai koefisien regresi bertanda negatif 0,004 sedangkan nilai probability yang dihasilkan dalam pengujian adalah sebesar 0,823. Proses pengolahan data digunakan dengan tingkat kesalahan sebesar 0,05. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa nilai

probability sebesar $0,823 > \alpha 0,05$ maka keputusannya adalah H_0 diterima dan H_6 ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa *firm size* negatif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap initial return pada perusahaan yang melakukan kegiatan initial public offering (IPO) di Bursa Efek Indonesia.

Hasil yang diperoleh dalam pengujian sejalan dengan hasil yang diperoleh dalam penelitian Mahfud., et al (2012), Arman., et al(2012), Syahyunan., et al(2010) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap initial return. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa besar atau kecilnya perusahaan yang dilihat dari besarnya nilai total aset bukanlah variabel yang mempengaruhi peningkatan initial return, akan pergerakan initial return lebih dipengaruhi oleh kondisi pasar, isu dan gejala sosial yang terbentuk di pasar sekunder. Bertambah atau menurunnya kondisi aset sebuah perusahaan tidak mempengaruhi initial return, keadaan tersebut terjadi karena ukuran perusahaan belumlah melambangkan kondisi perusahaan yang sesungguhnya, dan hanya bersifat sementara, oleh sebab itu pergerakan variabel yang berada di luar perusahaan seperti kondisi inflasi, tingkat suku bunga, perubahan kurs dan berbagai variabel lainnya lebih berkontribusi dominan bagi pergerakan initial return.

D. PENUTUP

Berdasarkan kepada analisis dan pembahasan hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan, maka dapat diajukan beberapa kesimpulan terkait jawaban atas rumusan permasalahan yang diajukan dalam penelitian ini.

Pengujian hipotesis pertama ditemukan bahwa *Return On Asset* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *initial return*. Hasil pengujian hipotesis kedua ditemukan bahwa *Debt to Equity Ratio* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *initial return* pada perusahaan non keuangan di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2016 sampai dengan 2018. Hasil pengujian hipotesis ketiga ditemukan bahwa *Earning Per Share* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *initial return*. Hasil pengujian hipotesis keempat ditemukan bahwa Reputasi *Underwriter* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *initial return*.

Untuk pengujian hipotesis kelima dan keenam ditemukan bahwa reputasi auditor dan *firm size* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *initial return*.

Berdasarkan kepada analisis dan pembahasan ada beberapa implikasi penting dapat bermanfaat bagi perusahaan disarankan untuk menjaga posisi likuiditas yang mereka miliki, keberhasilan perusahaan dalam mengelola hutang jangka pendek dengan baik akan mendorong stabilitas kegiatan operasional perusahaan. Oleh sebab itu posisi likuiditas merupakan instrumen yang sangat penting untuk meningkatkan keyakinan dan kepercayaan investor pada saat *initial public offering* (IPO). Selain itu perusahaan disarankan untuk menjaga stabilitas hutang, dalam hal ini perusahaan harus melakukan perencanaan penggunaan hutang, dan mengetahui kebutuhan hutang secara pasti, selain itu perusahaan yang telah memiliki skala produksi yang tinggi harus berusaha untuk mengurangi ketergantungan terhadap hutang dan berusaha memanfaatkan segala sumber daya yang berada di dalam perusahaan.

E. DAFTAR PUSTAKA

- Arens, A et al., Randal J Elder, Mark S Beasley. 2011, *Auditong and assurance Service: Integrated Approach*, 14 Th Edition, New Jersey : Prentice-Hall
- Banerjee, Souvik. 2015. *Do Financial Parameters Affect Under-pricing in Graded IPOs: An Empirical Analysis from the Indian Equity Market*.TMC Academic Journal.Vol 10.No. 1.Hal.20-28.
- Brigham, Eugene.F Gepenski, Louis C. 2008. *Financial Manajemen Theory and Practice*.
- Bingham, E Russell. 2011. *Risk and Return: Underwriting, Investment and Leverage. Probability of Surplus Drawdown and Pricing For Underwriting and Investment Risk*. Article Finance.Ueropean Finance Corporation No 4 Vol 4
- Brau, J.C., dan Fawcett, S.E. (2006). *Initial Public Offerings: an analysis of theory and practice*. The Journal of Finance, 61, 399-436
- Brealey, et. Al. 2007.Dasar - dasar manajemen keuangan. Jakarta: Penerbit Erlangga

- Boynton, William C., et al. (2006). *Modern Auditing*, 8th Edition. New York : John Wiley Sons Inc
- Darmin Hulu. (2017). Pengaruh Fundamental Analisis Terhadap *Initial Return* di Bursa Efek Indonesia.
- Davies, Tony & Ian Crawford. 2014. *Corporate finance and financial strategy: optimising corporate and shareholder value*. Pearson education.
- Emilia, Sulaiman, Lucky dan Sembel, Roy . (2008). Faktor-faktor yang mempengaruhi initial return 1 hari, return 1 bulan, dan pengaruh terhadap return 1 tahun setelah IPO. *Journal of Applied Finance and Accounting*. 1 (1): 116-140.
- Hahn, T., Ligon, J. A., & Rhodes, H. *Liquidity and initial public offering underpricing*. *Journal of Banking and Finance*. 2013.
- Hasan, T., Hadad, M. *Value Relevance of Accounting Information and IPO in Indonesia*. Chicago, Vol. 2, No.1. 2013.
- Hearn, Bruce. 2014. "The Impact of Institutions, Ownership Structure, Business Angels, Venture Capital and Lead Managers on IPO Firm Underpricing Across North Africa". *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 24, h. 19-42.
- Horne, J. C. Van, & John M. Wachowicz, J. (2013). *Fundamentals of Financial Management 13th Edition*. Nursing Standard (Vol. 16). <https://doi.org/10.7748/ns2002.07.16.43.29.b366>
- Home James C. Van dan John M. Machowicz. 2009. *Fundamental of Financial Management*. 13th Edition. United Kingdom: Pearson Education.
- Kim Jeong-Bon., Itzhak Krinsky and Jason Lee. (1993). Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea. *Journal of Business Financial and Accounting*. January. pp.195-211
- Ljungqvist, Alexander. (2006). *IPO Underpricing pada B. Espen Fckbo*. Handbook of Corporate Finance. Empirical Corporate Finance. Volume 1. Amsterdam : Elsevier BV.
- Madichah. 2006. Pengaruh Earning per Share (EPS), Deviden Per Share (DPS), Financial Leverage terhadap Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia.
- Rani, P. and K. P. Kaushik. *Underpricing, Firm's Accounting Information and Grading of IPOs: an Empirical Analysis of Indian Private Sector*. India. 2015.
- Razafindrambinina, Dominique and Tiffany Kwan. (2013). *The Influence of Underwriter and Auditor Reputations on IPO Under-pricing*. *European Journal of Business and Management*. Vol.5, No.2, pp 199-212.
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. 2017. *Essentials of Corporate Finance (9e)*.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jeffrey, J. 2010. *Corporate Finance*, Ninth Edition, McGraw Hill.
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. 2013. *Essentials of Corporate Finance (9e)*.
- Shaista Wasiuzzaman, Fook Lye Kevin Yong, Sheela Devi D. Sundarasan, & Noor Shahaliza Othman. 2018. "Impact of disclosure of risk factors on the initial returns of initial public offerings (IPOs)".
- Sahoo, Seshadev and Prabina Rajib. 2010. Determinants of Pricing IPOs : An Empirical Investigation. *South Asian Journal of Management*, 19 (4), pp: 59 – 87
- Soo-Wah Low and Othman Yong . 2019. "Prestige signals and heterogeneity of opinion regarding IPO values: Malaysian evidence". *Journal of Economic Studies*.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi (Teori dan Aplikasi)*. Yogyakarta. BPFE UGM.
- Tian, Yuan. 2012. "An Examination Factors Influencing Under-pricing of IPOs on the London Stock Exchange". A Research Project Submitted in Partial Fulfillment of The Requirements for The Degree of Master of Finance Saint Mary's University, September.
- www.idx.co.id
- www.sahamok.com
- <https://www.detik.com/>