

Analisa Likuiditas, *Financial Leverage*, Aktivitas, dan Profitabilitas Terhadap *Initial Return* Perusahaan Yang Melakukan *Initial Public Offering* di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2016

Bernadette Malita Setyawan¹, Hatane Samuel², Sautma R. Basana³
Fakultas Bisnis dan Ekonomi, Universitas Kristen Petra

Jl. Siwalankerto 121 – 131, Surabaya 60236

Email: Malita.setyawan39@gmail.com; samy@petra.ac.id; sautma@petra.ac.id

ABSTRAK

Minat investor terhadap saham IPO menunjukkan tren yang semakin meningkat setiap tahunnya. Saham ini menjadi menarik karena dapat menghasilkan *Initial Return* besar dalam waktu singkat. Namun tidak semua saham IPO menghasilkan tingkat *Initial Return* yang tinggi sehingga penting untuk dapat menilai saham IPO dengan tepat agar investor dapat memperoleh *Initial Return* yang maksimal.

Penelitian ini dimaksudkan untuk memahami faktor-faktor yang dapat mempengaruhi tingkat *Initial Return* saham IPO, antara lain Likuiditas, *Financial Leverage*, Aktivitas dan Profitabilitas. Metode pengolahan data dilakukan dengan menggunakan regresi linier berganda pada data sampel berupa data laporan keuangan perusahaan. Dari hasil penelitian diketahui bahwa secara parsial Likuiditas (CR), *Financial Leverage* (DER), dan Profitabilitas (ROE) berpengaruh terhadap tingkat *Initial Return* dan tidak ditemukan pengaruh Aktivitas (TAT) terhadap tingkat *Initial Return*. Informasi ini dapat digunakan oleh investor untuk membantu keputusan dalam berinvestasi pada saham IPO.

Kata Kunci: *Initial Public Offering*, *Initial Return*, Likuiditas, *Financial Leverage*, Aktivitas, Profitabilitas

1. INTRODUCTION

Indonesia menempati posisi keempat sebagai negara tujuan investasi versi *United Nations Conference on Trade and Developments* (UNCTAD). Hal ini terlihat pada pasar saham Indonesia. Salah satu yang menarik pada pasar saham adalah saham IPO. Jumlah perusahaan yang melakukan IPO menunjukkan tren yang semakin meningkat setiap tahunnya. Hal ini juga berarti minat pasar terhadap saham IPO terus mengalami peningkatan. Bursa Efek Indonesia (BEI) mencatat ada 36 perusahaan yang melakukan IPO di sepanjang tahun 2017. Hal ini meningkat drastis dibandingkan tahun 2015 dan 2016 yaitu 15 dan 14 perusahaan IPO. *Initial Public Offering* (IPO) adalah sebuah mekanisme bagi perusahaan yang hendak *go public*. Saham ini menjadi menarik untuk dibeli karena dapat menghasilkan *return* dalam waktu singkat dimana ada kemungkinan keuntungan sekitar 10-30% pada hari pertama pembukaan perdagangan. Keuntungan ini yang disebut *Initial Return* bagi investor. *Initial Return* adalah *return* yang diperoleh dari aktiva di penawaran perdana mulai saat dibeli di pasar primer hingga pertama kali diperdagangkan di pasar sekunder.

Menurut data dari Bursa Efek Indonesia, sekitar 80% perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 2006–2016 mengalami *underpricing* dimana saham IPO yang ditawarkan menghasilkan *Initial Return* bagi investor. Besar dari *Initial Return* yang diterima dapat bervariasi sehingga investor harus jeli melakukan pemilihan saham IPO yang akan dibeli.

Menghindari perolehan *Initial Return* yang tidak maksimal bahkan berkemungkinan merugi, investor harus bisa menilai saham dari informasi yang ada. Informasi yang pasti tersedia dan bisa diandalkan oleh investor adalah dari prospektus yang diterbitkan perusahaan, dimana didalamnya berisi laporan mengenai kondisi fundamental perusahaan yang melakukan IPO tersebut. Menilai saham IPO lebih susah dibanding saham pada umumnya, karena belum ada grafik perdagangan atau *historical market price* sehingga

analisa teknikal tidak bisa dilakukan. Satu-satunya analisa yang bisa dilakukan terhadap saham IPO adalah analisa fundamental perusahaan. Menurut Ross, Westerfield, & Jaffe (2013) fundamental perusahaan merupakan instrumen yang paling penting dalam mendorong berjalannya operasional sebuah perusahaan. Pada penelitian yang dilakukan di NASDAQ oleh Melnik & Thomas (2004) menunjukkan faktor fundamental merupakan salah satu faktor penting yang mempengaruhi saat IPO. Penelitian selanjutnya dilakukan di pasar saham Brasil oleh Leal (2008) menunjukkan informasi keuangan dapat mempengaruhi besar *Initial Return* saat IPO. Juneini dan Agustian (2013) mengungkapkan *Initial Return* dapat dipengaruhi oleh sejumlah variabel yang berada dari dalam perusahaan (fundamental perusahaan). Beberapa variabel yang dapat dikategorikan sebagai variabel fundamental di dalam sebuah perusahaan adalah Likuiditas, *Financial Leverage*, Aktivitas dan Profitabilitas.

2. LITERATURE REVIEW

2.1. *Initial Public Offering (IPO)*

Initial Public Offering (IPO) adalah sebuah kegiatan awal perusahaan dalam rangka mendapatkan dana dari masyarakat untuk kepentingan pengembangan perusahaan. IPO terjadi saat saham suatu perusahaan yang pertama kali dilepas untuk ditawarkan atau dijual kepada masyarakat / publik. Kegiatan ini lebih disebut dengan *go public*. *Go public* sebagai cara yang dilakukan perusahaan agar mendapatkan tambahan dana baru yang bersumber dari masyarakat. Emiten adalah pihak (perusahaan) yang melakukan penawaran umum dengan tujuan untuk memperoleh dana melalui pasar modal. Sedangkan masyarakat memberikan dana kepada perusahaan dengan membeli saham yang diterbitkan dan dijual oleh perusahaan atau disebut sebagai pemodal (investor). Salah satu masalah utama yang sering muncul dalam tahapan proses IPO adalah berapa harga yang paling tepat untuk selebar saham yang ditawarkan. Menurut Boubaker dan Mezhoud (2011), penetapan harga IPO tidak mudah. Salah satu penyebabnya karena tidak ada informasi harga yang relevan sehingga harga yang disepakati saat IPO dapat menyebabkan *underpricing* atau *overpricing* yang dapat merugikan salah satu pihak terutama investor.

2.2. *Underpricing and Overpricing*

Underpricing adalah ketika menerbitkan sekuritas, harga penawaran yang ditetapkan di bawah nilai sekuritas sebenarnya (Brealey, 2008) dimana *underpricing* merupakan selisih positif antara harga saham di pasar sekunder dengan harga saham di pasar perdana atau saat IPO. Sedangkan *overpricing* adalah kebalikannya, ketika harga penawaran yang ditetapkan di atas nilai sekuritas sebenarnya (Brealey, 2008) dimana *overpricing* merupakan selisih negatif antara harga saham di pasar sekunder dengan harga saham di pasar perdana atau saat IPO. Seharusnya harga saham perdana mencerminkan seluruh informasi yang tersedia.

2.3. Variabel

2.3.1. *Initial Return*

Setiap investor menginginkan *return* yang maksimal dari investasinya. *Return* sebagai motivasi penting dalam investasi serta kunci yang memungkinkan investor memutuskan pilihan alternatif investasinya. Pada penawaran saham perdana pihak investor lebih mengharapkan tingginya tingkat *underpricing*, sehingga para investor dapat menerima *Initial Return* dari penjualan sahamnya di pasar sekunder (Brealey, 2008). *Initial Return* adalah *return* yang diperoleh dari aktiva di penawaran perdana mulai saat dibeli di pasar primer sampai pertama kali didaftarkan di pasar sekunder. Selisih harga saham yang dibeli di pasar perdana (saat IPO) dengan harga jual saham di hari pertama di pasar sekunder yang menjadi *return* awal atau keuntungan awal yang diperoleh pemegang saham. Berikut rasio menghitung *Initial Return*:

$$\text{Initial return} = \frac{\text{closing price} - \text{issue price}}{\text{issue price}}$$

2. 3. 2. Likuiditas

Istilah likuiditas sering digunakan untuk menunjukkan posisi keuangan ataupun kekayaan sebuah organisasi perusahaan dimana dapat menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi utang atau kewajiban jangka pendeknya. Likuiditas berhubungan dengan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban *financialnya* yang segera harus dipenuhi (Van Horne, 2005). Semakin tinggi tingkat likuiditas sebuah perusahaan, maka semakin baik pula kinerja perusahaan tersebut. Sebaliknya, semakin rendah tingkat likuiditas sebuah organisasi perusahaan, maka semakin buruk lah kinerja perusahaan tersebut. Likuiditas dihitung menggunakan *Current ratio* sebagai berikut:

$$Current\ ratio = \frac{current\ assets}{current\ liabilities}$$

2. 3. 3. Financial Leverage

Salah satu cara untuk meningkatkan modal perusahaan adalah dengan penggunaan *leverage*. *Financial leverage* merupakan penggunaan hutang atau tambahan pembiayaan yang mempunyai beban tetap berupa beban bunga dan pokok pinjaman yang harus dibayar oleh perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2006), *financial leverage* adalah tingkat sampai sejauh mana sekuritas dengan laba tetap (utang dan saham preferen) digunakan dalam struktur modal sebuah perusahaan. Penggunaan *financial leverage* yang semakin besar membawa dampak positif bila pendapatan yang diterima dari penggunaan dana tersebut lebih besar daripada beban keuangan yang dikeluarkan. Sedangkan dampak negatifnya penggunaan *financial leverage* yang semakin besar akan menyebabkan hutang semakin besar yang ditanggung perusahaan, yaitu beban tetap atau beban bunganya. *Financial leverage* dihitung menggunakan *Debt to Equity ratio* sebagai berikut:

$$Debt\ to\ equity\ ratio = \frac{total\ liabilities}{total\ equity}$$

2. 3. 4. Aktivitas

Rasio aktivitas adalah rasio yang mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber dayanya berupa aset. Rasio menunjukkan hubungan antara tingkat penjualan bersih dan aset yang dibutuhkan untuk menopang perusahaan. Semakin tinggi rasio menunjukan perusahaan beroperasi dengan efisien dan juga dapat menggambarkan operasional perusahaan kedepan (White, Sondhi & Fried, 2002). Rasio aktiva yang tinggi biasanya menunjukkan manajemen yang berjalan baik, sebaliknya rasio yang rendah harus membuat manajemen mengevaluasi strategi, pemasarannya, dan pengeluaran modalnya. Aktivitas dihitung menggunakan *Total Asset Turnover ratio* sebagai berikut:

$$Total\ Asset\ turnover = \frac{Net\ sales}{Average\ Total\ assets}$$

2. 3. 5. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan rasio utama dalam seluruh laporan keuangan, karena tujuan utama perusahaan adalah hasil operasi/ keuntungan. Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mendapatkan *income* (Pandey, 2005). Rasio ini digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan sebagai hasil akhir dari kebijakan dan keputusan yang diambil manajemen sekaligus mengukur efektifitas kinerja sehingga menghasilkan profit bagi perusahaan melalui semua kemampuan dan sumber daya yang ada. Profitabilitas dihitung menggunakan *Return on Asset ratio* sebagai berikut:

$$\text{Return on asset} = \frac{\text{Net income}}{\text{Total assets}}$$

3. HYPOTHESIS

3.1. Likuiditas dan *Initial Return*

Besarnya likuiditas akan menunjukkan tingkat kemampuan perusahaan untuk memenuhi operasional perusahaan sehingga dapat berimbas pada besar *Initial Return* saat IPO. Pada penelitian yang dilakukan oleh Febriani (2013) menunjukkan likuiditas tidak berpengaruh terhadap *Initial Return* sedangkan Emilia, Sulaiman, & Sembel, (2008) menemukan hasil *current ratio* berpengaruh positif terhadap *Initial Return*. Hasil yang diperoleh menunjukkan semakin tinggi *current ratio* yang dimiliki perusahaan tentu akan mendorong meningkatnya nilai *Initial Return*, muncul sentimen positif dari konsumen mendorong meningkatnya mekanisme permintaan dan penawaran saham sehingga mendorong kenaikan harga saham. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan (Cui & Wu, 2007; Hahn, Ligon, & Rhodes, 2013 ; Bouzouita, Gajewski, & Gresse, 2014; Rani & Kaushik, 2015) yang menemukan *current ratio* (Likuiditas) berhubungan positif dan signifikan terhadap *Initial Return*.

H.1: Likuiditas akan berpengaruh terhadap *Initial Return*.

3.2. *Financial Leverage* dan *Initial Return*

Penelitian yang dilakukan oleh Hasan et al (2013) dan Banerjee (2015) menemukan bahwa *financial leverage* berpengaruh signifikan terhadap *Initial Return* sedangkan menurut Rani dan Kaushik (2015) *financial leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *Initial Return*. Besarnya *financial leverage* akan merefleksikan risiko finansial atau risiko kegagalan perusahaan untuk mengembalikan pinjamannya sehingga dapat mempengaruhi penetapan harga saham yang wajar pada saat IPO. Semakin besar ratio hutang, semakin meningkatkan resiko yang ditanggung perusahaan dan hal ini tidak disukai oleh investor. Menurut Pour & Lasfer (2011) posisi *leverage* perusahaan yang dapat dilihat dari Debt To Equity ratio sangat berkontribusi bagi besarnya *Initial Return* yang diperoleh investor, ketika investor meyakini bahwa posisi *Leverage* perusahaan cukup optimal, atau tidak membahayakan posisi perusahaan maupun investor tentu keputusan untuk melakukan pembelian terhadap sejumlah saham yang ditawarkan perusahaan akan terjadi, peningkatan mekanisme penawaran dan permintaan saham memberikan peluang bagi investor lain untuk mendapatkan *Initial Return* sehingga dengan kata lain semakin tinggi *financial leverage* maka berpengaruh terhadap penurunan *Initial Return*.

H.2: *Financial leverage* akan berpengaruh terhadap *Initial Return*.

3.3. Aktivitas dan *Initial Return*

Rasio aktivitas menunjukkan efisiensi operasional yang terjadi dalam perusahaan. Rasio ini dihitung dengan membagi penjualan bersih dan rata-rata tingkat aset yang ada. Apabila aset yang berada di dalam perusahaan berlebih menunjukkan dana yang dapat digunakan untuk operasional yang lainnya pada perusahaan (Garrison et al., 2013). Semakin tinggi rasio aktivitas dapat meningkatkan minat investor terhadap saham tersebut dan akhirnya akan berdampak pada meningkatnya *Initial Return*. Penelitian yang dilakukan oleh Razafindrabinina & Kwan (2013) menunjukkan aktivitas rasio tidak berpengaruh terhadap nilai *Initial Return* sedangkan pada penelitian yang dilakukan oleh Aridhonda (2013) menunjukkan berpengaruh dimana semakin besar rasio aktivitas maka semakin kecil *Initial Return* yang terjadi. Hal ini berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Engelen (2003); Hauser, Yaari, Tanchuma, & Baker (2006); Grammenos &

Papapostolou (2012); Klova (2017) yang menunjukkan bahwa rasio aktivitas berpengaruh positif terhadap *Initial Return* dimana semakin besar rasio aktivitas maka semakin besar pula *Initial Return* yang diperoleh.

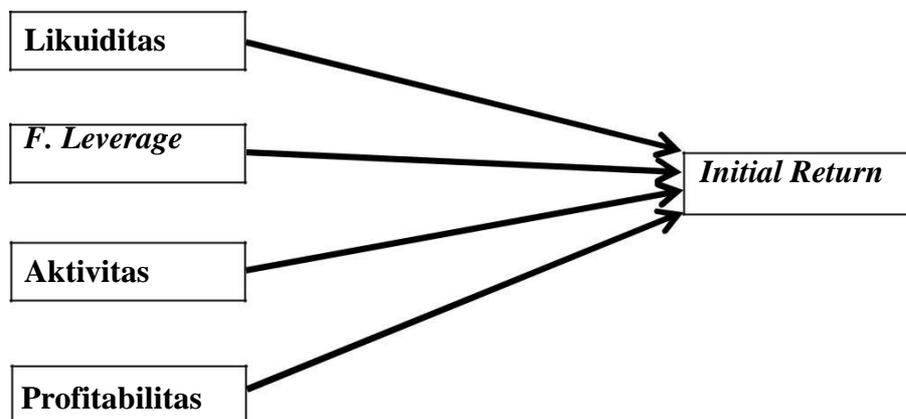
H.3: Aktivitas akan berpengaruh terhadap *Initial Return*.

3.4. Profitabilitas dan *Initial Return*

Rasio ini sering menjadi acuan investor untuk berinvestasi. Salah satu proksi yang dapat digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profit adalah *return on asset*, rasio tersebut menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mengelola aset yang bersumber dari pemilik perusahaan. Semakin efektif tingkat pengelolaan menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba semakin membaik. Penelitian yang dilakukan oleh A. Wijayanto (2010) menunjukkan profitabilitas tak berpengaruh terhadap *Initial Return*. Hal yang sama juga diungkapkan oleh Hary dan Yadyana (2015) yang mengatakan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *Initial Return* sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Lin & Tian (2012) menunjukkan rasio profitabilitas berpengaruh dan mempunyai hubungan yang negatif terhadap tingkat *underpricing (Initial Return)* dan menurut Emilia, Sulaiman, & Sembel (2008); Hahn, Ligon, & Rhodes (2013); Banerjee (2015) dan Saputri (2016) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif yang signifikan terhadap *Initial Return* yang diperoleh investor dalam berinvestasi. 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*.

H.4: Profitabilitas akan berpengaruh terhadap *Initial Return*

Dari empat hipotesis diatas, dapat dibentuk ke dalam model penelitian berikut ini:



Gambar 1. Hubungan Pengaruh Likuiditas, Financial Leverage, Aktivitas, dan Profitabilitas terhadap *Initial Return*.

4. METHODOLOGY

Penelitian yang dilakukan adalah kuantitatif dimana menggunakan dan mengolah data sekunder berupa informasi tanggal *listing* perusahaan, harga perdana saat perusahaan melakukan IPO, harga penutupan di hari pertama saham diperdagangkan di pasar sekunder yang berasal dari Bursa Efek Indonesia, dan informasi keuangan yang berasal dari *annual report* perusahaan. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sumber eksternal karena data diambil bukan dari internal masing-masing perusahaan melainkan dari website

resmi idx.co.id, Bloomberg.com, e-bursa.com, dan finance.yahoo.com. Berikut data kuantitatif yang dibutuhkan adalah:

1. Daftar perusahaan yang melakukan IPO periode 2006-2016 di Bursa Efek Indonesia.
2. Daftar perusahaan yang mengalami *undepricing* atau memiliki *Initial Return* positif periode 2006-2016 di Bursa Efek Indonesia.
3. Daftar perusahaan yang memiliki laporan keuangan lengkap minimal 1 tahun sebelum IPO.

Metode yang digunakan adalah pengumpulan data kuantitatif dimana menggunakan data sekunder yang diambil dari website resmi eksternal. Penelitian ini menggunakan data perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* pada Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2016. Kemudian dilakukan pemilihan data yang sesuai kriteria dari sampel penelitian yang telah disebutkan diatas.

5. RESULT AND DISCUSSION

5.1. Analisa Deskriptif

Tabel 1. Deskripsi Variabel Penelitian

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
<i>Initial Return</i>	.0035	.7917	.310597	.2465321
Likuiditas	.1027	24.3667	1.612049	2.2447454
<i>Financial Leverage</i>	.0326	19.4731	2.093369	2.3994775
Aktivitas	.0008	16.7965	1.108642	1.6260391
Profitabilitas	-.2776	.3374	.066083	.0771470

Berdasarkan karakteristik variabel pada Tabel diatas dapat diketahui bahwa nilai mean variabel paling tinggi adalah *Financial Leverage* sebesar 2,093369x dan yang paling rendah adalah Profitabilitas sebesar 0,066083x. Nilai ratio variabel tertinggi ada pada *Financial Leverage* yaitu sebesar 19,4731x dan terendah ada pada Profitabilitas yaitu 0,3374x. Variabel yang paling beresiko dapat dilihat pada nilai standar deviasinya, dimana semakin besar nilai standar deviasi, maka variabel tersebut akan semakin beresiko. Urutan variabel yang paling beresiko hingga yang paling tidak beresiko adalah *Financial Leverage*, Likuiditas, Aktivitas, *Initial Return*, dan Profitabilitas.

5.2. Uji Asumsi Klasik

5.2.1. Uji Normalitas

Uji statistik ini dapat dilihat dari uji *kolmogorov-smirnov* dimana bergantung pada distribusi residual (ui), apabila residual (ui) berdistribusi normal dengan sendirinya variabel X1, variabel X2 dan variabel Y juga berdistribusi normal. Adapun hasil uji statistik untuk uji normalitas pada residual adalah:

Tabel 2. Hasil Uji Normalitas Residual

	Unstandardized Residual
Normal Parameters ^{a,b} Mean	.0000000
Std. Deviation	.23724741
Kolmogorov-Smirnov Z	1.323
Asymp. Sig. (2-tailed)	.060

Nilai *kolmogorov smirnov* yang diperoleh dari tabel di atas sebesar 1,323 dan tingkat sebesar 0,060 yang lebih dari 5%, ini berarti residual mengikuti distribusi normal, sehingga dengan sendirinya variabel Likuiditas, *Financial Leverage*, Aktivitas dan Profitabilitas berdistribusi normal. Hasil pada tabel menunjukkan bahwa model regresi layak dipakai karena memenuhi asumsi normalitas.

5.2.2. Uji Multikolinieritas

Multikolinieritas dapat dilihat dari nilai VIF (*Variance Inflation Factor*). Nilai *cut off* yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinieritas adalah nilai $VIF > 10$. Hasil uji multikolinieritas untuk variabel penelitian dapat dilihat pada tabel berikut

Tabel 3. Nilai VIF

No.	Variabel	VIF
1.	<i>Financial Leverage</i>	1.061
2.	Likuiditas	1.095
3.	Aktivitas	1.151
4.	Profitabilitas	1.252

Hasil perhitungan nilai VIF menunjukkan tidak ada satu variabel yang memiliki nilai lebih dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinieritas antar variabel bebas dalam model regresi.

5.2.3. Uji Heterokedastisitas

Diagnosis adanya heterokedastisitas dilakukan dengan pengujian korelasi Ranking Spearman. Hasil uji *Ranking Spearman* (rs) dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. Hasil Uji Korelasi *Ranking Spearman*

No.	Variabel	Koefisien Korelasi	Sig.
1.	<i>Financial Leverage</i>	-.145	.106
2.	Likuiditas	.088	.327
3.	Aktivitas	-.133	.140
4.	Profitabilitas	-.168	.061

Jika dilihat dari tingkat masing-masing variabel bebas lebih dari 5%, dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada variabel penelitian. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak dipakai untuk memprediksi variabel *Initial Return* berdasarkan masukan dari variabel Likuiditas, *Financial Leverage*, Aktivitas dan Profitabilitas.

5.2.4. Uji Autokorelasi

Ada-tidaknya Autokorelasi dilihat pada nilai Durbin Watson. Hasil uji dilihat pada tabel berikut:

Tabel 5. Hasil Uji Durbin-Watson

R Square	Adj R Square	Durbin-Watson
.102	.072	1.896

Nilai DW (durbin watson) yang dihasilkan sebesar 1,896 berada diantara dU (1,7529) dengan 4-dU (2,2471) maka dapat disimpulkan bahwa antar residual tidak terdapat korelasi atau bebas autokorelasi.

5.3.Uji F

Melihat kelayakan model linier dalam menjelaskan variabel, dalam hal ini melihat pengaruh variabel Likuiditas, *Financial Leverage*, Aktivitas dan Profitabilitas secara simultan terhadap *Initial Return*. Hasil uji dapat dilihat pada tabel berikut ini:

Tabel 6. Hasil Uji F

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.792	4	.198	3.404	.011 ^a
Residual	6.980	120	.058		
Total	7.772	124			

Berdasarkan tabel diatas dengan tingkat kurang dari 5% yaitu 0,011 artinya **Likuiditas, *Financial Leverage*, Aktivitas dan Profitabilitas secara simultan berpengaruh terhadap *Initial Return*.** (Ho diterima dan Ha ditolak)

Tabel 7. Model Summary

R	R square	Adjusted R square
.319 ^a	.102	.072

Koefisien determinasi adalah besar kontribusi pengaruh variabel Likuiditas, *Financial Leverage*, Aktivitas dan Profitabilitas terhadap variabel *Initial Return*. Nilai koefisien determinasi dapat dilihat pada R square (R^2) pada Tabel 4.6 dengan syarat hasil uji F bernilai signifikan.

Dari tabel di atas didapatkan koefisien determinasi sebesar 0,102 artinya informasi yang terkandung dalam data dapat dijelaskan oleh model tersebut sebesar 10,2% sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang belum terdapat dalam model regresi ini.

5.4. Uji T

Untuk mengetahui pengaruh variabel Likuiditas, *Financial Leverage*, Aktivitas dan Profitabilitas secara parsial terhadap *Initial Return*. Hasil uji dapat dilihat pada tabel berikut ini:

Tabel 4.7. Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	Beta	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.369	.044		8.388	.000
Likuiditas	.025	.010	.226	2.495	.014
<i>Financial Leverage</i>	-.018	.009	-.180	-2.024	.045

Aktivitas	.009	.030	.027	.290	.772
Profitabilitas	-.953	.417	-.221	-2.284	.024

Persamaan yang dihasilkan adalah:

$$\text{Initial Return} = 0,369 + 0,025 \text{ Likuiditas} - 0,018 \text{ Financial Leverage} + 0,009 \text{ Aktivitas} - 0,953 \text{ Profitabilitas}$$

- a) Hasil uji parsial menunjukkan tingkat signifikansi kurang dari 5% yaitu 0,014 artinya **Likuiditas secara parsial berpengaruh terhadap Initial Return.** (Ho ditolak dan Ha diterima)
- b) Hasil uji parsial menunjukkan tingkat signifikansi kurang dari 5% yaitu 0,045 artinya **Financial Leverage secara parsial berpengaruh terhadap Initial Return.** (Ho ditolak dan Ha diterima)
- c) Hasil uji parsial menunjukkan tingkat signifikansi lebih dari 5% yaitu 0,772 artinya **Aktivitas secara parsial tidak berpengaruh terhadap Initial Return.** (Ho diterima dan Ha ditolak)
- d) Hasil uji parsial menunjukkan tingkat signifikansi kurang dari 5% yaitu 0,024 artinya **Profitabilitas secara parsial berpengaruh terhadap Initial Return.** (Ho ditolak dan Ha diterima)

Result

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Likuiditas, *Financial Leverage*, Aktivitas dan Profitabilitas perusahaan dalam penelitian ini secara simultan berpengaruh terhadap tingkat *Initial Return* yang dihasilkan saat perusahaan melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2006 hingga tahun 2016. Laporan keuangan perusahaan dapat sebagai cara perusahaan untuk memperkenalkan diri kepada investor dan menarik minat investor untuk membeli sahamnya. Investor yang menerima *signaling* dari perusahaan akan merespon dengan membeli saham perusahaan dan hal ini pada akhirnya akan mempengaruhi harga saham IPO saat diperdagangkan dan pada akhirnya akan berdampak pada besar *Initial Return* yang dapat diperoleh investor.

Berdasarkan statistik deskriptif yang menunjukkan nilai *Initial Return* terendah yang diterima investor adalah 0,35% dan nilai *Initial Return* tertinggi yang diperoleh adalah 79,17% sedangkan nilai mean *Initial Return* dari sampel adalah 31,06% dengan standar deviasi sebesar 0,246. Hasil yang diperoleh tersebut menunjukkan bahwa kecenderungan investor yang membeli saham IPO tahun 2006-2016 rata-rata memperoleh *Initial Return* sebesar 31%. Dimana berdasarkan data, sekitar 60% investor memperoleh *Initial Return* dibawah 31% atau dibawah rata-rata *Initial Return* saham IPO 2006-2016.

Variabel pertama yang digunakan untuk menjelaskan tingkat *Initial return* adalah likuiditas. Pengukuran dalam penelitian ini menggunakan *current ratio* untuk menggambarkan variabel Likuiditas perusahaan. Nilai Likuiditas terendah yang dimiliki perusahaan sampel adalah sebesar 0,103x sedangkan nilai Likuiditas tertinggi yang dimiliki perusahaan sampel adalah 24,367x. Secara keseluruhan nilai Likuiditas rata rata yang dimiliki perusahaan mencapai 1,612x dengan standar deviasi mencapai 2,245. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya 1,612 kali dari seluruh aktiva lancar yang dimiliki perusahaan. Berdasarkan data sampel yang ada pada perusahaan IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2006 hingga 2016, 15% saham dengan tingkat likuiditas lebih besar sama dengan tingkat rata-rata likuiditas perusahaan sampel juga menghasilkan *Initial Return* yang lebih besar dari rata-ratanya dan 58% saham dengan likuiditas lebih kecil dari tingkat rata-ratanya juga menghasilkan *Initial Return* yang lebih kecil dari rata-ratanya. Hal ini berarti secara garis

besar untuk kondisi di Indonesia, saham dengan tingkat likuiditas yang tinggi (rendah) berkemungkinan besar menghasilkan tingkat *Initial Return* yang juga tinggi (rendah).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap *Initial Return*. Hal ini berarti hipotesa pertama diterima dan sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Cui & Wu, 2007 ; Emilia, Sulaiman, & Sembel, 2008 ; Hahn, Ligon, & Rhodes, 2013 ; Bouzouita, Gajewski, & Gresse, 2014; Rani & Kaushik, 2015 yang menemukan hasil bahwa *current ratio* berpengaruh terhadap *Initial Return*. Besarnya *current ratio* (Likuiditas) akan menunjukkan tingkat kemampuan perusahaan untuk memenuhi operasional perusahaan sehingga dapat berimbas pada besar *Initial Return* saat IPO.

Semakin tinggi *current ratio* suatu perusahaan berarti semakin kecil resiko kegagalan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan dengan tingkat *current ratio* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut semakin mampu memenuhi operasional harian perusahaan dan menjalankan perusahaannya dengan baik. Perusahaan dengan operasional yang berjalan baik akan dinilai positif oleh investor, hal ini akan mendorong meningkatnya mekanisme permintaan dan penawaran saham IPO sehingga mendorong kenaikan harga saham saat penjualan perdana disertai kenaikan *Initial Return* yang dapat diterima investor itu sendiri.

Variabel kedua, *Financial Leverage* perusahaan pada penelitian ini diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER). Karakteristik sampel yang dilihat dari analisa deskriptif diatas menunjukkan bahwa nilai *Financial Leverage* terendah yang dimiliki salah satu perusahaan sampel adalah 0,033x sedangkan nilai *Financial Leverage* tertinggi yang dimiliki salah satu sampel perusahaan adalah 19,473x. Secara menyeluruh rata rata nilai *Financial Leverage* yang dimiliki oleh perusahaan sampel sebesar 2,093x dengan standar deviasi data mencapai 2,399. Sesuai dengan nilai rata rata *Financial Leverage* menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel memanfaatkan hutang sebesar 2,093 kali lebih besar dari modal yang dimiliki oleh perusahaan. Berdasarkan data sampel yang ada pada perusahaan IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2006 hingga 2016, 21% saham dengan tingkat *Financial Leverage* lebih besar sama dengan tingkat rata-ratanya menghasilkan *Initial Return* lebih kecil dari rata-ratanya dan 66% saham dengan *Financial Leverage* lebih kecil sama dengan tingkat rata-ratanya juga menghasilkan *Initial Return* lebih besar dari rata-ratanya. Hal ini berarti secara garis besar untuk kondisi di Indonesia, saham dengan tingkat *Financial Leverage* yang tinggi ataupun rendah berkemungkinan besar menghasilkan tingkat *Initial Return* yang juga berlawanan arah.

Hasil penelitian menunjukkan, *Financial Leverage* berpengaruh negatif terhadap oleh *Initial Return* yang dihasilkan oleh saham IPO. Hal ini berarti hipotesa kedua diterima dan hasil penelitian sesuai dengan yang dilakukan oleh Hasan et al (2013), Rani & Kaushik (2015) dan Banerjee (2015) yang menemukan bahwa *Financial Leverage* berpengaruh signifikan terhadap *Initial Return*. Besarnya *Financial Leverage* akan merefleksikan risiko finansial atau kegagalan perusahaan untuk mengembalikan pinjamannya dimana semakin besar rasio hutang maka semakin meningkat resiko yang harus ditanggung perusahaan. Hal ini tentu akan mempengaruhi permintaan saham perusahaan pada saat IPO dan berimbas pada penurunan tingkat *Initial Return* yang dapat diterima investor.

Financial Leverage menunjukkan proporsi penggunaan hutang untuk membiayai perusahaan. Kebijakan perusahaan memanfaatkan pendanaan dari luar atau hutang sangat mempengaruhi penilaian investor, terutama menimbang biaya tetap yang harus ditanggung perusahaan dari pemanfaatan hutang itu sendiri. Hal ini dianggap mampu mencerminkan kinerja dan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Posisi *leverage* perusahaan yang dapat dilihat dari DER sangat berkontribusi bagi besarnya *Initial Return* yang diperoleh investor, ketika investor meyakini bahwa posisi *leverage* perusahaan cukup optimal, atau tidak membahayakan posisi perusahaan maupun investor tentu keputusan untuk melakukan pembelian terhadap sejumlah saham IPO yang ditawarkan perusahaan akan terjadi,

peningkatan mekanisme penawaran dan permintaan saham memberikan peluang bagi investor lain untuk mendapatkan *Initial Return* (Pour & Lasfer, 2011). DER merupakan perbandingan total hutang jangka panjang dengan ekuitas yang dimiliki perusahaan, rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya dengan pendanaan dari perusahaan itu sendiri.

Nilai DER juga menunjukkan seberapa jauh perusahaan tersebut memanfaatkan pinjaman atau hutang dari kreditur dalam menjalankan perusahaan dan menghasilkan laba, semakin besar rasio DER menunjukkan perusahaan tersebut memiliki resiko keuangan yang juga semakin besar karena memiliki jumlah hutang yang jauh lebih besar dari ekuitas yang dimiliki perusahaan dan investor yang rasional akan berpikir dua kali untuk membeli saham tersebut. Begitu juga apabila investor melihat perusahaan dengan asset yang tinggi namun tetap memiliki rasio DER yang juga tinggi, kemungkinan yang terjadi adalah asset yang tinggi diperoleh dari hutang dan hal ini akan meningkatkan resiko investasi apabila perusahaan tidak dapat melunasi kewajiban dengan tepat waktu. Sebaliknya, semakin kecil rasio DER menunjukkan perusahaan tersebut memiliki resiko keuangan yang juga semakin kecil dan hal ini akan menarik minat investor terhadap saham tersebut. Tingginya minat investor terhadap saham akan meningkatkan harga saham saat diperdagangkan, tingkat *underpricing* saham tersebut juga semakin meningkat dan hal ini akan menghasilkan *Initial Return* yang semakin besar bagi investor.

Pengukuran variabel ketiga yaitu Aktivitas dalam penelitian ini menggunakan *Total Asset Turnover* (TAT) untuk menggambarkan kondisi Aktivitas perusahaan. Berdasarkan statistik deskriptif, Nilai Aktivitas terendah yang dimiliki salah satu perusahaan sampel adalah 0,0008x sedangkan nilai Aktivitas tertinggi yang dimiliki salah satu perusahaan sampel adalah 16,796x. Secara keseluruhan nilai Aktivitas rata-rata yang dimiliki perusahaan mencapai 1,108x dengan standar deviasi mencapai 1,626. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa rata-rata Aktivitas perusahaan sampel memiliki efisiensi operasional 1,108 kali dengan memanfaatkan asset yang dimiliki perusahaan.

Pada hasil penelitian dapat dilihat bahwa variabel Aktivitas tidak berpengaruh terhadap *Initial Return*. Hal ini berarti hipotesa ketiga ditolak dan hasil penelitian tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Engelen (2003); Hauser, Yaari, Tanchuma, & Baker (2006); Grammenos & Papapostolou (2012); Aridhonda (2013) ; Klova (2017) yang menunjukkan bahwa rasio Aktivitas berpengaruh signifikan terhadap *Initial Return*. Rasio aktivitas yang dilihat melalui rasio TAT menunjukkan efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan asset yang dimilikinya untuk memperoleh penjualan dengan baik dan hal ini dianggap dapat meningkatkan keuntungan perusahaan. Semakin besar rasio ini menunjukkan bahwa perputaran asset yang cepat dan semakin besar pula nilai penjualan bersih yang diperoleh perusahaan. Perusahaan yang rasio perputaran asetnya jauh lebih lambat daripada rata-rata industrinya kemungkinan mempunyai aset terlalu banyak. Apabila aset yang berada di dalam perusahaan berlebih, hal ini menunjukkan ketersediaan dana yang dapat digunakan untuk operasional lainnya pada perusahaan (Garrison et al., 2013). Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa rasio Aktivitas tidak berpengaruh terhadap *Initial Return* yang dihasilkan saham IPO dalam periode 2006-2016 di Bursa Efek Indonesia. Dimana hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Razafindrambinina & Kwan (2013) yang menunjukkan rasio Aktivitas tidak berpengaruh terhadap nilai *Initial Return*. Hal ini berarti perputaran asset yang dimiliki perusahaan dalam menghasilkan penjualan tidak dapat menjelaskan *Initial Return*. Efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan asetnya ternyata tidak berpengaruh terhadap minat investor untuk membeli saham IPO perusahaan tersebut. Kemungkinan seperti ini dapat terjadi dikarenakan beberapa perusahaan IPO yang memiliki nilai rasio TAT yang tinggi tidak diikuti dengan keuntungan yang besar, contohnya emiten MKNT yang melakukan IPO pada tahun 2015 dimana memiliki nilai rasio TAT yang tinggi (3,350000x) namun menghasilkan profit yang relatif rendah (0,051388x) dan emiten DAYA yang melakukan IPO pada tahun

2016 dimana memiliki nilai rasio TAT yang relatif tinggi (1,345632x) namun tidak menghasilkan profit yang bagus (-0,277596x)

Variabel terakhir dalam penelitian ini yang digunakan untuk menjelaskan tingkat *Initial Return* adalah Profitabilitas dan dalam penelitian ini menggunakan *Return on Equity* ratio. Sesuai dengan periode observasi data yang telah dilakukan maka diperoleh nilai Profitabilitas terendah yang dimiliki perusahaan sampel adalah -0,278x sedangkan nilai Profitabilitas tertinggi yang dimiliki perusahaan sampel adalah 0,337x. Secara menyeluruh rata-rata Profitabilitas yang dimiliki oleh pada umumnya perusahaan sampel adalah 0,066x dengan standar deviasi data 0,077. Rata-rata Profitabilitas menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2006 sampai dengan 2016 mampu menghasilkan keuntungan 0,066 kali dengan memanfaatkan seluruh modal yang dimiliki perusahaan. Berdasarkan data sampel yang ada pada perusahaan IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2006 hingga 2016, 47% saham dengan tingkat Profitabilitas lebih besar sama dengan tingkat rata-ratanya menghasilkan *Initial Return* yang juga lebih besar dari rata-ratanya dan sebaliknya, sedangkan 53% saham dengan tingkat Profitabilitas lebih besar sama dengan dari tingkat rata-ratanya menghasilkan *Initial Return* yang lebih kecil sama dengan dari rata-ratanya dan sebaliknya. Hal ini berarti secara garis besar untuk kondisi di Indonesia, saham dengan tingkat Profitabilitas yang tinggi ataupun rendah berkemungkinan besar menghasilkan tingkat *Initial Return* yang berlawanan arah dengan kemungkinan disebabkan oleh beberapa alasan yang telah disebutkan sebelumnya.

Pada hasil penelitian ini dapat dilihat bahwa Profitabilitas berpengaruh terhadap *Initial Return*. Hal ini berarti hipotesa keempat diterima dan hasil penelitian mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Emilia, Sulaiman, & Sembel (2008); Lin & Tian (2012); Hahn, Ligon, & Rhodes (2013); Banerjee (2015) dan Saputri (2016) yang menyatakan Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap *Initial Return*. Profitabilitas merupakan salah satu rasio yang paling sering diperhatikan investor saat menilai saham (Van Horne, 2005) terutama saham perusahaan IPO yang belum pernah diperdagangkan sebelumnya. Profitabilitas perusahaan menggambarkan efektivitas dan efisiensi penggunaan aset perusahaan sehingga menghasilkan keuntungan atau laba bagi perusahaan. Profitabilitas perusahaan yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba di masa yang akan datang dan laba merupakan informasi yang penting bagi investor sebagai pertimbangan dalam menanamkan modalnya pada saham IPO tersebut. Semakin tinggi profitabilitas yang dihasilkan perusahaan akan merespon positif oleh investor karena hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dapat memanfaatkan seluruh asetnya dengan efektif dan efisien dalam memperoleh laba. Dengan kemampuan emiten yang tinggi untuk menghasilkan laba atas asetnya maka akan terlihat bahwa resiko yang akan dihadapi investor akan kecil. Investor yang menyadari kondisi positif dari perusahaan ini akan merespon dengan pembelian saham perusahaan, permintaan yang tinggi terhadap saham perusahaan akan meningkatkan harga saham dan akan berdampak pada naiknya tingkat *Initial Return* yang dapat diterima investor, namun disisi lain dengan tingginya tingkat profitabilitas maka tingkat *Initial Return* juga dapat menurun. Hal ini terlihat pada hasil penelitian ini, dimana Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *Initial Return*. Hasil yang sama juga ditemukan pada penelitian-penelitian sebelumnya antara lain oleh Cornelli, Goldreich, & Ljungqvist (2006); Loo, Lee, & Yi (2009), Lin&Tian (2012). Profitabilitas yang tinggi dari suatu perusahaan akan mengurangi ketidakpastian bagi investor sehingga akan menurunkan tingkat *underpricing* (Lin & Tian, 2012). Profitabilitas perusahaan yang tinggi selalu menjadi daya tarik tersendiri dan perusahaan dengan profit yang tinggi sangat menarik di mata investor. Melihat daya tarik tersebut, penentuan harga terhadap saham juga akan disesuaikan. Pada pasar saham Eropa, Cornelli et al (2006) menemukan bahwa harga saham yang tinggi saat hari pertama diperdagangkan menghasilkan *Initial Return* yang rendah. Hal ini terjadi karena penjamin emisi yakin dengan profitabilitas perusahaan yang tinggi maka saham perusahaan akan dinilai positif oleh investor sehingga semua saham

yang ditawarkan akan terjual meskipun dengan harga yang juga relatif tinggi. Kemudian yang terjadi adalah saham direspon negatif oleh investor sehingga permintaan akan saham menurun, dan menyebabkan tingkat *Initial Return* yang dihasilkan dari saham perusahaan menjadi rendah dan disisi lain, investor yang “*over-optimistic*” terhadap saham dengan Profitabilitas tinggi yang telah membeli saham perusahaan IPO tersebut juga mendapatkan *Initial Return* yang kecil bahkan negatif.

6. CONCLUSION

Berdasarkan hasil penelitian diatas dengan menjawab hipotesa, menunjukkan bahwa variabel dependen Likuiditas, *Financial Leverage*, dan Profitabilitas secara parsial memberikan pengaruh terhadap tingkat *Initial Return* sedangkan variabel Aktivitas tidak memberikan pengaruh terhadap tingkat *Initial Return*.

REFERENCES

- Agrawal, Deepak. *IPO Underpricing : A Literature Review*, Institute for Management Teacher, Research Schoolar, IIMT, Hyderabad, India. 2011.
- Aggarwal, R., Krigman, L., and Womack. K. *Strategic IPO underpricing, information momentum, and lockup expiration selling*, Journal of Financial Economics, Vol.66. 2002.
- Akinlo, Olayinka. *Determinants of Capital Structure : Evidence From Nigerian Panel Data*. *African Economic and Business Review*. 2011.
- Badru, B.O., Zaluki. N.A. *Explaining IPO initial returns in Malaysia: ex-ante uncertainty versus signaling*, Asian Review of Accounting. 2017.
- Bakke E, Leite T E and Thorburn K S. *Public Information and IPO Underpricing*. ECGI-Finance Working Paper No. 322/2011. 2011.
- Banerjee, S. *Do Financial Parameters Affect Under-pricing in Graded IPOs: an Empirical Analysis From The Indian Equity Market*. India: Acharya Bangalore Bussiness School. 2015.
- Boubaker, Adel dan Mezhoud, Mediha. *Determinants of The Components of IPO Initial Return:Paris Stock Exchange*. International Journal of Accounting and financial Reporting. Vol. 1, No. 1. 2011.
- Boulton, Thomas, Scott Smart, and Chad Zutter. *IPO underpricing and international corporate governance*, Journal of International Business. 2013.
- Bouzouita, N., Gajewski, J., & Gresse, C. *Liquidity Benefits from IPO Underpricing : Ownership Dispersion or Information Effect*. JEL Classification. 2014.
- Brigham, E. F., & Gephenski, L. C. *Financial Manajemen Theory and Practice* (10th ed.). Harcourt College. 2008.
- Caselli, S. *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*. Academic Press. 2010.
- Chiraphadhanakul Vichakorn dan Kennedy D Gunawardana. *The factors affecting on IPO return in Thai Stock Market*. International Journal of the Computer, the Internet and Management, Vol. 13. 2005.
- Chorruk, J., & Worthington, A. C. *New evidence on the pricing and performance of initial public offerings in Thailand*. Emerging Markets Review. 2010.
- Cornelli, F., Goldreich, D & Ljungqvist, A. *Investor sentiment and pre-IPO market*. The Journal of Finance. 2006.
- Elton, E, & Gruber, M. *Modern Portofolio Theory and Investment Analysis 6th Edition*. Jhon Wiley & Sons, Inc. 2003.
- Gulati, T. *Demand Curve and Partial Incorporation of Information in IPO Pricing*. Journal of Accountancy and Finance. 2009.

- Grammenos, C. T., and N. C. Papapostolou. *US shipping initial public offerings: Do prospectus and market information matter? Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*. 2012.
- 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.
- Healy, Paul M., Krishna G. Palepu. *Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature*. *Journal of Accounting and Economics*. 2001.
- Horne, James C. Van dan John M Wachowicz. *Fundamentals of Financial Management*. Ed 12. 2005.
- Indriani, S., & Marlia, S. *The Evidence of IPO Underpricing in Indonesia 2009 - 2013*. Society of Interdisciplinary Business Research. 2014.
- Kim, W., and Sung, T. *What makes group-affiliated firms go public?*. Working paper, KDI School of Public Policy & Management Paper No. 05-10. 2005.
- Kothari S P. *Capital Market Research in Accounting*. *Journal of Accounting and Economics*. Vol.31, No. 3. 2001.
- Leal, P. C. R. *Using Accounting Information in Prospectuses to Invest in Brazilian IPOs During High Inflation Years*. *Latin American Business Review*, Vol. 5, No. 3. 2008.
- Loughran, T., and Ritter, Jay R.. *Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs?*, *Review of Financial Studies*, Vol.15. 2002.
- Loughran, T. & Ritter, J.R. *Why has IPO underpricing changed over time?* *Financial Management*. 2004.
- Lowry, M., Officer, M.S. & Schwert, G.W. *The Variability of IPO Initial Returns*. Working Paper, University of Southern California, Los Angeles. 2006.
- Melnik, A., & Thomas, D. C. *Value-Relevance of Accounting Information and the Predictability of IPO Underpricing*. *Academy of Entrepreneurial Finance*. 2003.
- Michaely, R., and Shaw, Wayne H. *The pricing of initial public offerings: Tests of adverse selection and signaling theories*, *Review of Financial Studies*. 2004.
- Palepu, K. G., & Healy, P. M. *Business Analysis Valuation: Using Financial Statements (edisi ke 4)*. McGraw-Hill, Irwin. 2012.
- Purnanandam, Amiyatosh K., and Swaminathan, B. *Are IPOs underpriced?*. *The Review of Financial Studies*, Vol.17. 2001.
- Rani, P. and K. P. Kaushik. *Underpricing, Firm's Accounting Information and Grading of IPOs: an Empirical Analysis of Indian Private Sector*. India. 2015.
- Ritter, Jay, and Ivo Welch. *A review of IPO activity, pricing, and allocations*, *The Journal of Finance* 57. 2002.
- Salkind, Neil J. *Statistics for People Who (Think They) Hate Statistics: Excel 2007 Edition*. Sage Publication. 2009.
- Sumarso, Budhi. *Ex An Uncertainty, Positive Signal & Underpricing of Initial Public Offering of Equity in Indonesia*. *Kompak* No.8. 2003.
- Trauten, A., & Langer, T. *Information production and bidding in IPOs*. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 82. 2012.
- Yong, O. *A review of IPO research in Asia: What's next? Pacific-Basin*. *Finance Journal*. 2007.
- White, Gerald I. Sondhi, Ashwinpaul and Fried, Dov. *The Analysis and Use of Financial Statements*. Third Edition. John Willey. 2003.