

## ANALISIS DETERMINAN KINERJA SAHAM PASCA-IPO: STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Ahlam Alhifni<sup>1\*</sup>, Prihat Assih<sup>2</sup>, Abdul Malik Kumar<sup>3</sup>

<sup>1,2,3</sup>Universitas Merdeka Malang, Indonesia

Email: iamahlamalhifni@gmail.com<sup>1</sup>, prihat.assih@unmer.ac.id<sup>2</sup>,  
abdul.malik@unmer.ac.id<sup>3</sup>

Corresponding Author: iamahlamalhifni@gmail.com<sup>1</sup>

**Abstrak:** Penelitian ini mengkaji faktor-faktor yang memengaruhi kinerja saham pasca *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan fokus pada reputasi penjamin emisi, *underpricing*, *leverage*, profitabilitas, dan proporsi saham yang ditawarkan. Sampel terdiri dari 103 perusahaan yang melakukan IPO selama periode 2016–2019. Metode yang digunakan adalah regresi linier berganda dengan pengujian asumsi klasik, mencakup uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi, guna memastikan validitas model. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hanya variabel *underpricing* yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham pasca-IPO, dengan koefisien sebesar 3,157 ( $p < 0,05$ ). Sementara itu, reputasi penjamin emisi, *leverage*, profitabilitas, dan proporsi saham yang ditawarkan tidak menunjukkan pengaruh signifikan. Temuan ini menegaskan bahwa pada pasar berkembang seperti Indonesia, sinyal harga lebih menentukan dalam membentuk persepsi investor dibandingkan indikator keuangan tradisional. Penelitian ini berkontribusi melalui kerangka empiris terintegrasi yang mencakup dimensi reputasi, struktural, dan fundamental—suatu pendekatan yang masih jarang diangkat dalam literatur IPO di negara berkembang. Kesimpulan ini memberikan implikasi penting bagi investor, emiten, dan regulator dalam merancang strategi IPO yang lebih efektif.

**Kata Kunci:** indikator keuangan, kinerja saham pasca-IPO, reputasi penjamin emisi, proporsi saham IPO, *underpricing*.

**Abstract:** This study examines the factors influencing post-Initial Public Offering (IPO) stock performance on the Indonesia Stock Exchange (IDX), focusing on underwriter reputation, IPO underpricing, financial leverage, profitability, and the proportion of shares offered. The sample consists of 103 companies that conducted IPOs during the 2016–2019 period. The research employs multiple linear regression and conducts classical assumption tests, including normality, multicollinearity, heteroscedasticity, and autocorrelation, to ensure model validity. The findings reveal that only the underpricing variable has a positive and statistically significant effect

on post-IPO stock returns, with a coefficient of 3.157 ( $p < 0.05$ ). In contrast, underwriter reputation, leverage, profitability, and the share proportion offered show no significant impact. These results underscore that in emerging markets such as Indonesia, price signaling plays a more dominant role in shaping investor perception than traditional financial indicators. This study contributes to the literature by introducing an integrated empirical framework that encompasses reputational, structural, and fundamental dimensions—an approach that remains underexplored in IPO research on emerging economies. The findings offer important implications for investors, issuers, and regulators in formulating more effective IPO strategies.

**Keywords:** financial indicators, post-IPO stock performance, underwriter reputation, IPO share proportion, underpricing.

## PENDAHULUAN

Penawaran umum perdana saham (*Initial Public Offering/IPO*) merupakan strategi penting untuk memperluas sumber pendanaan eksternal bagi perusahaan. Selain menghimpun modal, proses IPO juga mencerminkan komitmen perusahaan terhadap transparansi dan perbaikan tata kelola. Perubahan status dari perusahaan tertutup menjadi perusahaan publik diharapkan dapat meningkatkan akuntabilitas, efisiensi operasional, dan memperluas basis investor (IDX Statistics, 2022).

Namun, keberhasilan IPO tidak hanya diukur dari lonjakan harga saham pada hari pertama perdagangan. Sejumlah penelitian menemukan bahwa kinerja saham pasca-IPO sering mengalami penurunan dalam jangka menengah, hingga panjang, bahkan berada di bawah indeks pasar (Amelia & Adrianto, 2020; Chang *et al.*, 2009; Islam & Anwar, 2019; Loughran & Ritter, 2004; Setya *et al.*, 2020). Fenomena penurunan kinerja jangka panjang (*long-run underperformance*) ini banyak dikaitkan dengan ketidakseimbangan informasi dan ekspektasi pasar yang berlebihan terhadap prospek emiten (Beatty & Ritter, 1986; Hanbing *et al.*, 2019; Miller, 1977; Ritter, 1991; Sholichah *et al.*, 2018; Taolin & Babulu, 2020).

Beberapa faktor telah diidentifikasi sebagai penentu utama dalam kinerja saham pasca-IPO. Salah satunya adalah reputasi penjamin emisi (*underwriter*), yang dapat berperan dalam mengurangi ketidakpastian pasar atas informasi perusahaan. Penjamin emisi bereputasi tinggi dipercaya dapat menjamin kredibilitas proses IPO dan meningkatkan kepercayaan investor (Apsari *et al.*, 2021; Carter & Manaster, 1990; Chang *et al.*, 2009; Datta *et al.*, 2015; Setya *et al.*, 2020).

Faktor lain yang turut diperhatikan adalah praktik *underpricing*, yaitu penetapan harga penawaran lebih rendah dari nilai pasar wajar. Meskipun hal ini dapat menarik minat investor dalam jangka pendek, dalam jangka panjang dapat

mengakibatkan koreksi harga saham (Abid & Muharam, 2013; Pasupuleti, 2012; Patil & Nevagi, 2022; Ritter, 1991; Yuliani *et al.*, 2019). Koreksi ini biasanya disebabkan oleh penyesuaian pasar terhadap informasi fundamental yang lebih akurat setelah perusahaan mulai diperdagangkan secara publik.

Dari sisi fundamental, struktur keuangan dan profitabilitas merupakan aspek penting yang menjadi perhatian investor. Leverage yang tercermin dari rasio utang terhadap ekuitas (DER) dapat menunjukkan ekspansi agresif, namun juga meningkatkan risiko kebangkrutan (Batool, 2018; Firmansyah, 2022). Sementara itu, profitabilitas yang tercermin melalui *Return on Assets* (ROA) merefleksikan efisiensi manajemen dalam mengelola aset perusahaan untuk menghasilkan laba (Valarmathi *et al.*, 2018). Perusahaan dengan profitabilitas tinggi dianggap memiliki prospek kinerja jangka panjang yang lebih baik (Abraham *et al.*, 2016; Safitri, 2025; Satoto, 2024).

Selain itu, jumlah proporsi saham yang ditawarkan kepada publik dalam IPO juga memberikan sinyal kepada pasar. Pelepasan saham dalam jumlah besar dapat diinterpretasikan sebagai bentuk komitmen pemilik awal untuk berbagi kontrol. Namun, dalam beberapa kasus hal ini juga dipersepsikan sebagai upaya untuk mengalihkan risiko atas prospek perusahaan (Sholichah *et al.*, 2018; Taolin & Babulu, 2020).

Sebagian besar studi terdahulu masih terfokus pada variabel tunggal, seperti *underpricing* atau reputasi *underwriter*. Masih sedikit studi yang menyatukan dimensi reputasional, struktural, dan fundamental ke dalam satu kerangka prediktif terpadu, khususnya dalam konteks pasar berkembang seperti Indonesia (Pant, 2023).

Dengan demikian, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh reputasi *underwriter*, tingkat *underpricing*, leverage, profitabilitas, serta proporsi saham yang dilepas terhadap kinerja saham dalam 12 bulan pasca-IPO di Bursa Efek Indonesia. Diharapkan hasil penelitian ini dapat memberikan kontribusi akademik sekaligus praktis dalam memahami determinan utama kesuksesan IPO di pasar modal negara berkembang.

## KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Teori Asimetri Informasi

Teori asimetri informasi menjelaskan adanya ketimpangan informasi antara pihak internal perusahaan (manajemen) dengan pihak eksternal (investor). Dalam konteks IPO, informasi yang tersedia bagi publik terbatas pada dokumen formal seperti prospektus, sementara manajemen memiliki akses terhadap informasi strategis dan operasional yang lebih lengkap (Rock, 1986). Ketimpangan ini memicu ketidakpastian terhadap nilai wajar saham, sehingga investor cenderung menggunakan indikator eksternal seperti reputasi *underwriter* dan rasio keuangan

sebagai proksi kualitas perusahaan (Nugroho *et al.*, 2024).

### Teori *Signaling*

Teori *signaling* menyatakan bahwa pihak internal perusahaan dapat mengirimkan sinyal kepada pasar untuk menunjukkan kualitas tersembunyi dari entitas bisnisnya (Spence, 1973; Connelly *et al.*, 2011). Dalam proses IPO, sinyal-sinyal tersebut dapat berupa reputasi *underwriter*, profitabilitas, dan besarnya proporsi saham yang ditawarkan ke publik. Investor merespons sinyal tersebut dalam pengambilan keputusan investasi sebagai upaya mengatasi ketidakpastian akibat asimetri informasi (Carter & Manaster, 1990; Connelly *et al.*, 2011).

### Reputasi Penjamin Emisi (*Underwriter*)

*Underwriter* yang memiliki reputasi tinggi diyakini mampu menjembatani informasi antara perusahaan dan investor, serta memberikan jaminan terhadap kualitas IPO. Reputasi yang baik meningkatkan kredibilitas informasi yang disampaikan perusahaan kepada publik dan memperkuat kepercayaan investor terhadap prospek saham (Carter & Manaster, 1990). Sebagaimana dikemukakan oleh Rokhman (2018), mekanisme kepemilikan saham manajerial dan institusional berfungsi dalam mengurangi konflik keagenan dan meningkatkan kepercayaan pasar terhadap kualitas perusahaan. Dalam konteks IPO, peran reputasi *underwriter* memiliki fungsi serupa sebagai mekanisme pengurangan asimetri informasi, yang memberikan sinyal kredibilitas kepada investor mengenai kualitas emiten. Penelitian empiris oleh Jaunanda & Angelia (2024) menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh signifikan terhadap kinerja saham pasca-IPO. Demikian pula, studi oleh Yuliani *et al.* (2019) menemukan adanya hubungan antara reputasi penjamin emisi dengan pengembalian saham jangka menengah. Meskipun beberapa studi lain menemukan hasil yang tidak konsisten dalam konteks pasar Indonesia (Ilma & Anisah, 2024).

H1: Reputasi *underwriter* berpengaruh positif terhadap kinerja saham pasca-IPO.

### *Underpricing*

*Underpricing* adalah fenomena ketika harga saham pada hari pertama perdagangan lebih tinggi dibanding harga penawaran perdana. Teori asimetri informasi menjelaskan bahwa *underpricing* merupakan strategi kompensasi bagi investor awal atas risiko informasi yang tidak sempurna dalam IPO (Beatty & Ritter, 1986). Harga penawaran yang lebih rendah dari harga pasar sering kali menimbulkan keuntungan jangka pendek, namun dalam jangka panjang dapat berujung pada koreksi pasar dan menurunnya kinerja saham. Dalam beberapa konteks, tingkat *underpricing* yang moderat bisa menjadi sinyal positif terhadap prospek perusahaan (Amelia & Adrianto, 2020; Brämisch *et al.*, 2011; Yuliani *et al.*, 2019).

H2: *Underpricing* berpengaruh positif terhadap kinerja saham pasca-IPO.

### **Leverage (Debt to Equity Ratio/DER)**

Leverage tinggi mencerminkan penggunaan utang yang besar dalam struktur modal perusahaan. Meskipun dapat mengindikasikan strategi pertumbuhan yang agresif, leverage tinggi juga memperbesar risiko gagal bayar yang dapat mengurangi kepercayaan investor (Rifana & Geetha, 2022; Munthashofi & Purnamasari, 2019). Dalam konteks IPO di Indonesia, tingkat *Debt to Equity Ratio* (DER) secara konsisten menunjukkan pengaruh negatif terhadap kinerja saham pasca-IPO (Ilma & Anisah, 2024; Moridu, 2024; Retnaningdiah *et al.*, 2024; Wannabilah & Sari, 2023). Penelitian Putri (2016) juga menunjukkan bahwa di antara indikator kinerja keuangan, hanya *Debt to Equity Ratio* (DER) yang berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Temuan ini menegaskan bahwa tingkat leverage perusahaan menjadi sinyal penting bagi investor dalam menilai prospek saham, termasuk pada periode pasca-IPO.

H3: Leverage (DER) berpengaruh negatif terhadap kinerja saham pasca-IPO.

### **Profitabilitas (Return on Assets/ROA)**

*Return on Assets* (ROA) merupakan indikator efisiensi manajemen dalam mengelola aset untuk menghasilkan laba. Menurut Fama & French (1993), perusahaan dengan ROA tinggi menunjukkan prospek keuntungan yang kuat dan stabilitas keuangan yang lebih baik, sehingga meningkatkan daya tarik saham di mata investor pasca-IPO. Temuan dari Jaunanda & Angelia (2024), Ilma & Anisah (2024) dan Wannabilah & Sari (2023) juga menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki dampak positif terhadap pengembalian saham pasca-IPO di pasar negara berkembang seperti Indonesia. Hal ini mengindikasikan bahwa profitabilitas merupakan salah satu faktor fundamental kunci dalam menilai prospek perusahaan.

H4: Profitabilitas (ROA) berpengaruh positif terhadap kinerja saham pasca-IPO.

### **Proporsi Saham IPO**

Besarnya proporsi saham yang ditawarkan kepada publik merefleksikan seberapa besar kepercayaan pemilik awal terhadap masa depan perusahaan. Menurut teori *signaling*, *offering size* yang besar menunjukkan keinginan perusahaan untuk melibatkan investor eksternal dan membangun hubungan jangka panjang (Spence, 1973). Hal itu diperkuat oleh temuan Ritter (1991) bahwa struktur penawaran publik mencerminkan strategi manajerial dalam menarik investor institusional. Penelitian oleh Nugroho *et al.* (2024) mendukung bahwa proporsi saham IPO memiliki pengaruh positif terhadap persepsi investor dan berkontribusi pada peningkatan kinerja saham pasca-IPO.

H5: Proporsi saham IPO berpengaruh positif terhadap kinerja saham pasca-IPO.

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan studi kuantitatif dengan pendekatan kausal-komparatif yang bertujuan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap kinerja saham pasca-IPO. Desain penelitian ini tergolong dalam jenis *explanatory research*, yang digunakan untuk menguji hubungan antarvariabel berdasarkan kerangka teoretis dan data empiris (Sugiyono, 2018).

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2016–2019, sebanyak 216 perusahaan. Periode ini dipilih karena mencerminkan fase stabilisasi pasar pasca-gejolak harga komoditas global yang mencapai puncaknya pada awal 2015 serta sebelum terjadinya disrupsi besar akibat pandemi COVID-19 yang dimulai pada awal 2020. Dalam periode ini, kondisi ekonomi makro Indonesia relatif stabil, dan pasar modal mengalami pertumbuhan moderat yang dianggap representatif untuk mengevaluasi performa saham IPO secara normal (OJK, 2019; World Bank, 2017). Pemilihan rentang waktu ini bertujuan untuk meminimalkan distorsi akibat faktor eksternal ekstrem yang dapat memengaruhi perilaku pasar secara abnormal (Ritter, 2011).

Sampel dalam penelitian ini ditentukan melalui pendekatan *purposive sampling* berdasarkan pertimbangan karakteristik tertentu yang relevan dengan tujuan penelitian. Pendekatan ini digunakan secara luas dalam penelitian keuangan untuk memastikan data yang digunakan memenuhi kriteria validitas dan keterukuran (Sekaran & Bougie, 2016). Kriteria seleksi mencakup kelengkapan data keuangan dan kepastian status pencatatan perusahaan agar hasil pengujian regresi dapat diinterpretasikan secara akurat dan reliabel.

Data yang digunakan bersifat sekunder dan diperoleh dari berbagai sumber resmi yang kredibel. Informasi terkait harga saham dan indikator pasar dikumpulkan dari situs web resmi Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)), serta dari Yahoo Finance ([www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)) yang menyediakan arsip historis harga saham yang dapat diverifikasi. Adapun informasi tentang reputasi *underwriter* diambil dari laporan tahunan 20 *Most Active Brokerage Houses by Total Frequency* yang dirilis oleh BEI setiap akhir tahun. Laporan ini digunakan sebagai proksi tingkat keterlibatan dan kepercayaan pasar terhadap *underwriter* yang bersangkutan (Dong *et al.*, 2011).

Teknik pengumpulan data dilakukan melalui metode studi dokumentasi, yakni teknik sistematis dalam menelaah dan menginterpretasi dokumen-dokumen tertulis yang relevan dengan fokus kajian. Teknik ini efektif dalam penelitian kuantitatif berbasis data historis karena memungkinkan peneliti mengakses data yang telah diverifikasi oleh otoritas pasar dan lembaga regulasi (Creswell & Creswell, 2018; Sugiyono, 2018). Dokumen yang dikumpulkan meliputi prospektus IPO, laporan

keuangan tahunan, serta literatur akademik yang mendukung konstruksi variabel dan model penelitian.

### Definisi Operasional Variabel

#### Kinerja Saham Pasca-IPO

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja saham pasca-IPO. Kinerja ini diukur berdasarkan *return* saham selama 12 bulan pasca-IPO, dengan rumus:

$$R_{i,12} = \frac{P_{i,t} - P_{i,0}}{P_{i,0}}$$

di mana  $R_{i,12}$  adalah *return* saham perusahaan  $i$  pada bulan ke-12,  $P_{i,t}$  adalah harga saham bulan ke-12, dan  $P_{i,0}$  adalah harga penawaran perdana saham tersebut. *Return* digunakan sebagai indikator utama kinerja saham, sebagaimana direkomendasikan dalam penelitian oleh (Amelia & Adrianto, 2020).

#### Reputasi Penjamin Emisi (*Underwriter*)

Variabel ini diukur menggunakan variabel semu (*dummy variable*), di mana emiten yang menggunakan *underwriter* yang termasuk dalam daftar 20 *Most Active Brokerage Houses by Total Frequency* diberi nilai 1, sementara lainnya diberi nilai 0. Reputasi *underwriter* dipercaya dapat memengaruhi persepsi pasar dan mengurangi risiko informasi asimetris (Sholichah *et al.*, 2018).

#### *Underpricing*

*Underpricing* dihitung dengan menggunakan *initial return*, yang dirumuskan sebagai:

$$IR = \frac{CP_{i,t} - OP_{i,0}}{OP_{i,0}}$$

Di mana  $IR$  adalah *initial return*,  $CP_{i,t}$  adalah harga penutupan saham pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder, dan  $OP_{i,0}$  adalah harga penawaran perdana. *Initial return* digunakan untuk mengukur seberapa besar diskon harga yang diberikan pada saat IPO (Amelia & Adrianto, 2020; Brämisch *et al.*, 2011).

#### *Leverage (Debt to Equity Ratio/DER)*

Leverage didefinisikan melalui *Debt to Equity Ratio* (DER), dihitung sebagai:

$$DER = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Equity}}$$

DER digunakan untuk menunjukkan proporsi pendanaan perusahaan yang berasal dari utang terhadap ekuitas. Leverage tinggi mencerminkan risiko keuangan yang lebih besar, yang dapat berdampak pada kinerja saham (Amelia & Adrianto,

2020; Ghosh, 2011).

### Profitabilitas (*Return on Assets/ROA*)

Profitabilitas diperkirakan dengan *Return on Assets* (ROA), yang dihitung dengan rumus:

$$ROA = \frac{EBIT}{Total\ Assets} \times 100$$

Di mana EBIT adalah laba sebelum bunga dan pajak. ROA menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari total aset yang dimilikinya (Amelia & Adrianto, 2020).

### Proporsi Saham IPO

Persentase saham yang ditawarkan kepada publik saat IPO dihitung sebagai:

$$IPO\ Shares = \frac{Jumlah\ Saham\ yang\ Ditawarkan}{Modal\ Ditempatkan\ dan\ Disetor\ Penuh} \times 100$$

Besaran saham publik mencerminkan seberapa besar porsi kepemilikan publik dan digunakan untuk mengukur eksposur pasar terhadap perusahaan tersebut (Darpis et al., 2019; Sholichah et al., 2018).

### Teknik Analisis Data

Data yang telah dikumpulkan dianalisis menggunakan perangkat lunak IBM SPSS Statistics 26. Teknik analisis yang digunakan meliputi statistik deskriptif untuk menggambarkan karakteristik data, serta analisis regresi linier berganda untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen terhadap kinerja saham pasca-IPO. Sebelum dilakukan regresi, terlebih dahulu diuji asumsi klasik yang mencakup uji normalitas (Kolmogorov-Smirnov), multikolinearitas (tolerance dan VIF), heteroskedastisitas (uji Glejser), dan autokorelasi (Durbin-Watson), untuk memastikan validitas model regresi linier berganda (Gujarati & Porter, 2009; Ghazali, 2018).

Model regresi linier berganda yang digunakan dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \varepsilon$$

Keterangan:

Y = Kinerja saham 12 bulan pasca-IPO

X1 = Reputasi *underwriter*

X2 = *Underpricing*

X3 = *Leverage (DER)*

X4 = Profitabilitas (ROA)

X5 = Proporsi saham IPO

$\varepsilon$  = Error term

Selanjutnya, uji-F digunakan untuk menilai apakah model regresi secara keseluruhan layak digunakan. Nilai signifikansi (*p-value*) < 0.05 menunjukkan bahwa model regresi secara keseluruhan layak digunakan untuk analisis lebih lanjut. Koefisien determinasi ( $R^2$ ) juga digunakan untuk mengukur seberapa besar proporsi variasi kinerja saham yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen dalam model. Sementara untuk pengujian hipotesis dilakukan melalui uji-t untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara individual. Nilai signifikansi (*p-value*) < 0.05 menunjukkan bahwa variabel tersebut secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### HASIL PENELITIAN

#### Statistik Deskriptif

Berdasarkan Tabel Statistik Deskriptif ( $N = 103$ ), dapat diuraikan karakteristik umum dari variabel-variabel penelitian sebagai berikut:

**Tabel 1. Hasil Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Underwriter	103	0.00	1.00	0.2233	0.41849
Underpricing	103	0.01	0.74	0.4861	0.23056
DER	103	-35.29	56.41	2.3763	8.88310
ROA	103	-0.46	0.46	0.0612	0.12799
Proporsi Saham IPO	103	0.01	0.52	0.2562	0.09888
Kinerja Saham Pasca-IPO	103	-0.86	41.61	1.9966	5.44429
Valid N (listwise)	103				

Sumber: Hasil olah data SPSS Statistics 26 (2025).

Hasil pada Tabel 1 menunjukkan bahwa nilai rata-rata kinerja saham pasca-IPO sebesar 1.99% dengan variasi cukup tinggi yang ditunjukkan oleh standar deviasi sebesar 5.44. Sementara itu, rata-rata *underpricing* tercatat sebesar 48.61%, dan DER menunjukkan nilai yang cukup ekstrem, yakni dari -35.29 hingga 56.41, yang menghasilkan standar deviasi tinggi. Seluruh variabel independen menunjukkan keberagaman data yang memadai untuk dilanjutkan ke tahap pengujian regresi linier berganda, yang akan menguji pengaruh masing-masing variabel terhadap kinerja saham pasca-IPO.

#### Uji Asumsi Klasik

#### Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah nilai residual dari model regresi linier berganda berdistribusi normal. Pengujian dilakukan menggunakan

metode One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test. Sebelumnya, data telah ditransformasi menggunakan logaritma natural (Ln) untuk mengatasi pelanggaran terhadap asumsi normalitas.

**Tabel 2. Hasil Uji Normalitas**

	Asymp. Sig. (2-tailed)
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	0.200

Sumber: Hasil olah data SPSS Statistics 26 (2025).

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 2, nilai signifikansi Kolmogorov-Smirnov sebesar  $0.200 > 0.05$  menunjukkan bahwa data residual telah berdistribusi normal setelah dilakukan transformasi logaritma natural. Dengan demikian, asumsi normalitas dalam model regresi telah terpenuhi dan model layak digunakan untuk pengujian lebih lanjut.

### **Uji Multikolinearitas**

Uji multikolinearitas dilakukan untuk memastikan bahwa tidak terdapat hubungan linier yang tinggi antar variabel independen dalam model regresi. Pengujian dilakukan dengan melihat nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF). Kriteria umum yang digunakan adalah nilai *tolerance*  $> 0.10$  dan nilai VIF  $< 10$  menunjukkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas.

**Tabel 3. Hasil Uji Multikolinearitas**

	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
Underwriter	0.864	1.158
Underpricing	0.775	1.291
DER	0.889	1.125
ROA	0.867	1.154
Proporsi Saham IPO	0.813	1.229

Sumber: Hasil olah data SPSS Statistics 26 (2025).

Hasil pada Tabel 3 menunjukkan bahwa seluruh variabel independen memiliki nilai *tolerance* di atas 0.10 dan nilai VIF di bawah 10. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala multikolinearitas dalam model regresi yang digunakan. Hal ini menunjukkan bahwa masing-masing variabel independen bersifat bebas dan tidak saling memengaruhi secara linier tinggi, sehingga model regresi layak untuk dilanjutkan ke tahap analisis regresi inferensial.

### **Uji Heteroskedastisitas**

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah terjadi ketidaksamaan varians dari residual pada model regresi linier. Pengujian dilakukan menggunakan metode *Glejser Test*, yaitu dengan meregresikan nilai absolut residual

terhadap variabel independen dalam model. Kriteria pengambilan keputusan jika nilai signifikansi (*Sig.*)  $> 0.05$ , maka tidak terdapat gejala heteroskedastisitas.

**Tabel 4. Hasil Uji Heteroskedastisitas**

	Sig.
Underwriter	0.091
Underpricing	0.714
DER	0.636
ROA	0.510
Proporsi Saham IPO	0.817

Sumber: Hasil olah data SPSS Statistics 26 (2025).

Berdasarkan Tabel 4, seluruh variabel independen memiliki nilai signifikansi lebih besar dari 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi tidak mengalami heteroskedastisitas, sehingga asumsi homoskedastisitas terpenuhi. Dengan demikian, model dapat digunakan untuk pengujian regresi inferensial secara valid.

#### **Uji Autokorelasi**

Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan serial (berurutan) antar residual dalam model regresi linier berganda. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *Durbin–Watson (DW) test*, yang menghasilkan nilai statistik antara 0 hingga 4.

**Tabel 5. Hasil Uji Autokorelasi**

Durbin-Watson	1.793
---------------	-------

Sumber: Hasil olah data SPSS Statistics 26 (2025).

Berdasarkan Tabel 5, nilai *Durbin–Watson* sebesar 1.793, yang berada dalam rentang antara 1.5 hingga 2.5. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat gejala autokorelasi dalam model regresi. Dengan demikian, asumsi independensi residual terpenuhi dan model regresi dapat digunakan untuk analisis lebih lanjut secara valid.

#### **Uji-F (Uji Kelayakan Model)**

Uji-F atau uji kelayakan model regresi linier berganda secara simultan bertujuan untuk mengetahui apakah seluruh variabel independen secara bersama-sama (simultan) memberikan kontribusi yang signifikan terhadap variabel dependen, yaitu kinerja saham pasca-IPO.

**Tabel 6. Hasil Uji-F**

	F	Sig.
Regression	4.630	0.001

Sumber: Hasil olah data SPSS Statistics 26 (2025).

Berdasarkan Tabel 6, nilai F-hitung sebesar 4.630 dengan nilai signifikansi sebesar  $0.001 < 0.05$  mengindikasikan bahwa secara simultan, variabel independen yang terdiri dari reputasi *underwriter*, *underpricing*, DER, ROA, dan proporsi saham

IPO memberikan kontribusi yang signifikan terhadap variasi kinerja saham pasca-IPO.

Dengan demikian, model regresi linier berganda yang digunakan dalam penelitian ini layak secara statistik untuk digunakan dalam pengujian lebih lanjut dan telah memenuhi syarat signifikansi model secara keseluruhan.

### Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Uji koefisien determinasi bertujuan untuk mengetahui seberapa besar kemampuan model regresi linier berganda dalam menjelaskan variabilitas variabel dependen oleh variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu reputasi *underwriter*, *underpricing*, DER, ROA, dan proporsi saham IPO.

**Tabel 7. Hasil Koefisien Determinasi ( $R^2$ )**

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
0.531	0.282	0.221	1.67207

Sumber: Hasil olah data SPSS Statistics 26 (2025).

Berdasarkan Tabel 7, nilai *R Square* ( $R^2$ ) sebesar 0.282 menunjukkan bahwa 28.2% variasi dalam variabel dependen (kinerja saham pasca-IPO) dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen dalam model, yaitu *underwriter*, *underpricing*, DER, ROA, dan proporsi saham IPO. Sementara itu, nilai *Adjusted R Square* sebesar 0.221 mencerminkan bahwa setelah disesuaikan terhadap jumlah prediktor, kontribusi nyata variabel independen terhadap variabel dependen adalah sebesar 22.1%.

Perbedaan antara nilai  $R^2$  dan *Adjusted R<sup>2</sup>* ini menandakan adanya kemungkinan bahwa tidak semua variabel independen memberikan kontribusi yang signifikan terhadap model, sehingga perlu dianalisis lebih lanjut melalui uji-t parsial. Selain itu, nilai *Standard Error of the Estimate* sebesar 1.67207 menunjukkan besarnya deviasi antara nilai aktual dan nilai yang diprediksi oleh model regresi, yang tergolong moderat.

Dengan demikian, model regresi linier berganda yang digunakan dalam penelitian ini memiliki kemampuan penjelas yang cukup terhadap variasi kinerja saham pasca-IPO, meskipun masih terdapat faktor lain di luar model yang turut memengaruhi variabel dependen. Hasil ini memperkuat perlunya analisis lanjutan terhadap masing-masing variabel bebas untuk mengidentifikasi kontribusi signifikan secara individu.

### Uji-t

Uji-t digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen, dalam hal ini kinerja saham pasca-IPO. Uji ini bertujuan untuk mengetahui apakah masing-masing variabel bebas

memberikan kontribusi signifikan terhadap model regresi.

**Tabel 8. Hasil Uji-t**

	Unstandardized		Standardized		
	B	Std. Coefficients	Coefficients	T	Sig.
		Error	Beta		
(Constant)	-1.841	0.747		-2.464	0.017
Underwriter	-0.841	0.518	-0.193	-1.624	0.110
Underpricing	3.157	1.136	0.348	2.779	0.007
DER	0.001	0.020	0.002	0.019	0.985
ROA	-1.978	1.517	-0.155	-1.304	0.197
Proporsi Saham IPO	1.682	2.273	0.091	0.740	0.462

Sumber: Hasil olah data SPSS Statistics 26 (2025).

Berdasarkan Tabel 8, hanya variabel *underpricing* yang memiliki nilai signifikansi di bawah 0.05 (*Sig.* = 0.007), yang berarti secara parsial berpengaruh signifikan terhadap kinerja saham pasca-IPO. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat *underpricing* saat IPO memiliki pengaruh nyata terhadap kinerja saham perusahaan pasca-IPO.

Adapun variabel lain seperti *underwriter* (*Sig.* = 0.110), DER (*Sig.* = 0.985), ROA (*Sig.* = 0.197), dan Proporsi Saham IPO (*Sig.* = 0.462) tidak memiliki pengaruh signifikan secara parsial terhadap variabel dependen karena nilai signifikansinya lebih besar dari 0.05. Ini mengindikasikan bahwa dalam model ini, variabel-variabel tersebut tidak cukup kuat untuk menjelaskan perubahan kinerja saham pasca-IPO secara individual.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *underpricing* merupakan satu-satunya variabel independen yang memiliki pengaruh signifikan secara parsial, sedangkan variabel lainnya tidak memberikan kontribusi signifikan dalam model regresi terhadap kinerja saham pasca-IPO.

## PEMBAHASAN

### Pengaruh Reputasi *Underwriter* Terhadap Kinerja Saham Pasca-IPO

Hasil pengujian terhadap hipotesis H1, yaitu reputasi *underwriter* berpengaruh positif terhadap kinerja saham pasca-IPO, menunjukkan bahwa variabel ini tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja saham pasca-IPO. Berdasarkan hasil analisis regresi, koefisien variabel *underwriter* sebesar -0.841 dengan tingkat signifikansi  $p = 0.110 (> 0.05)$ . Dengan demikian, hipotesis H1 ditolak secara statistik, karena tidak ditemukan bukti bahwa reputasi *underwriter* memengaruhi kinerja saham dalam jangka menengah.

Secara substansi, hasil ini mengindikasikan bahwa keberadaan *underwriter* bereputasi tinggi dalam proses IPO tidak secara otomatis diterjemahkan menjadi sinyal positif yang berdampak pada kinerja saham pasca-IPO. Meskipun secara teoretis *underwriter* berperan penting dalam mengurangi asimetri informasi (Carter & Manaster, 1990), hasil empiris menunjukkan bahwa peran tersebut belum cukup kuat untuk memengaruhi ekspektasi dan persepsi investor terhadap prospek saham dalam jangka menengah.

Menurut teori asimetri informasi, reputasi *underwriter* dapat digunakan sebagai alat mitigasi ketidakpastian, karena *underwriter* yang memiliki rekam jejak tinggi diyakini akan hanya bekerja dengan perusahaan yang memiliki fundamental kuat (Beatty & Ritter, 1986). Sementara itu, teori signaling menyatakan bahwa keterlibatan *underwriter* ternama dapat menjadi sinyal kualitas yang dipercaya investor (Spence, 1973; Connelly *et al.*, 2011). Namun, hasil penelitian ini tidak mendukung validitas teori tersebut secara empiris dalam konteks pasar Indonesia.

Ketidaksesuaian antara ekspektasi teori dan hasil empiris ini dapat dijelaskan oleh beberapa faktor kontekstual. Pertama, pada pasar yang masih berkembang seperti Indonesia, investor cenderung kurang memperhatikan aspek reputasi *underwriter* dalam proses pengambilan keputusan investasi, terutama bagi investor ritel yang mendominasi pasar. Kedua, variabel reputasi *underwriter* dalam penelitian ini diukur secara *dummy* berdasarkan daftar 20 *Most Active Brokerage Houses*, yang mungkin belum mencerminkan kualitas reputasi secara menyeluruh, seperti aspek kredibilitas, transparansi, atau pengalaman sektor spesifik.

Temuan ini juga sejalan dengan studi Ilma & Anisah (2024), yang menyatakan bahwa reputasi *underwriter* tidak selalu berpengaruh signifikan terhadap kinerja saham pasca-IPO di pasar Indonesia. Bahkan Jaunanda & Angelia (2024) mencatat bahwa dalam beberapa kasus, reputasi *underwriter* hanya memiliki peran moderat ketika dikombinasikan dengan variabel keuangan lainnya. Artinya, investor di Indonesia lebih cenderung merespons faktor-faktor harga dan tren pasar, ketimbang mempertimbangkan kredibilitas pihak-pihak profesional yang terlibat dalam proses penawaran perdana.

Dari sisi kontribusi ilmiah, hasil ini memperkuat pemahaman bahwa tidak semua sinyal reputasional memiliki daya pengaruh universal dalam semua konteks pasar. Dalam pasar yang belum sepenuhnya efisien, seperti Indonesia, kekuatan sinyal dari reputasi *underwriter* dapat tergeser oleh faktor-faktor lain yang lebih kasat mata bagi investor, seperti *underpricing*, volatilitas harga, atau sentimen pasar.

Adapun implikasi praktis dari hasil ini adalah perlunya perusahaan dan regulator untuk tidak hanya mengandalkan reputasi *underwriter* sebagai alat promosi pasar, tetapi juga menekankan pada kualitas informasi publik yang tersedia bagi investor. Di sisi lain, investor juga diharapkan untuk meningkatkan pemahaman

mereka terhadap peran institusi profesional dalam proses IPO, agar dapat mengambil keputusan investasi yang lebih terinformasi.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa reputasi *underwriter* dalam konteks pasar modal Indonesia tidak menunjukkan pengaruh signifikan dalam memengaruhi kinerja saham pasca-IPO. Hal ini memperkuat pentingnya pendekatan yang lebih komprehensif dalam mengevaluasi determinan kinerja saham IPO, dengan tidak semata-mata bergantung pada sinyal reputasional.

### Pengaruh *Underpricing* Terhadap Kinerja Saham Pasca-IPO

Hasil pengujian terhadap hipotesis H2, yaitu *underpricing* berpengaruh positif terhadap kinerja saham pasca-IPO, menunjukkan hasil yang sejalan dengan prediksi awal. Berdasarkan hasil regresi linier berganda, variabel *underpricing* menunjukkan pengaruh yang signifikan dan positif terhadap kinerja saham pasca-IPO, dengan nilai koefisien sebesar 3.157 dan tingkat signifikansi  $p = 0.007 (< 0.05)$ . Hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi *initial return* pada hari pertama perdagangan saham, semakin besar pula potensi *return* saham dalam 12 bulan pasca-IPO. Dengan demikian, hipotesis H2 diterima secara statistik.

Temuan ini memperkuat pandangan bahwa strategi *underpricing* bukan hanya memberikan insentif jangka pendek kepada investor awal, tetapi juga berdampak pada kinerja saham jangka menengah. *Underpricing* menciptakan daya tarik awal yang kuat terhadap saham baru dan dapat menghasilkan tekanan beli yang berkelanjutan di pasar sekunder.

Secara teoretis, fenomena sejalan dengan teori asimetri informasi (Rock, 1986; Beatty & Ritter, 1986), yang menyatakan bahwa ketimpangan informasi antara manajemen perusahaan dan investor publik mendorong perusahaan untuk memberikan kompensasi risiko dalam bentuk harga penawaran yang lebih rendah dari nilai wajarnya. *Initial return* yang tinggi dianggap sebagai bentuk kompensasi bagi investor untuk menanggung risiko informasi yang belum sepenuhnya tersedia. Hal ini pada akhirnya menciptakan momentum permintaan yang terus menguat hingga jangka menengah.

Selanjutnya, teori *signaling* (Spence, 1973; Connelly *et al.*, 2011) juga mendukung temuan ini. *Underpricing* dipandang sebagai sinyal kuat dari manajemen bahwa perusahaan memiliki prospek masa depan yang menjanjikan. Kesediaan perusahaan untuk menerima dana lebih rendah dari potensi optimal menunjukkan komitmen jangka panjang terhadap reputasi dan kepuasan investor. Sinyal ini kemudian diterjemahkan pasar sebagai ekspektasi positif yang mendorong kinerja saham di periode pasca-IPO.

Hasil penelitian ini juga sejalan dengan studi-studi sebelumnya. Amelia & Adrianto (2020) serta Brämisch *et al.* (2011) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat *underpricing* yang tinggi cenderung mencatatkan kinerja saham yang lebih

baik dalam jangka menengah. Ilma & Anisah (2024) juga menemukan bahwa *underpricing* di pasar Indonesia dapat menarik investor dan menciptakan efek kepercayaan terhadap saham baru yang beredar di pasar sekunder. Fenomena ini semakin menegaskan bahwa *underpricing* tidak hanya menjadi anomali jangka pendek, tetapi juga mencerminkan strategi pasar yang efektif dalam membentuk ekspektasi dan kinerja saham jangka menengah, khususnya di pasar berkembang seperti Indonesia.

Namun, penting untuk dicatat bahwa efektivitas strategi *underpricing* sangat bergantung pada konteks pasar. Di pasar maju yang lebih efisien seperti Amerika Serikat, *underpricing* seringkali mengalami koreksi nilai dalam jangka panjang karena investor institusi lebih rasional dan berorientasi pada kinerja fundamental (Ritter, 1991; Loughran & Ritter, 2004). Sebaliknya, dalam konteks pasar berkembang seperti Indonesia, yang didominasi oleh investor ritel serta tingkat literasi pasar yang relatif rendah, menyebabkan *underpricing* tetap menjadi pendorong utama dalam membentuk persepsi dan perilaku investor.

Secara konseptual dan empiris, temuan ini memperluas pemahaman tentang peran *underpricing* di pasar negara berkembang. Strategi penetapan harga yang moderat atau terukur dapat memberikan keuntungan berkelanjutan bagi investor sekaligus membangun reputasi positif perusahaan di mata publik.

Dari sisi implikasi praktis, perusahaan yang akan melakukan IPO perlu mempertimbangkan strategi *underpricing* sebagai salah satu cara untuk menciptakan momentum awal yang kuat dan menjaga performa saham di masa awal perdagangan. Bagi investor, tingkat *underpricing* dapat dijadikan indikator selektif dalam menilai potensi *capital gain* jangka menengah. Sedangkan bagi regulator seperti OJK dan BEI, penting untuk memastikan bahwa praktik *underpricing* tidak digunakan secara manipulatif, melainkan sebagai instrumen yang wajar untuk mengelola risiko informasi.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *underpricing* terbukti sebagai satu-satunya variabel independen dalam model yang berpengaruh signifikan dan positif terhadap kinerja saham pasca-IPO. Temuan ini memberikan kontribusi teoretis dan praktis bahwa *underpricing* bukan sekadar fenomena spekulatif jangka pendek, melainkan strategi pasar yang relevan dalam membentuk ekspektasi dan realisasi return saham dalam jangka menengah di pasar berkembang seperti Indonesia.

### **Pengaruh Leverage (DER) Terhadap Kinerja Saham Pasca-IPO**

Hasil pengujian terhadap hipotesis H3, yaitu *leverage* (DER) berpengaruh negatif terhadap kinerja saham pasca-IPO, menunjukkan bahwa variabel *leverage* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja saham pasca-IPO. Berdasarkan hasil regresi linier berganda, nilai koefisien leverage (DER) sebesar 0.001 dengan tingkat signifikansi  $p = 0.985 (> 0.05)$ , yang berarti jauh di atas ambang

batas signifikansi yang ditetapkan. Oleh karena itu, hipotesis H3 ditolak secara statistik, karena tidak ditemukan bukti bahwa tingkat *leverage* memengaruhi kinerja saham pasca-IPO, baik secara positif maupun negatif.

Secara substansial, temuan ini mengindikasikan bahwa struktur modal perusahaan, yang tercermin melalui rasio utang terhadap ekuitas (DER), tidak menjadi pertimbangan utama investor dalam mengevaluasi prospek saham jangka menengah pasca-IPO. Hal ini menggarisbawahi bahwa meskipun *leverage* secara teori mencerminkan risiko keuangan dan kapasitas ekspansi perusahaan, dalam praktiknya variabel ini tidak terbukti memberikan pengaruh langsung terhadap kinerja saham 12 bulan pasca-IPO.

Dalam kerangka teori struktur modal Modigliani & Miller (1958), yang kemudian dikembangkan dalam pendekatan *trade-off*, menjelaskan bahwa *leverage* tinggi mencerminkan dua sisi, strategi ekspansi yang agresif sekaligus risiko finansial yang meningkat, termasuk potensi gagal bayar (Ghosh, 2011). Berdasarkan teori *signaling*, *leverage* dapat pula ditafsirkan sebagai sinyal bahwa perusahaan memiliki keyakinan terhadap kemampuannya menghasilkan arus kas di masa depan. Namun, hasil empiris dalam studi ini tidak mendukung asumsi tersebut.

Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian oleh Moridu (2024) dan Munthashofi & Purnamasari (2019), yang menunjukkan bahwa *leverage* tidak selalu memiliki hubungan signifikan terhadap kinerja saham di Indonesia. Kondisi pasar modal domestik yang kurang efisien dan keterbatasan investor dalam mengakses atau menafsirkan informasi akuntansi mungkin menjadi faktor penyebab rendahnya sensitivitas pasar terhadap DER sebagai indikator risiko atau potensi pertumbuhan.

Selain itu, sebaran data DER dalam penelitian ini menunjukkan variabilitas yang ekstrem, dengan nilai minimum -35.29 hingga maksimum 56.41, serta standar deviasi sebesar 8.88. Kondisi ini menunjukkan kemungkinan adanya *outlier* atau kondisi struktural yang tidak seragam antar sektor industri, yang turut melemahkan kekuatan pengaruh *leverage* dalam model regresi.

Dari sisi kontribusi ilmiah, hasil ini memperkaya pemahaman bahwa dalam konteks pasar negara berkembang seperti Indonesia, variabel keuangan klasik seperti DER tidak selalu menjadi prediktor kinerja saham yang efektif. Hal ini memberikan dasar bagi perlunya pengembangan model evaluasi kinerja pasca-IPO yang mempertimbangkan pendekatan perilaku pasar dan aspek sentimen, bukan hanya indikator fundamental tradisional.

Sementara itu, implikasi praktis dari hasil ini antara lain menyasar emiten dan analis pasar. Emiten tidak dapat serta-merta mengandalkan struktur modal sebagai sinyal kekuatan prospektif kepada investor, tanpa diimbangi oleh transparansi informasi lain yang lebih mudah dipahami pasar. Bagi investor, hasil ini menjadi pengingat bahwa interpretasi terhadap rasio keuangan perlu disesuaikan dengan

konteks industri dan pola ekspektasi investor lokal yang lebih dipengaruhi oleh tren harga, bukan indikator leverage semata.

Dengan demikian, pembahasan ini menyimpulkan bahwa *leverage* tidak terbukti memengaruhi kinerja saham pasca-IPO secara signifikan, baik dalam arah positif maupun negatif. Hal ini menandakan pentingnya eksplorasi determinan lain di luar struktur modal dalam menjelaskan kinerja saham IPO di pasar Indonesia.

### **Pengaruh Profitabilitas (ROA) Terhadap Kinerja Saham Pasca-IPO**

Hasil pengujian terhadap hipotesis H4, yaitu profitabilitas (ROA) berpengaruh positif terhadap kinerja saham pasca-IPO, menunjukkan bahwa variabel profitabilitas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja saham pasca-IPO. Berdasarkan hasil regresi linier berganda, nilai koefisien profitabilitas (ROA) adalah -1.978 dengan tingkat signifikansi  $p = 0.197 (> 0.05)$ . Dengan demikian, hipotesis H4 ditolak secara statistik, karena arah hubungan yang terjadi bukan hanya tidak signifikan, tetapi juga negatif, berlawanan dengan arah hubungan yang diasumsikan dalam hipotesis awal.

Secara konseptual, hasil ini menunjukkan bahwa profitabilitas yang diukur menggunakan *Return on Assets* (ROA) belum cukup kuat untuk dijadikan sebagai determinan kinerja saham pasca-IPO di pasar modal Indonesia. Padahal, dalam literatur keuangan klasik, profitabilitas merupakan indikator fundamental yang sangat diperhatikan dalam evaluasi nilai perusahaan. Menurut teori *signaling* (Spence, 1973) dan kerangka kerja Fama & French (1993), perusahaan yang mampu menunjukkan efisiensi tinggi dalam menghasilkan laba atas aset yang dimilikinya akan lebih menarik bagi investor, karena diasumsikan memiliki prospek pertumbuhan yang solid dan risiko operasional yang lebih rendah.

Namun, dalam konteks penelitian ini, hasil empiris tidak mendukung pandangan tersebut. Salah satu kemungkinan penjelasan adalah bahwa investor pasca-IPO, khususnya di pasar negara berkembang seperti Indonesia, cenderung lebih fokus pada dinamika harga saham jangka pendek serta faktor psikologis seperti *underpricing*, tren pasar, dan ekspektasi sesaat, daripada melakukan analisis mendalam terhadap kinerja keuangan fundamental seperti ROA. Dominasi investor ritel dan keterbatasan akses terhadap laporan keuangan berkualitas tinggi turut mengurangi pengaruh variabel ini terhadap keputusan investasi pasca-IPO.

Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Jaunanda & Angelia (2024) dan Ilma & Anisah (2024) memang menemukan bahwa ROA dapat berpengaruh positif terhadap *return* saham pasca-IPO, namun hasil tersebut tampaknya tidak terkonfirmasi dalam penelitian ini. Perbedaan hasil ini dapat disebabkan oleh perbedaan periode pengamatan, pendekatan pengukuran profitabilitas, ataupun heterogenitas sektor industri dari emiten yang menjadi sampel.

Selain itu, nilai ROA dalam sampel penelitian ini cukup rendah secara rata-

rata (0,0612) dengan kisaran yang sempit, yaitu dari -0.46 hingga 0.46. Hal ini mencerminkan bahwa sebagian besar perusahaan yang IPO selama periode pengamatan memiliki tingkat profitabilitas yang belum stabil atau berada pada fase awal pertumbuhan, sehingga belum menunjukkan keunggulan kompetitif yang dapat diproyeksikan sebagai sinyal kinerja pasar yang kuat.

Dari sisi kontribusi ilmiah, hasil ini memberikan catatan penting bahwa variabel fundamental seperti ROA belum tentu selalu efektif dalam menjelaskan kinerja saham di pasar IPO negara berkembang. Ini menekankan perlunya mengombinasikan indikator fundamental dengan pendekatan berbasis pasar dan perilaku untuk menghasilkan model prediktif yang lebih akurat dalam konteks Indonesia.

Sementara dari implikasi praktis, perusahaan yang berencana melakukan IPO tidak dapat hanya mengandalkan kinerja profitabilitas sebagai daya tarik bagi investor. Sebaliknya, diperlukan upaya komunikasi yang lebih efektif dalam menjelaskan strategi bisnis jangka panjang, efisiensi operasional, dan visi pertumbuhan yang terukur. Bagi investor, temuan ini menjadi peringatan agar tidak hanya mengandalkan data keuangan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi pasca-IPO, melainkan juga mempertimbangkan faktor eksternal dan sentimen pasar.

Dengan demikian, pembahasan ini menyimpulkan bahwa profitabilitas yang diukur melalui ROA tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap kinerja saham pasca-IPO dalam penelitian ini. Hal ini menegaskan bahwa dalam konteks pasar modal Indonesia, indikator keuangan konvensional seperti ROA belum sepenuhnya mencerminkan daya tarik pasar terhadap saham perusahaan yang baru melakukan penawaran umum perdana.

### **Pengaruh Proporsi Saham IPO Terhadap Kinerja Saham Pasca-IPO**

Hasil pengujian terhadap hipotesis H5, yaitu proporsi saham IPO berpengaruh positif terhadap kinerja saham pasca-IPO, menunjukkan bahwa variabel proporsi saham yang ditawarkan kepada publik tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja saham pasca-IPO. Berdasarkan hasil regresi linier berganda, nilai koefisien variabel ini sebesar 1.682 dengan tingkat signifikansi  $p = 0.462 (> 0.05)$ . Dengan demikian, hipotesis H5 ditolak secara statistik, karena tidak terdapat cukup bukti untuk menyatakan bahwa besaran saham yang dilepas ke publik saat IPO memengaruhi kinerja saham dalam jangka menengah.

Secara konseptual, variabel ini diharapkan memberikan pengaruh positif terhadap kinerja saham, karena berdasarkan teori *signaling* (Spence, 1973), semakin besar proporsi saham yang ditawarkan ke publik, semakin kuat sinyal kepercayaan dari pemilik lama terhadap prospek jangka panjang perusahaan. Selain itu, pelepasan saham dalam jumlah besar diyakini dapat meningkatkan likuiditas

perdagangan saham dan memperluas basis investor, yang secara teoretis akan memperkuat daya tarik saham di pasar sekunder.

Namun, hasil empiris dalam penelitian ini tidak mendukung asumsi tersebut. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor tidak serta-merta menginterpretasikan besaran proporsi saham IPO sebagai sinyal kepercayaan manajemen atau kualitas fundamental perusahaan. Hal ini mungkin disebabkan oleh pemahaman investor yang masih terbatas mengenai implikasi struktur kepemilikan, atau karena dominasi strategi jangka pendek dalam perilaku investor pasca-IPO, yang lebih terpengaruh oleh harga dan tren pasar dibanding aspek struktural seperti proporsi saham IPO.

Studi-studi sebelumnya memberikan temuan yang beragam. Ritter (1991) dan Nugroho *et al.* (2024) mencatat bahwa besarnya *offering size* dapat memberikan pengaruh positif terhadap persepsi investor, namun efek ini sangat kontekstual dan dipengaruhi oleh tingkat kedewasaan pasar. Di Indonesia, yang masih dikategorikan sebagai pasar berkembang dengan dominasi investor ritel, efek sinyal dari proporsi saham IPO tampaknya belum diterjemahkan secara konsisten menjadi ekspektasi *return* yang lebih baik.

Dari sisi data, proporsi saham IPO dalam penelitian ini menunjukkan rata-rata sebesar 25.62% dengan variasi minimum 1% dan maksimum 52%. Variasi ini relatif sempit dan mungkin belum mencerminkan kondisi ekstrem yang diperlukan untuk menimbulkan perbedaan signifikan dalam persepsi pasar. Selain itu, pendekatan kuantitatif murni tanpa mempertimbangkan konteks sektor industri atau latar belakang perusahaan juga dapat membatasi kedalaman interpretasi terhadap hasil ini.

Secara konseptual dan ilmiah, hasil ini menegaskan bahwa tidak semua sinyal struktural dalam IPO memiliki pengaruh yang universal. Dalam konteks pasar seperti Indonesia, yang masih mengalami keterbatasan dalam efisiensi informasi dan kedewasaan investor, variabel seperti proporsi saham IPO tidak serta-merta menjadi pendorong utama kinerja saham. Oleh karena itu, penelitian ini memperkaya literatur dengan menunjukkan bahwa efektivitas sinyal manajerial sangat dipengaruhi oleh konteks pasar dan karakteristik basis investor.

Dari sisi implikasi praktis, perusahaan yang merencanakan IPO tidak dapat hanya mengandalkan strategi pelepasan saham dalam jumlah besar sebagai satu-satunya cara membangun kepercayaan investor. Perlu upaya yang lebih terarah dalam menyampaikan strategi jangka panjang, model bisnis yang berkelanjutan, dan prospek industri secara transparan. Bagi regulator seperti OJK dan BEI, hasil ini menjadi dasar untuk memperkuat edukasi kepada investor mengenai pentingnya memahami struktur kepemilikan dan maknanya dalam evaluasi saham IPO.

Dengan demikian, pembahasan ini menyimpulkan bahwa proporsi saham IPO tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap kinerja saham pasca-IPO. Hal ini

menegaskan bahwa efektivitas sinyal kepemilikan publik masih lemah di pasar Indonesia dan membutuhkan pendekatan yang lebih menyeluruh untuk meningkatkan relevansi struktur kepemilikan dalam pembentukan ekspektasi investor.

## KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh reputasi *underwriter*, *underpricing*, *leverage*, profitabilitas, dan proporsi saham IPO terhadap kinerja saham pasca-IPO pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2016-2019. Berdasarkan hasil analisis dan interpretasi yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa *underpricing* merupakan satu-satunya faktor yang berpengaruh signifikan terhadap kinerja saham pasca-IPO. Sementara itu, reputasi *underwriter*, *leverage*, profitabilitas, dan proporsi saham yang ditawarkan kepada publik tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap kinerja saham dalam jangka menengah. Temuan ini memperkuat pentingnya dimensi harga awal dalam membentuk persepsi dan momentum kinerja saham pasca pencatatan perdana. Penelitian ini juga menegaskan bahwa faktor-faktor fundamental internal perusahaan tidak selalu menjadi tolok ukur utama dalam keputusan investasi pasca-IPO di pasar berkembang.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu dicermati. Pertama, meskipun periode observasi yang digunakan, yaitu tahun 2016–2019, telah dipilih secara cermat untuk mencerminkan kondisi pasar yang stabil pasca-gejolak harga komoditas global dan sebelum terjadinya disrupsi besar akibat pandemi COVID-19, rentang waktu ini tetap memiliki keterbatasan dalam menangkap dinamika jangka panjang atau perubahan struktural dalam pasar modal Indonesia. Kedua, pendekatan kuantitatif yang digunakan hanya mengandalkan model regresi linier berganda, yang secara teknis belum mampu mengakomodasi kemungkinan interaksi non-linier antar variabel maupun pengaruh moderasi atau mediasi yang dapat memperkuat atau mengaburkan hubungan sebab-akibat. Ketiga, pengukuran beberapa variabel seperti reputasi *underwriter* dan proporsi saham IPO dilakukan secara terbatas, sehingga mungkin belum sepenuhnya mencerminkan kompleksitas dan kualitas sinyal yang sesungguhnya diterima oleh investor.

Untuk penelitian selanjutnya, disarankan agar memperluas cakupan data, baik dari sisi periode observasi yang lebih panjang maupun penambahan variabel kontekstual seperti kondisi makroekonomi, tingkat likuiditas saham, serta sentimen pasar. Selain itu, pendekatan metode campuran (*mixed methods*) dapat digunakan untuk menggabungkan analisis kuantitatif dengan wawancara atau studi kualitatif guna memperoleh pemahaman yang lebih mendalam terkait persepsi investor dan manajerial. Penggunaan teknik analisis regresi non-linier, *Structural Equation*

*Modeling* (SEM), atau panel data juga direkomendasikan untuk mengatasi keterbatasan model linier klasik dalam menangkap dinamika hubungan antar variabel yang lebih kompleks.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abid, M. T., & Muhamar, H. (2013). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi abnormal return saham pada kinerja jangka panjang penawaran umum perdana (IPO). *Diponegoro Journal of Management*, 2(3). <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/djom/article/view/3216/3150>
- Abraham, R., Harris, J., & Auerbach, J. (2016). IPO performance at announcement and in the aftermarket. *Journal of Economic Studies*, 43(4), 574–586. <https://doi.org/10.1108/jes-04-2015-0062>
- Amelia, P., & Adrianto, F. (2020). Pengaruh reputasi underwriter, underpricing, financial leverage dan profitabilitas terhadap kinerja initial public offering (IPO). *Jurnal Manajemen Stratejik Dan Simulasi Bisnis*, 1(1), 49–65. <https://doi.org/10.25077/mssb.1.1.49-65.2020>
- Apsari, P. L. A. D., Yasa, G. W., & Astika, I. B. P. (2021). The effect of underwriter's reputation and auditor's reputation on underpricing in medium companies taking an initial public offering on the Indonesia stock exchange. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 9(1), 67–78. <https://doi.org/10.21744/irjmis.v9n1.2002>
- Batool, Z. (2018). Long run performance of initial public offerings (IPOs) in Pakistan. *Business and Management Horizons*, 6(2), 95-104. <https://doi.org/10.5296/bmh.v6i2.14195>
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 213–232. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90055-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90055-3)
- Brämisch, F., Rottke, N., & Schiereck, D. (2011). IPO underpricing, signaling, and property returns. *Financial Markets and Portfolio Management*, 25, 27–51. <https://doi.org/10.1007/s11408-010-0151-9>
- Carter, R. B., & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. *The Journal of Finance*, 45(4), 1045–1067. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb02426.x>
- Chang, X., Lin, S. H., Tam, L. H. K., & Wong, G. (2009). Cross-sectional determinants of post-IPO stock performance: Evidence from China. *Accounting and Finance*, 50(3), 581–603. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629x.2009.00333.x>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Creswell, J. W., & Creswell, J. D. (2018). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (5th ed.). SAGE Publications.

- Darpius, D., Agustin, H., & Sari, V. F. (2019). Pengaruh financial leverage, profitabilitas dan besaran penawaran saham terhadap initial return. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 1(1), 404–415. <https://doi.org/10.24036/jea.v1i1.83>
- Datta, S., Gruskin, M., & Iskandar-Datta, M. (2015). On post-IPO stock price performance: A comparative analysis of RLBOs and IPOs. *Journal of Banking & Finance*, 55, 187–203. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.02.020>
- Dong, M., Michel, J., & Pandes, J. A. (2011). Underwriter quality and long-run IPO performance. *Financial Management*, 40(1), 219–251. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053x.2010.01140.x>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405x(93)90023-5)
- Firmansyah, I. (2022). The impact of profitability, leverage and non-performing loan on banking stock return. *Review on Islamic Accounting*, 2(1). <https://doi.org/10.58968/ria.v2i1.102>
- Ghosh, A. (2011). Post-issue operating performance of nasdaq IPOs. *Journal of Business & Economics Research (JBER)*, 1(1). <https://doi.org/10.19030/jber.v1i1.2958>
- Ghozali, I. (2018). *Applikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 25*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill Education.
- Hanbing, Z., Jarrett, J. E., & Pan, X. (2019). The post-IPO performance in the PRC. *International Journal of Business and Management*, 14(11), 109-138. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v14n11p109>
- IDX Statistics. (2022). *Statistik pasar modal Indonesia 2016–2022*. <https://www.idx.co.id>
- Ilma, M. D., & Anisah, N. (2024). Pengaruh financial leverage, profitabilitas, persentase penawaran saham dan reputasi underwriter terhadap underpricing. *Wacana Equilibrium (Jurnal Pemikiran Penelitian Ekonomi)*, 12(1), 74–90. <https://doi.org/10.31102/equilibrium.12.01.74-90>
- Islam, M. S., & Anwar, S. (2019). Post-initial public offering performance drift: Evidence from Bangladesh. *The Bangladesh Development Studies*, 42(1), 107-126. <https://doi.org/10.57138/PIAA7472>
- Jaunanda, M., & Angelia, F. (2024). The influence of financial performance and underwriter reputation on annual return. *Klabat Accounting Review*, 5(2), 91-101. <https://doi.org/10.60090/kar.v5i2.1112.91-101>
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2004). Why has IPO underpricing changed over time? *Financial Management*, 33(3), 5–37. <http://www.jstor.org/stable/3666262>

- Miller, E. M. (1977). Risk, uncertainty, and divergence of opinion. *The Journal of Finance*, 32(4), 1151–1168. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03317.x>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Moridu, I. (2024). The effect of financial leverage on profitability in the food and beverage industry (2017-2021). *Accounting Studies and Tax Journal*, 1(1), 117–130. <https://doi.org/10.62207/2xm4xk89>
- Munthashofi, B., & Purnamasari, I. (2019). Financial leverage and profitability of pharmaceutical companies in Indonesia stock exchange. *Proceedings of the 1st International Conference on Economics, Business, Entrepreneurship, and Finance (ICEBEF 2018)*, 65. <https://doi.org/10.2991/ICEBEF-18.2019.1>
- Nugroho, H. A., Koufopoulos, D., & Gkliatis, I. (2024). Linking non-financial performance determinants with IPO underpricing: Evidence from Indonesia. *European Conference on Management Leadership and Governance*, 20(1), 434–444. <https://doi.org/10.34190/ecmlg.20.1.3092>
- Otoritas Jasa Keuangan (OJK). (2019). *Laporan tahunan pasar modal Indonesia*. OJK. <https://ojk.go.id>
- Pant, K. (2023). Factors affecting IPO performance in the stock market: An analytical perspective. *Psychology and Education*, 55(1), 345-351. <https://doi.org/10.48047/pne.2018.55.1.43>
- Pasupuleti, V. V. K. (2012). A study of underpricing, ownership and liquidity of initial public offers (IPO) and their impact on performance of IPO stocks in Indian financial markets. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2019899>
- Patil, S. R., & Nevagi, A. (2022). Study on post listing performance of IPO. *GBS Impact Journal of Multi Disciplinary Research*, 8(2), 53–69. <https://doi.org/10.58419/gbs.v8i2.822205>
- Putri, A. K. (2016). Pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap return saham (studi pada perusahaan food and beverages yang terdaftar di BEI). *Arthavidya Jurnal Ilmiah Ekonomi*, 18(2), 1–20. <https://doi.org/10.37303/a.v18i2.1>
- Retnaningdiah, D., Kurnianingsih, R., & Pahlevi, R. (2024). Pengaruh reputasi underwriter, reputasi auditor, leverage, profitabilitas, dan life stage perusahaan terhadap underpricing saham pada IPO di BEI. *Kajian Ekonomi dan Bisnis*, 19(1). <https://doi.org/10.51277/keb.v19i1.182>
- Rifana, A., & Geetha, D. (2022). Impact of financial leverage on shareholders' return and financial performance: Evidence from top 100 listed companies in national stock exchange. *Orissa Journal of Commerce*, 43(2), 126-143.

<https://doi.org/10.54063/ojc.2022.v43i02.09>

- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3–27. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x>
- Ritter, J. R. (2011). Equilibrium in the initial public offerings market. *Annual Review of Financial Economics*, 3, 347–374. <https://dx.doi.org/10.1146/annurev-financial-102710-144845>
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 187–212. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(86\)90054-1](https://doi.org/10.1016/0304-405x(86)90054-1)
- Rokhman, M. T. N. (2018). Corporate social responsibility: kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham institusional. *Arthavidya Jurnal Ilmiah Ekonomi*, 20(1), 1–16. <https://doi.org/10.37303/a.v20i1.95>
- Safitri, N. S. (2025). The effect of profitability and leverage on stock return rate mediated by dividend policy. *Enrichment Journal of Multidisciplinary Research and Development*, 2(10). <https://doi.org/10.55324/enrichment.v2i10.255>
- Satoto, E. B. (2024). The effect of growth, leverage, and profitability on firm value with stock performance as an intervening variable in property and real estate companies listed on the IDX. *Jurnal Samudra Ekonomi Dan Bisnis*, 15(2), 428–441. <https://doi.org/10.33059/jseb.v15i2.9596>
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research methods for business: A skill-building approach* (7th ed.). Wiley.
- Setya, V. A., Supriani, I., & Fianto, B. A. (2020). Determinants of underpricing in Islamic and Non-Islamic shares on IPO. *Shirkah Journal of Economics and Business*, 5(1), 70–100. <https://doi.org/10.22515/shirkah.v5i1.276>
- Sholichah, M., Basuki, & Irwanto, A. (2018). Divergences of opinion and long term performance of post stocks initial public offerings at Indonesia stock exchange. *International Journal of Emerging Research in Management and Technology*, 6(7), 7-19. <https://doi.org/10.23956/ijermt.v6i7.179>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Sugiyono. (2018). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.
- Taolin, M. L., & Babulu, N. L. (2020). The margin of share sebagai variabel pemediasi pengaruh kepemilikan entrepreneur terhadap nilai pasar saham perdana. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, 5(1), 33–43.
- Valarmathi, S., Jossy, C., & Babu, A. (2018). Pre IPO and post IPO operating performance evaluation on Indian select companies. *Asian Journal of Management*, 9(1), 127-132. <https://doi.org/10.5958/2321-5763.2018.00019.7>
- Wannabilah, H., & Sari, C. M. (2023). Pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap harga saham (studi empiris pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di bursa periode 2017-2021). *Arthavidya Jurnal Ilmiah Ekonomi*, 25(1), 124–138.

<https://doi.org/10.37303/a.v25i1.349>

World Bank. (2017). *Indonesia economic quarterly: Closing the gap*. World Bank.

<https://www.worldbank.org/>

Yuliani, Y., Wahyuni, D., & Bakar, S. W. (2019). The influence of Financial and Non-Financial information to underpricing of stock prices in companies that conduct initial public offering. *Ekspektra: Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 3(1), 39–51.

<https://doi.org/10.25139/ekt.v3i1.1442>