

**PENGARUH INFORMASI AKUNTANSI DAN
NON AKUNTANSI TERHADAP INITIAL RETURN:
STUDI PADA PERUSAHAAN YANG MELAKUKAN INITIAL PUBLIC
OFFERING
DI BURSA EFEK JAKARTA**

Helen Sulistio

Institut Bisnis & Informatika Indonesia, Jakarta

Abstract

The objectives of this study are to examine the effects of accounting information and non accounting information on initial returns to proxy for investment decision making on Initial Public Offering in Jakarta Stock Exchange. The initial returns observe in this study are limited for stocks that experienced underpricing. The accounting information examine in this study are size of the firms, earnings per share, price earnings ratio and leverage ratio. The non accounting information examine are percentage of shares retained by owner, auditor reputation and underwriter reputation.

Information is reflected by security prices when prices change because of the changes in investor beliefs. The new beliefs affect the prices through changes in demand (Dyckman and Morse, 1996: p.17). Daljono (2000), Nasirwan (2000), Rosyati and Sebeni (2002) and Gumanti (2004) provide evidences that accounting information and non accounting information have significant effects on initial returns. Accounting information is defined as information that is provided by financial statements. Other information about a firm that is not provided by its financial statements is defined as non accounting information.

This study uses 44 samples of manufacturing and non manufacturing firms listed on Jakarta Stock Exchange in 1998 – 2003 periods. The samples selection uses purposive sampling methods. Based on the purpose of the study, this research uses hypothesis testing. Regression analysis is used to test hypothesis.

The results suggest that information about leverage ratio effect initial return negatively significant and percentage of shares retained by owner effect initial return positively significant. It means that investor used accounting information and non accounting information on their investment decisions on IPO stocks.

A. Latar Belakang Masalah

Penelitian ini menguji pengaruh informasi akuntansi dan non akuntansi terhadap *initial return* sebagai proksi dari keputusan investasi pada perusahaan yang melakukan *initial public offering (IPO)* di Bursa Efek Jakarta. Penelitian dikhususkan pada saham-saham perusahaan yang mengalami *underpricing* di hari pertama perdagangan di pasar sekunder. *Initial return* diukur berdasarkan persentase selisih harga saham pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder dengan harga penawaran pada saat IPO (Kooli dan Suret, 2001). Informasi akuntansi adalah informasi yang berasal dari laporan keuangan perusahaan, sedangkan informasi non akuntansi adalah informasi yang tidak terdapat dalam laporan keuangan perusahaan (Nasirwan, 2000). Informasi akuntansi yang diteliti meliputi ukuran perusahaan, *Earnings per Share (EPS)*, *Price Earnings Ratio (PER)* dan tingkat *leverage*, sedangkan informasi non akuntansi yang diteliti meliputi proporsi kepemilikan yang ditahan pemegang saham lama, reputasi auditor dan reputasi *underwriter*.

Tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut; (1) menguji apakah investor menggunakan informasi akuntansi dalam pembuatan keputusan investasi pada saham IPO; (2) menguji apakah investor menggunakan informasi non akuntansi dalam pembuatan keputusan investasi pada saham IPO; (3) menguji bagaimana pengaruh informasi akuntansi dan informasi non akuntansi terhadap *initial return* sebagai proksi dari

keputusan investasi pada saham IPO. Informasi akuntansi yang diuji meliputi ukuran perusahaan, EPS, PER dan tingkat *leverage*. Informasi non akuntansi yang diuji meliputi persentase pemegang saham lama, reputasi auditor dan reputasi *underwriter*. Pengaruh industri dipakai sebagai variabel kontrol untuk menyempurnakan model penelitian.

Motivasi penelitian ini adalah sebagai berikut. Pertama, peneliti termotivasi untuk mengetahui informasi apa saja yang mempengaruhi keputusan investasi pada saham-saham IPO. Investor membutuhkan informasi mengenai perusahaan sebagai dasar analisis bagi keputusan investasinya. Setiap informasi mengenai perusahaan menyebabkan perubahan dalam keyakinan dan penilaian investor terhadap saham perusahaan sehingga mendorong keputusan penjualan maupun pembelian atas saham yang terefleksi dari perubahan harga saham. Informasi mengenai perusahaan yang melakukan IPO sangat terbatas, kadang kala sumber informasi tentang perusahaan IPO hanya berasal dari prospektus yang dikeluarkan oleh perusahaan sehingga lebih sulit bagi investor untuk menilai tingkat keuntungan dan risiko yang sebenarnya dari saham IPO. Dengan mengetahui informasi apa saja yang mempengaruhi *initial return* pada perusahaan IPO akan membantu investor menentukan keputusan investasinya.

Kedua, peneliti termotivasi untuk menguji apakah investor menggunakan informasi akuntansi atau informasi non akuntansi tentang perusahaan IPO secara berbeda. Dengan mengetahui perbedaan dalam penggunaan informasi akuntansi atau informasi non akuntansi dalam menentukan keputusan investasi, dapat disimpulkan bagaimana pengaruh perubahan dalam informasi akuntansi maupun informasi non akuntansi terhadap *return* saham IPO.

Kontribusi penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris mengenai pengaruh informasi akuntansi dan non akuntansi terhadap keputusan investasi dan *return* saham. Kontribusi bagi akademisi dan peneliti berdasarkan hasil yang disimpulkan dari penelitian ini diharapkan dapat mendukung teori atau hasil penelitian terdahulu mengenai topik yang sama di bidang pasar modal atau pun memberikan pandangan dan wawasan baru yang akan mendukung keberadaan dan perkembangan teori mengenai akuntansi dan pasar modal. Bagi investor dan perusahaan yang akan melakukan IPO, hasil yang disimpulkan dari penelitian ini diharapkan bermanfaat dalam proses pengambilan keputusan IPO dan keputusan investasi di Pasar Modal.

B. Tinjauan Pustaka

Studi mengenai pengaruh informasi baik informasi akuntansi maupun informasi non akuntansi terhadap *return* saham telah menjadi bahan menarik bagi penelitian di bidang keuangan. Dyckman dan Morse (1996: 17) menyatakan harga sekuritas merupakan hasil refleksi dari informasi ketika terjadi perubahan harga yang disebabkan oleh pergeseran keyakinan investor. Fama (1970), menyatakan pasar modal yang efisien sebagai pasar modal yang dapat menciptakan harga yang mencerminkan seluruh informasi. Penelitian Ball dan Brown (1968) adalah penelitian yang monumental mengenai hubungan antara informasi akuntansi dengan *return* saham. Penelitian ini mengamati tingkat *abnormal return* saham terhadap berita baik dan berita buruk berdasarkan pencapaian *earnings* aktual perusahaan dibandingkan ekspektasi pasar. Hasil penelitian Beaver (1968) menyatakan adanya perubahan dalam harga dan volume perdagangan saham yang signifikan selama seminggu setelah pengumuman laporan keuangan tahunan dibandingkan dengan minggu-minggu lainnya.

Penelitian terdahulu mengenai pengaruh informasi akuntansi dan non akuntansi terhadap *initial return* diuraikan dalam penjelasan berikut ini. Daljono (2000) meneliti mengenai hubungan antara *initial return* dengan umur perusahaan, persentase kepemilikan saham yang ditawarkan kepada publik, *Return on Assets* (ROA), *Financial Leverage* dan *Solvability Ratio*. Penelitian tersebut berhasil membuktikan adanya pengaruh yang signifikan antara reputasi *underwriter* dan *financial leverage* terhadap *initial return* tetapi gagal membuktikan adanya pengaruh yang signifikan antara reputasi auditor dengan besarnya *initial return*. Nasirwan (2000), menemukan bahwa reputasi penjamin emisi (*underwriter*), persentase penawaran saham dan nilai emisi berasosiasi secara statistik

signifikan dengan *return* 15 hari setelah IPO dan kinerja perusahaan satu tahun setelah IPO sehingga secara umum ia menarik kesimpulan bahwa investor di BEJ menggunakan informasi reputasi penjamin emisi, persentase penawaran saham dan nilai penawaran saham dalam pembuatan keputusan investasi di pasar sekunder. Penelitian Rosyati dan Sebeni (2002) semakin memperkuat hasil penelitian Nasirwan dan Daljono dengan memberikan bukti adanya hubungan yang signifikan antara reputasi *underwriter* dan umur perusahaan dengan *underpricing* yang diukur dari besarnya *initial return*. Penelitian Kartini dan Payamta (2002) yang diuraikan oleh Rochayani dan Setiawan (2004) membuktikan bahwa reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, umur perusahaan dan jenis industri berpengaruh terhadap *abnormal return* baik secara simultan maupun individu.

Penelitian Gumanti (2004) menyatakan hubungan yang signifikan dan positif antara harga penawaran saham perdana dengan *Earnings per Share*, *Price Book Value to Equity* dan hubungan negatif antara harga penawaran saham perdana dengan tingkat *Financial Leverage*. Rochayani dan Setiawan (2004) melakukan penelitian mengenai pengaruh informasi prospektus IPO terhadap *abnormal return* dan ketepatan ramalan laba dengan mengambil sampel 35 perusahaan yang melakukan IPO di BEJ pada periode 1998-2002. Hasil penelitian tersebut menunjukkan informasi prospektus yang berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi di BEJ adalah reputasi auditor, umur perusahaan dan tingkat *leverage* sedangkan informasi mengenai interval waktu penyusunan prospektus sampai dengan peramalan laba, ukuran perusahaan, reputasi *underwriter*, proporsi saham yang ditahan pemilik lama dan jenis industri tidak memberikan berpengaruh yang signifikan. Untuk memberikan dasar bagi pembahasan dan analisis dalam penelitian, dibawah ini diuraikan teori, konsep dan hasil penelitian terdahulu yang menjadi dasar penelitian.

1. *Initial Return*

Harga penawaran saham di pasar perdana adalah hasil kesepakatan antara emiten dengan *underwriter*. Setelah melakukan Penawaran Perdana, saham diperjual-belikan di pasar sekunder dimana harga saham ditentukan oleh kuatnya penawaran dan permintaan akan saham. Prosentase selisih harga saham di pasar sekunder dibandingkan dengan harga saham pada Penawaran Perdana menjadi ukuran besarnya *initial return*. Apabila harga saham di pasar sekunder pada hari pertama perdagangan saham secara signifikan lebih tinggi dibandingkan dengan harga penawaran di pasar perdana maka saham mengalami *underpricing*

De Lorenzo dan Fabrizio (2001) menyatakan hampir semua penelitian terdahulu menjelaskan terjadinya *underpricing* sebagai akibat dari adanya asimetri dalam distribusi informasi antara pelaku IPO yaitu perusahaan, *underwriter*, dan investor. Bagi perusahaan, *underpricing* dapat dijadikan strategi pemasaran untuk meningkatkan minat investor berinvestasi dalam saham IPO dengan memberikan *initial return* yang tinggi. Penelitian Aggarwal et al. (2001) menguatkan asumsi tersebut dengan penemuannya bahwa hampir semua IPO yang mengalami *underpricing* puas dengan *performance underwriternya*. Dari segi manajemen dan pemegang saham lama, Aggarwal memberikan argumen terjadinya *underpricing* sebagai strategi manajemen dan pemegang saham lama untuk menyikapi restriksi perusahaan yang melarang pemegang saham lama dan manajemen perusahaan untuk memperjual belikan saham sebelum periode *lockup* berakhir. Agar dapat menikmati *capital gain* dari pelaksanaan IPO, maka manajemen mengatur harga penawaran saham IPO yang cukup rendah sehingga tingkat *underprice* yang cukup tinggi masih dapat dinikmati setelah berakhirnya periode *lockup*. Dari segi *underwriter*, Kim dan Shin (2001) merumuskan kemungkinan terjadinya *underpricing* disebabkan karena kesengajaan dari *underwriter* untuk menetapkan harga penawaran jauh dibawah harga pasar untuk meminimalisir kerugian yang harus ditanggung atas saham yang tidak teralokasi.

Dari segi investor, Reese, Jr (1998) memberikan hipotesis bahwa investor mempunyai pengetahuan yang tidak sempurna mengenai perusahaan IPO, bila investor mendapatkan lebih banyak berita positif dibandingkan dengan berita negatif mengenai perusahaan maka tingkat minat investor (*investor interest*) akan meningkat, kenaikan

tingkat minat investor akan memancing semakin banyak publisitas dan penilaian yang *overvalued* atas perusahaan sehingga terjadi kenaikan dalam volume permintaan dan harga saham yang menyebabkan *underpricing*.

Keterbatasan informasi mengenai perusahaan IPO dapat menjadi pemicu terjadinya *underpricing*. Informasi tentang perusahaan yang melakukan IPO yang terbatas menyulitkan investor untuk menilai tingkat keuntungan dan risiko yang sebenarnya dari saham IPO. Karena perusahaan yang melakukan IPO sebelumnya adalah perusahaan privat, dimana tidak ada kewajiban bagi perusahaan privat untuk memberikan informasi mengenai perusahaannya kepada publik maka *private information* sangat sulit untuk diperoleh dan membutuhkan biaya yang besar untuk mendapatkannya. Sebagai kompensasi dari tingkat kesulitan tersebut maka investor dengan *private information* pantas untuk menikmati *initial return* yang tinggi.

2. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan turut menentukan tingkat kepercayaan investor. Semakin besar perusahaan, semakin dikenal masyarakat yang berarti semakin mudah untuk mendapatkan informasi mengenai perusahaan. Kemudahan mendapatkan informasi akan meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi faktor ketidakpastian yang berarti risiko *underpricing* lebih kecil dan ekspektasi *initial return* lebih rendah.

Penelitian Banz (1981) mengungkapkan kecenderungan perusahaan berukuran kecil mengalami *abnormal return* yang besar dibandingkan dengan perusahaan besar. Reese, Jr (1998) menemukan adanya hubungan yang positif dan signifikan antara ukuran perusahaan dengan terjadinya *underpricing* dan besarnya volume penjualan saham. Hasil penelitiannya konsisten dengan penelitian Ritter (1987) dan Hanley (1993) yang membuktikan bahwa perusahaan berukuran kecil cenderung mengalami *underpricing* dibandingkan dengan perusahaan besar. Penemuan tersebut semakin dikuatkan dengan hasil penelitian Kooli dan Suret (2001) yang menegaskan bahwa IPO yang dilakukan oleh perusahaan kecil lebih berisiko dibandingkan dengan perusahaan besar sehingga perusahaan kecil lebih sering mengalami *underpricing* dibandingkan dengan perusahaan besar.

3. Earnings per Share

Earnings per Share atau laba per saham adalah rasio yang mengukur pendapatan bersih perusahaan pada suatu periode dibagi dengan jumlah saham yang beredar. Rasio ini digunakan untuk menganalisis risiko dan membandingkan pendapatan per lembar saham perusahaan dengan perusahaan lain. Ketika investor mengevaluasi *performance* dari perusahaan, investor tidak cukup hanya mengetahui apakah *income* suatu perusahaan mengalami kenaikan atau penurunan, investor juga perlu mencermati bagaimana perubahan *income* berakibat terhadap investasinya. James Gill dan Moira Chatton (2003: 66) menyatakan bahwa perusahaan yang mapan umumnya mempunyai rasio EPS tinggi sedangkan perusahaan yang berusia muda mempunyai kecenderungan EPS yang rendah.

Penelitian Klein (1996) dalam Gumanti (2004) terhadap 193 perusahaan IPO di Amerika Serikat menyimpulkan bahwa EPS berhubungan secara positif dan signifikan terhadap harga penawaran saat IPO dan harga pasar saham setelah IPO. Penelitian Gumanti terhadap 149 perusahaan IPO di BEJ pada periode 1989-1997 menunjukkan konsistensi hasil dengan penelitian Klein dengan kesimpulan bahwa EPS berhubungan secara positif dan signifikan dengan harga penawaran saat IPO.

4. Price Earnings Ratio

Price Earnings Ratio (PER) atau *earnings multiplier* adalah jumlah besarnya rupiah yang harus dibayarkan investor untuk memperoleh satu rupiah *earnings* perusahaan. PER adalah salah satu pendekatan yang dapat digunakan untuk menentukan nilai intrinsik saham. Jika nilai intrinsik saham lebih tinggi dibandingkan dengan harga pasarnya maka saham tersebut *undervalued* sehingga

sebaiknya dibeli. Bila nilai intrinsik saham lebih rendah dibandingkan dengan harga pasarnya, maka saham tergolong *overvalued* sehingga saham tersebut sebaiknya tidak dibeli dan investor yang memiliki saham akan menjual saham tersebut (Eduardus Tandililin 2001: 244-245).

Basu (1977, 1978) mendokumentasikan perusahaan dengan PER tinggi cenderung mengalami penurunan harga saham sedangkan perusahaan dengan PER rendah cenderung mengalami peningkatan harga saham. Reinganum (1981) menemukan penggunaan PER berhubungan dengan terjadinya *abnormal return* dan adanya kecenderungan pada perusahaan kecil untuk memiliki PER yang ekstrim. (Dyckman dan Morse, 1996: 59-60).

5. Tingkat *Leverage*

Tingkat *Leverage* menggambarkan tingkat risiko dari perusahaan yang diukur dengan membandingkan total kewajiban perusahaan dengan total aktiva yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi tingkat *leverage* suatu perusahaan, semakin tinggi pula tingkat risiko yang dihadapi perusahaan yang berarti semakin tinggi tingkat *leverage* perusahaan semakin tinggi pula faktor ketidakpastian akan perusahaan sehingga berpengaruh negatif terhadap *initial return*. Eckbo dan Norli (2004) menyimpulkan adanya respon *return* saham terhadap faktor yang berhubungan dengan *leverage*. Li et al. (2005) menemukan bahwa risiko *delisting* perusahaan berhubungan positif dengan *financial leverage* dan berhubungan negatif dengan biaya riset dan pengembangan serta *gross margin* perusahaan.

6. Persentase Pemegang Saham Lama

Penurunan persentase kepemilikan oleh pemegang saham lama adalah suatu konsekuensi yang harus dipertimbangkan ketika perusahaan memutuskan untuk melakukan IPO. Pemilik saham lama akan mendukung keputusan IPO bila mereka yakin bahwa saham perusahaan akan terjual pada harga yang cukup menguntungkan sehingga dapat mengumpulkan dana yang signifikan bagi pembiayaan perusahaan. Aggarwal et al. (2001) membuktikan bahwa *underpricing* berasosiasi positif dengan semakin rendahnya jumlah saham yang diterbitkan dan semakin tinggi tingkat kepemilikan pemegang saham lama. Konsisten dengan penelitian Aggarwal, penelitian Ljunqvist dan Wilhelm (2003) mendapati kecenderungan *initial return* yang semakin tinggi sejalan dengan semakin tingginya proporsi kepemilikan pemegang saham lama.

7. Reputasi Auditor

Perusahaan menyewa auditor independen untuk memeriksa kesesuaian laporan keuangan yang disusun oleh manajemen dengan PSAK, dan memberikan pendapat atas keabsahannya. Pendapat wajar tanpa syarat dari auditor bereputasi baik berperan dalam meningkatkan kepercayaan masyarakat akan keakuratan informasi yang disajikan dalam prospektus sebagai dasar analisis untuk pengambilan keputusan investasi.

Firth (1978) meneliti pengaruh pendapat *qualified* yang diberikan auditor dalam laporan keuangan tahunan terhadap pergerakan harga saham pada perusahaan di Inggris. Ia menemukan harga saham menurun secara tajam pada tanggal pengumuman laporan keuangan tahunan. Elliot (1982) mendokumentasikan terjadinya *abnormal return* menyusul pengumuman pendapat *qualified* dari auditor. Penelitian Balves et al. (1998) mengungkapkan *underwriter* yang bereputasi baik akan memilih KAP yang bereputasi baik pula untuk mengurangi risiko *underpricing*. Rochayani dan Setiawan (2004) menyatakan penggunaan jasa sponsor seperti auditor dan penjamin emisi yang berkualitas akan memberikan sinyal mengenai nilai perusahaan dan kualitas IPO kepada investor yang potensial dan memberikan jaminan bahwa ramalan laba yang dibuat sesuai dengan aturan-aturan yang semestinya dan bahwa asumsi yang digunakan mempunyai dasar yang rasional terhadap ramalan

yang dibuat manajemen. Hasil penelitian Li et al. (2005) mendokumentasikan perusahaan yang diaudit oleh auditor berkualitas dan menggunakan *underwriter* bank investasi yang bereputasi baik mempunyai tingkat *survive* yang lebih tinggi.

8. Reputasi *Underwriter*

Suatu perusahaan yang memutuskan untuk IPO akan menyewa perusahaan sekuritas yang bertindak sebagai *underwriter* atau penjamin emisi. Sebelum penempatan saham, *underwriter* membantu perusahaan untuk menyusun prospektus dan memberikan penilaian yang sesuai untuk penetapan harga saham di pasar perdana. *Underwriter* yang berpengalaman dan bereputasi baik akan dapat mengorganisir IPO secara profesional dan memberikan pelayanan yang lebih baik kepada investor. Ini adalah salah satu indikator keamanan dan keseriusan perusahaan kepada investornya.

Kooli dan Suret (2001) menemukan bahwa tingkat *underpricing* IPO di Kanada tahun 1991-1998 yang tidak ditangani oleh *underwriter* yang bereputasi tinggi mencapai 31,13%, sedangkan tingkat *underpricing* IPO yang ditangani oleh *underwriter* prestisius hanya 9,37% sehingga dapat disimpulkan kualitas *underwriter* berhubungan dengan kadar ketidakpastian kualitas IPO. Tingkat reputasi *underwriter* yang dipakai perusahaan mempengaruhi tingkat risiko IPO.

9. Pengaruh Industri

Analisis industri merupakan tahap penting yang perlu dilakukan investor, karena analisis tersebut dapat membantu investor untuk mengidentifikasi peluang-peluang investasi dalam industri yang mempunyai karakteristik risiko dan *return* yang menguntungkan bagi investor (Eduardus Tandelin, 2001: 222). Paterson (2001: 125-140) mendokumentasikan adanya tren jenis industri pada saham IPO yang berubah dari waktu ke waktu. Penelitian Ljunqvist dan Wilhelm (2003) serta Loughran dan Ritter (2002) menemukan hasil yang serupa.

C. Landasan Teori dan Perumusan Hipotesis

Berdasarkan tinjauan pustaka yang telah diuraikan di atas, beberapa hipotesis alternatif yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut. Penelitian Banz (1981), adalah penelitian awal yang menemukan kecenderungan saham-saham perusahaan kecil mempunyai *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham-saham perusahaan besar. Ukuran perusahaan berhubungan dengan banyak sedikitnya informasi yang diterima oleh calon investor. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin dikenal perusahaan oleh calon investor dan semakin mudah bagi calon investor untuk memperoleh informasi mengenai perusahaan. Kejelasan informasi tentang perusahaan akan meningkatkan penilaian akan perusahaan, mengurangi tingkat ketidakpastian dan meminimalkan tingkat risiko dan *underpricing*. Hipotesis yang dapat dirumuskan adalah:

H_1 : ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *initial return*

Besarnya EPS menunjukkan laba yang diperoleh perusahaan per lembar sahamnya. EPS berhubungan dengan risiko dan performance perusahaan. Semakin mapan perusahaan, semakin tinggi EPS yang dimilikinya dengan demikian semakin rendah kemungkinan terjadinya *underpricing*. Hipotesis yang dikembangkan adalah:

H_2 : besarnya EPS berpengaruh signifikan terhadap *initial return*

Price Earnings Ratio merupakan fungsi dari risiko dan pertumbuhan *earnings* di masa mendatang. PER dapat digunakan untuk melakukan penilaian atas perusahaan sehingga mendorong keputusan investor untuk menjual saham yang dinilai *overvalued* dan membeli saham perusahaan yang dinilai *undervalued*. Hipotesis yang dapat dirumuskan adalah:

H_3 : besarnya PER berpengaruh signifikan terhadap *initial return*

Semakin tinggi tingkat *leverage* perusahaan, semakin berat beban keuangan yang dihadapi perusahaan, ini berarti semakin tinggi risiko yang dihadapi oleh perusahaan. Semakin tinggi tingkat risiko perusahaan berarti semakin tinggi pula tingkat ketidakpastian akan kelangsungan hidup perusahaan. Tingkat risiko yang tinggi harus diimbangi perusahaan dengan memberikan kompensasi *initial return* yang tinggi kepada investor agar bersedia berinvestasi dalam saham perusahaan sehingga dapat dibangun hipotesis sebagai berikut:

H₄: tingkat *leverage* berpengaruh signifikan terhadap besarnya *initial return*

Proporsi kepemilikan saham yang ditahan oleh pemilik saham lama menggambarkan tingkat kepercayaan manajemen dan pemegang saham lama akan keberhasilan IPO. Pemegang saham lama dan manajemen tidak akan melepaskan proporsi kepemilikan dalam perusahaan bila mereka tidak yakin akan keberhasilan IPO sehingga proporsi kepemilikan yang ditahan oleh pemegang saham lama dapat dipertimbangkan sebagai faktor yang turut membangun keyakinan investor akan keberhasilan IPO perusahaan. Hipotesis yang dapat dikembangkan adalah:

H₅: proporsi kepemilikan pemegang saham lama berpengaruh signifikan terhadap *initial return*

Auditor yang bereputasi tinggi mempunyai komitmen yang lebih besar dalam mempertahankan kualitas auditnya sehingga laporan perusahaan yang telah diperiksa oleh auditor bereputasi tinggi akan memberikan keyakinan yang lebih besar kepada investor akan kualitas informasi yang disajikan dalam prospektus dan laporan keuangan perusahaan. Perumusan hipotesis yang dapat dilakukan adalah sebagai berikut:

H₆: reputasi auditor berpengaruh signifikan terhadap *initial return*

Underwriter yang bereputasi tinggi lebih berpengalaman dan lebih profesional dalam menangani IPO perusahaan. Mereka juga mempunyai beban moral yang lebih besar untuk mempertahankan reputasi baiknya sehingga pemilihan *underwriter* yang berkualitas akan memberikan keyakinan lebih bagi investor akan keberhasilan IPO perusahaan. Hipotesis yang dikembangkan adalah:

H₇: reputasi *underwriter* berpengaruh signifikan terhadap *initial return*

D. Metoda Penelitian

1. Data dan Sampel

Penelitian ini menggunakan data *cross-sectional* untuk perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, www.jsx.co.id, *Factbook* dan *Jsx Statistics*.

Sampel penelitian ini berjumlah 44 perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEJ dan melaksanakan IPO di antara tahun 1998 sampai dengan 2003. Sampel penelitian berasal dari kategori manufaktur dan non manufaktur yaitu, masing-masing sejumlah 22 perusahaan.

2. Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *initial return*. *Initial returns* (IR) diukur berdasarkan selisih antara harga saham pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder dengan harga penawaran saham pada saat IPO, dibagi dengan harga penawaran saat IPO.

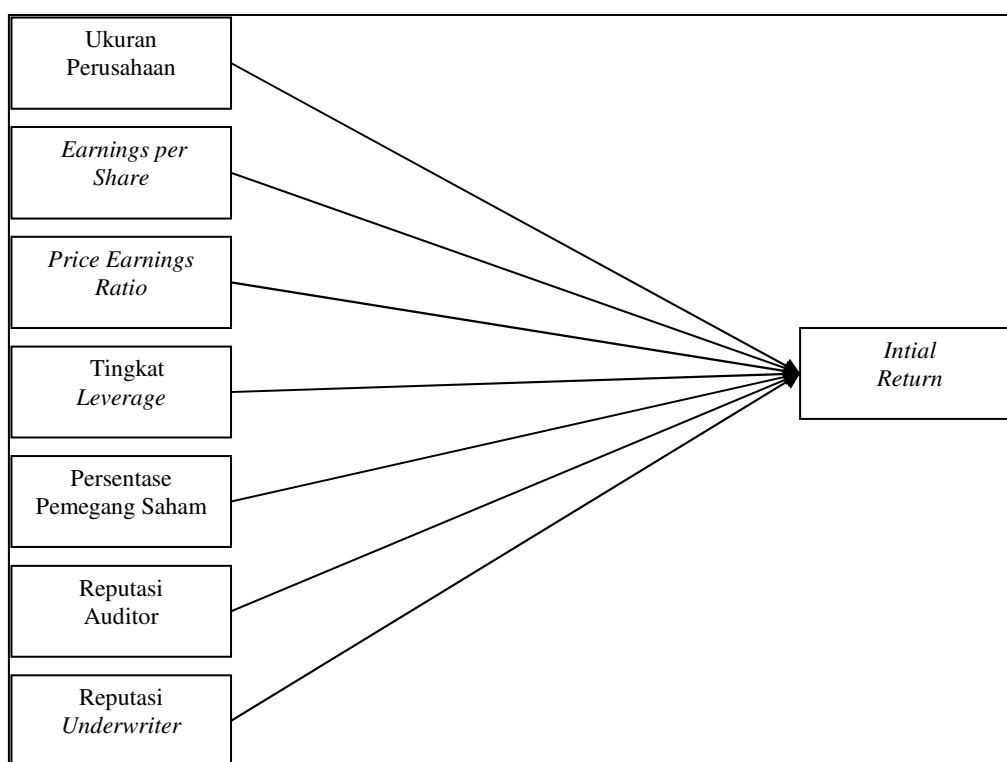
Variabel independen dalam penelitian ini adalah informasi akuntansi yaitu ukuran perusahaan, EPS, PER dan tingkat *leverage* serta informasi non akuntansi yang terdiri dari persentase pemegang saham lama, reputasi auditor dan reputasi *underwriter*. Pengukuran atas variabel ukuran perusahaan dilakukan berdasarkan total aktiva pada tahun terakhir sebelum perusahaan melaksanakan IPO, EPS

berdasarkan perbandingan antara pendapatan bersih perusahaan pada tahun terakhir sebelum IPO dengan jumlah rata-rata saham yang beredar saat itu, PER berdasarkan harga penawaran per lembar saham saat IPO dibagi dengan *earnings* per lembar saham serta tingkat *leverage* berdasarkan perbandingan antara total hutang dengan total aktiva pada tahun terakhir sebelum perusahaan melakukan IPO. Pengukuran atas variabel persentase pemegang saham lama berdasarkan persentase saham yang dipertahankan oleh pemegang saham lama pada saat IPO. Variabel reputasi auditor dan reputasi *underwriter* adalah variabel *dummy* dengan memberikan nilai 1 untuk auditor atau *underwriter* dengan reputasi tinggi serta nilai 0 untuk sebaliknya. Standar pengukuran reputasi auditor berdasarkan KAP yang menjadi partner dari auditor *The Big Five* untuk tahun 1998 sampai dengan 2001 dan partner dari auditor *The Big Four* untuk tahun 2002 sampai dengan 2003. Ukuran bagi *underwriter* bereputasi adalah 5 *underwriter* dengan nilai emisi tertinggi menurut penelitian Tim Litbang yang dipublikasikan dalam Majalah Investor.

Variabel pengaruh industri adalah variabel kontrol yang bersifat *dummy*. Pengukuran pengaruh industri berdasarkan kategori dari perusahaan, yaitu nilai 1 untuk kategori manufaktur dan nilai 0 untuk kategori non manufaktur.

3. Model Penelitian

Gambar 1
Model Penelitian



Model penelitian secara sederhana diuraikan dalam Gambar 1. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan analisis regresi yang dirumuskan dalam persamaan berikut ini.

$$IR = \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 EPS + \beta_3 PER + \beta_4 LEV + \beta_5 PPS + \beta_6 AUD + \beta_7 UND + \beta_8 IND + \varepsilon$$

Dimana :

- IR : Initial Return
- β_0 : Konstanta
- SIZE : Ukuran Perusahaan

EPS	: <i>Earnings per Share</i>
PER	: <i>Price Earnings Ratio</i>
LEV	: tingkat leverage
PPS	: Persentase pemegang saham lama
AUD	: Auditor yang mengaudit laporan keuangan
UND	: Penjamin emisi
IND	: Pengaruh industri
ε	: Residual/kesalahan regresi

4. Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan untuk mengukur hasil penelitian adalah regresi berganda. Analisis statistik yang dilakukan meliputi analisis statistik deskriptif, pengujian asumsi klasik, pengujian ketepatan model dan pengujian signifikansi. Hipotesis diuji dengan melihat tingkat signifikansi nilai t dengan uji beda atau uji t.

E. Hasil Penelitian

Hasil analisis regresi yang ditunjukkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Informasi akuntansi yang meliputi ukuran perusahaan, EPS, PER dan tingkat *leverage*, menunjukkan pengaruh tingkat *leverage* terhadap *initial return* adalah negatif signifikan pada $\alpha = 10\%$ ($p = 0,10$); (2) Informasi non akuntansi yang meliputi prosentase pemegang saham lama, reputasi auditor dan reputasi *underwriter*, menunjukkan pengaruh prosentase pemegang saham lama terhadap *initial return* adalah positif signifikan pada $\alpha = 5\%$ ($p = 0,05$).

F. Simpulan dan Saran

Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa : (1) Informasi akuntansi tingkat *leverage* mempengaruhi *initial return* secara statistik signifikan; (2) Informasi non akuntansi prosentase pemegang saham lama mempengaruhi *initial return* secara statistik signifikan; Jadi, variabel yang berpengaruh signifikan secara statistik terhadap *initial return* adalah tingkat *leverage* dan prosentase pemegang saham lama. Ini berarti investor di Bursa Efek Jakarta menggunakan baik informasi akuntansi maupun informasi non akuntansi dalam pembuatan keputusan investasi saham IPO. Informasi akuntansi yang berpengaruh signifikan secara statistik terhadap *initial return* adalah tingkat *leverage* sedangkan informasi non akuntansi yang berpengaruh signifikan terhadap *initial return* adalah prosentase pemegang saham lama. Berdasarkan kesimpulan di atas penulis mengajukan saran sebagai berikut. Bagi investor yang akan berinvestasi dalam perusahaan IPO disarankan untuk memperhatikan tingkat *leverage* serta proporsi kepemilikan pemegang saham lama karena ketiga variabel tersebut telah terbukti berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Bagi perusahaan yang akan melakukan IPO diharapkan mempertimbangkan strategi proporsi kepemilikan saham yang ditawarkan kepada publik dan memperhatikan tingkat *leverage* perusahaannya sebagai faktor-faktor yang penting bagi keberhasilan pelaksanaan IPO.

Saran untuk perbaikan bagi penelitian-penelitian selanjutnya adalah menambah jumlah sampel untuk mendapatkan data yang berdistribusi normal dan mencari pengukuran yang lebih baik dan obyektif dalam menentukan kualitas auditor dan *underwriter*. Mengingat variabel-variabel independen dalam penelitian ini belum menjelaskan seluruh variabel dependen, maka perlu untuk menambah variabel-variabel lain yang diduga mempunyai hubungan signifikan terhadap *initial return* seperti nilai emisi, reputasi manajemen dan rasio-rasio keuangan lainnya.

Daftar Pustaka

- Aggarwal, Rajesh K., Laurie Krigman, dan Kent L. Womack (2001), *Strategic IPO Underpricing, Information Momentum, and Lockup Expiration Selling*, Available, <http://www.ssrn.com>.
- Arrens, Alvin A. dan James K. Lobbecke (1991), *Auditing*, Penerjemah Amir Abadi Yusuf, Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Bursa Efek Jakarta (1998), *JSX Statistics*.
- Bursa Efek Jakarta (1999), *Indonesian Capital Market Directory*, Institute for Economic and Financial Research.
- Bursa Efek Jakarta (1999), *JSX Statistics*.
- Bursa Efek Jakarta (2000), *Indonesian Capital Market Directory*, Institute for Economic and Financial Research.
- Bursa Efek Jakarta (2000), *JSX Statistics*.
- Bursa Efek Jakarta (2001), *Indonesian Capital Market Directory*, Institute for Economic and Financial Research.
- Bursa Efek Jakarta (2001), *JSX Statistics*.
- Bursa Efek Jakarta (2002), *Indonesian Capital Market Directory*, Institute for Economic and Financial Research.
- Bursa Efek Jakarta (2002), *JSX Statistics*.
- Bursa Efek Jakarta (2003), *Indonesian Capital Market Directory*, Institute for Economic and Financial Research.
- Bursa Efek Jakarta (2003), *JSX Statistics*.
- Bursa Efek Jakarta (2004), *Indonesian Capital Market Directory*, Institute for Economic and Financial Research.
- Daljono (2000), *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Initial Return Saham yang Listing di BEJ Tahun 1990-1997*, Simposium Nasional Akuntansi 3:556-572.
- de Lorenzo, Massimo dan Stefano Fabrizio (2001), *Asymmetric Information and The Role of Underwriter, The Prospectus and The Analyst in Underpricing of IPO. The Italian Case (*)*, Available, <http://www.ssrn.com>.
- DeGeorge, F. dan F. Derrien (2001), *IPO Performance and Earnings Expectations: Some France Evidence*, Available, <http://www.ssrn.com>.
- Dickman, Thomas dan Dale Morse (1986), *Efficient Capital Markets: A Critical Analysis*, Second Edition, Prentice Hall.
- Doddy Setiawan dan Wati Rochayani (2004), *Pengaruh Informasi Prospektus IPO terhadap Abnormal Return dan Ketepatan Ramalan Laba*, Jurnal Ekonomi Perusahaan, Vol. 11 No. 2: 107-124.
- Eckbo, B. Espen dan Oyvind Norli (2004), *Liquidity Risk, Leverage and Long-run IPO Return*, Available, <http://www.ssrn.com>.
- Gill, James dan Moira Chatton (2003), *Memahami Laporan Keuangan*, Jakarta: Penerbit PPM.
- Grahita Chandrarin (2001), *Labanya (Rugi) Selisih Kurs Sebagai Salah Satu Faktor yang Mempengaruhi Koefisien Respon Laba Akuntansi: Bukti Empiris dari Pasar Modal Indonesia*, Disertasi, Universitas Gadjah Mada Yogyakarta, Tidak dipublikasikan.
- Gujarati, Damodar (1993), *Ekonometrika Dasar*, Penerjemah Sumarno Zain, Penerbit Erlangga.
- Hasan Zein (1998), *Catatan Kolon Hasan Zein*, Go Global Book™ Publishing Division Safitri & CO.
- <http://encyclopedia.thefreedictionary.com/big+four+auditors>
- <http://www.bapepam.go.id>
- <http://www.jsx.co.id>
- Kim, Kenneth A. dan Hyun Shan Shin (2001), *The Underpricing of Seasoned Equity Offering*, Available, <http://www.ssrn.com>.
- Kooli, Maher dan Jean Marc Suret (2001), *The Underpricing of Initial Public Offering: Further Canadian Case*, Available, <http://www.ssrn.com>.

- Li, Jian Liang, Lu Zhang, dan Jian Zhou (2005), *Earnings Management and Delisting Risk: The Case of IPO Firms*, Available, <http://www.ssrn.com>.
- Ljungqvist, Alexander dan William J. Wilhelm, Jr (2003), *IPO Pricing in the Dot-com Bubble*, *Journal of Finance*, 58: 723-751.
- Loughran, Tim dan Jay R. Ritter (2002), *Why Has IPO Underpricing Change Overtime?*, Available, <http://www.ssrn.com>.
- Madura, Jeff (2004), *What Every Investor Needs to Know About Accounting Froud*, McGraw-Hill.
- Marzuki Usman et.al. (1990), *ABC Pasar Modal*, Jakarta: LPPI.
- Nasirwan (2000), *Reputasi penjamin emisi, return awal, return 15 hari sesudah IPO, dan kinerja perusahaan satu tahun setelah IPO di BEJ*, *Simposium Nasional Akuntansi 3*: 573-598.
- Reese, Jr, William A (1998), *IPO Underpricing, Trading Volume and Investor Interest*, Available, <http://www.ssrn.com>.
- Rosyati dan Arifin Sebeni (2002), *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta (Tahun 1997-2000)*, *Simposium Nasional Akuntansi 5*: 286-297.
- Sekaran, Uma (2003), *Research Methods for Business, A Skill Building Approach*, Fourth Edition, John Wiley and Sons, Inc.
- Smith, Skousen, Stice, dan Stice (1995), *Intermediate Accounting*, Twelfth Edition, South Western College Publishing.
- Suharyadi dan Purwanto. S. K. (2003), *Statistika: untuk Ekonomi dan Keungan Modern*, Buku 1, Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Tatang Ary Gumanti (2004), *Value relevance of accounting information and the pricing of Indonesian Initial Public Offering*, *SNA VII*: 13-30.
- Tjiptono Darmadji dan H. M. Fakhruddin (2001), *Pasar Modal di Indonesia*, Jakarta: Penerbit Salemba 4.
- Wahid Sulaiman (2004), *Analisis Regresi Menggunakan SPSS*, Yogyakarta: Penerbit Andi.

LAMPIRAN

Tabel 1
Prosedur Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan yang tercatat di BEJ sampai dengan 2003	319
Perusahaan yang melakukan IPO periode 1998-2003	90
Perusahaan yang bergerak di bidang properti dan keuangan	(34)
Perusahaan yang bergerak diluar bidang properti dan keuangan	56
Perusahaan yang datanya tidak lengkap dan tidak mengalami <i>underpricing</i>	(12)
Total perusahaan yang menjadi sampel penelitian	44

TABEL 2
STATISTIK DESKRIPTIF

Variabel	Mean	Median	Standar Deviasi	Varians	Koefisien Varians	Maksimum	Minimum
IR (%)	82,33	52,78	97,48	95,02	118,40%	550	1,33
SIZE (mil)	423.823	63.616	1.247.778	1.556.950	294,41%	6.089.682	689
EPS	634,57	39,00	1.823,16	3.323.894,56	287,31%	8.035,00	(975,00)
PER	(27,80)	4,98	290,40	84.330,26	1044,44%	125,00	(1.901,86)
LEV (%)	59,68	49,00	50,46	25,46	84,54%	301,00	3,00
PPS (%)	74,75	75,96	13,07	1,71%	17,48%	98,75	46,87
AUD (%)	61,36	100,00	49,25	24,26%	80,27%	100,00	0,00
UND (%)	29,55	0,00	46,15	21,30%	156,21%	100,00	0,00
IND (%)	50,00	50,00	50,58	25,58%	101,16%	100,00	0,00

Sumber : Data Diolah

Tabel 3
Hasil Pengujian Multikolinearitas

Variabel	Multikolinearitas	
	Tolerance	VIF
SIZE	0,769	1,301
EPS	0,733	1,365
PER	0,917	1,091
LEV	0,399	2,509
PPS	0,209	4,789
AUD	0,342	2,924
UND	0,624	1,602
IND	0,505	1,980

Tabel 4
Hasil Regresi

$$IR = \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 EPS + \beta_3 PER + \beta_4 LEV + \beta_5 PPS + \beta_6 AUD + \beta_7 UND + \beta_8 IND + \varepsilon$$

Model	Koefisien Regresi	Standar Error	t	p
SIZE	-0,097	0,000	-0,748	0,459
EPS	-0,220	0,000	-1,665	0,105
PER	0,145	0,001	1,227	0,228
LEV	-0,332	0,292	-1,851	0,072 **
PPS	0,925	0,414	3,729	0,001 *
AUD	-0,038	0,314	-0,194	0,847
UND	0,124	0,335	0,865	0,393
IND	0,089	0,286	0,555	0,582

* Signifikan secara statistik pada $p = 0,05$

** Signifikan secara statistik pada $p = 0,1$