

Pengaruh Oversubscription, Struktur Modal, dan Profitabilitas terhadap Initial Return Saham (Studi pada Perusahaan Non-K keuangan IPO di BEI Periode 2021–2025)

Akhmad Fakhruddin Ar-Rozy¹, R.A. Sista Paramita²

Universitas Negeri Surabaya^{1,2}

Email korespondensi: akhmadfakhruddin.22092@mhs.unesa.ac.id

Abstract

This study examines the associations of oversubscription, capital structure, and profitability with first-day initial returns among non-financial companies conducting initial public offerings on the Indonesia Stock Exchange during 2021–2025, controlling for firm size. Of 258 IPOs, six financial-sector companies were excluded. Based on comparable, verifiable subscription ratios and complete core data, 95 companies remained in the final sample. Initial return was measured using the first-day closing price relative to the offering price, while capital structure and profitability were proxied by debt-to-equity ratio and return on equity. Cross-sectional multiple linear regression was conducted using IBM SPSS Statistics 31. Oversubscription showed a positive association with initial return ($B = 0.002155$; $p = 0.019$). However, debt-to-equity ratio, return on equity, and firm size were not statistically significant at the 5% level. The model produced $R^2 = 0.085$ and adjusted $R^2 = 0.045$, while the overall F-test was not significant ($F = 2.103$; $p = 0.087$). Residual normality tests produced different results: the Lilliefors-corrected Kolmogorov–Smirnov test reported $p \geq 0.200$, whereas Shapiro–Wilk reported $p = 0.003$. The findings indicate a conditional association between IPO demand intensity and initial return, rather than evidence of causality or fundamental quality. Demand information should complement fundamental assessment. Generalization is limited by data availability, the observed subscription-ratio range, and residual non-normality. Future research should expand comparable demand data and assess inferential robustness.

Keywords: initial return; oversubscription; capital structure; profitability; initial public offering

1. PENDAHULUAN

Penawaran umum perdana atau *initial public offering* (IPO) memungkinkan perusahaan memperoleh pendanaan dari masyarakat sekaligus mempertemukan penilaian emiten dengan penilaian investor. Harga penawaran ditetapkan sebelum saham diperdagangkan, sedangkan harga pasar terbentuk setelah pencatatan. Perbedaan kedua harga tersebut penting bagi investor yang memperoleh alokasi saham dan bagi emiten yang menentukan nilai penghimpunan dana. Karena harga pasar dapat lebih tinggi, sama, atau lebih rendah daripada harga penawaran, respons awal investor tidak selalu berbentuk keuntungan. Konsep *Initial Return* memungkinkan ketiga kemungkinan itu dianalisis tanpa membatasi hasil hanya pada selisih harga positif (Hartono, 2017). Periode 2021–2025 menjadi menarik untuk diteliti karena berlangsung dalam konteks penerapan

penawaran umum secara elektronik melalui POJK Nomor 41/POJK.04/2020, yang turut mengubah mekanisme dan ketersediaan informasi dalam proses IPO (OJK, 2020).

Pemilihan ukuran hasil juga perlu memperhatikan horizon harga. Eliza et al. (2024) mengkaji 34 perusahaan e-IPO Januari–April 2023 secara deskriptif, membandingkan return pembukaan dengan return yang memakai harga penutupan pada 29 Desember 2023. Harga akhir tahun tersebut bukan harga penutupan hari pertama. Studi itu menunjukkan pentingnya membedakan titik pengamatan, tetapi hasilnya tidak dapat diperlakukan sebagai bukti regresi *Initial Return Day-1*. Penelitian ini menggunakan harga penutupan perdagangan pertama relatif terhadap harga penawaran agar setiap emiten memiliki horizon peristiwa yang sama, bukan horizon kalender akhir tahun yang berbeda.

Dalam penelitian ini, *Initial Return* merupakan variabel kontinu. Nilai positif menggambarkan *underpricing*, nilai nol menggambarkan harga yang tidak berubah relatif terhadap penawaran, dan nilai negatif menggambarkan *overpricing*. Perbedaan tersebut bukan sekadar perubahan istilah: penelitian yang hanya mengambil IPO *underpriced* mempunyai cakupan hasil berbeda dari penelitian yang mempertahankan seluruh tanda return. Lindrianasari et al. (2023), misalnya, mengkaji 30 IPO yang mengalami *overpricing* dan tidak menemukan pengaruh signifikan ROA maupun DER. Bukti dari kelompok harga negatif itu relevan sebagai pengingat bahwa variasi respons harga tidak seluruhnya terwakili oleh sampel *underpricing*.

Informasi permintaan dan informasi keuangan merupakan dua kelompok informasi yang dapat dipertimbangkan investor sebelum perdagangan dimulai. *Oversubscription* menunjukkan besarnya pesanan relatif terhadap jumlah saham yang ditawarkan. Sebaliknya, struktur modal dan profitabilitas menggambarkan posisi pendanaan serta hasil penggunaan sumber daya perusahaan sebelum IPO. Keduanya tidak boleh diperlakukan sebagai informasi identik: tingginya permintaan dapat terjadi tanpa membuktikan tingginya kualitas fundamental, sedangkan rasio keuangan yang baik belum tentu diikuti lonjakan harga pada perdagangan pertama. Perbedaan antara informasi permintaan dan informasi akuntansi juga digunakan dalam kajian Pradnyadevi dan Suardikha (2020).

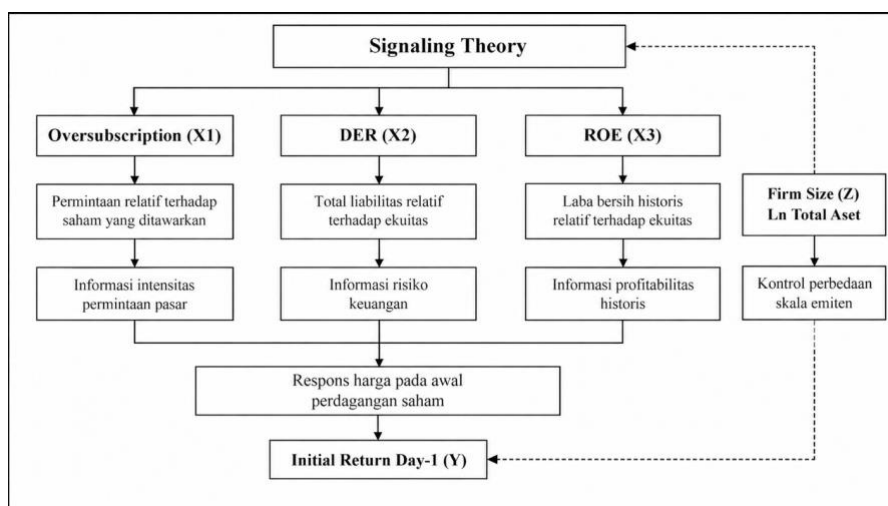
Teori Sinyal dan Kerangka Penalaran

Hubungan antara informasi perusahaan dan respons investor dapat dijelaskan melalui *Signaling Theory*. Teori sinyal menjelaskan bagaimana pihak yang memiliki informasi lebih banyak menyampaikan informasi yang dapat ditafsirkan oleh pihak lain dalam kondisi asimetri informasi. Spence (1973) mengembangkan teori ini dalam konteks pasar tenaga kerja; penggunaannya pada IPO dalam penelitian ini merupakan kerangka penalaran mengenai penafsiran informasi, bukan bukti bahwa setiap informasi emiten otomatis menjadi sinyal yang efektif. Investor dapat membaca permintaan saham sebagai informasi mengenai minat pasar, serta DER dan ROE sebagai informasi mengenai posisi pendanaan dan hasil keuangan. Penafsiran itu tetap bergantung pada konteks dan kredibilitas informasi.

Rasio keuangan sebaiknya dibaca sebagai hubungan antarpos laporan, bukan sebagai penilaian tunggal yang terlepas dari karakteristik usaha. DER menempatkan pendanaan berbasis kewajiban relatif terhadap ekuitas, sedangkan ROE menempatkan laba relatif terhadap ekuitas.

Ukuran perusahaan digunakan untuk memperhitungkan perbedaan skala emiten. Dengan demikian, penelitian tidak mengasumsikan bahwa satu rasio dapat merangkum seluruh risiko maupun seluruh prospek IPO. Pembacaan bersama atas struktur pendanaan dan profitabilitas merupakan bagian dari analisis keuangan, tetapi tidak menghilangkan ketidakpastian respons pasar (Brigham & Houston, 2019).

Kerangka berpikir pada Gambar 1 mempertahankan tiga jalur informasi menuju respons harga hari pertama. *Oversubscription* mewakili intensitas permintaan, DER mewakili struktur pendanaan dan risiko keuangan, sedangkan ROE mewakili hasil penggunaan modal sendiri. Kotak antara pada gambar merupakan alur penalaran, bukan variabel mediator yang diukur atau diuji. *Firm Size* ditempatkan terpisah sebagai kontrol. Hubungan dalam gambar karena itu tidak menunjukkan model mediasi, tidak menyatakan hubungan kausal yang telah dibuktikan, dan tidak membatasi Y hanya pada return positif.



Gambar 1. Kerangka Berpikir
Sumber: naskah skripsi penulis.

Kotak antara menunjukkan alur penalaran, bukan mediator yang diuji; garis putus-putus menunjukkan variabel kontrol.

Oversubscription dan Initial Return

Oversubscription terjadi ketika jumlah saham yang dipesan melebihi jumlah saham yang ditawarkan. Rasio ini memberi informasi mengenai tekanan permintaan relatif terhadap persediaan saham pada penawaran. Jika sebagian minat beli belum terpenuhi melalui alokasi IPO, permintaan lanjutan dapat muncul ketika saham mulai diperdagangkan. Mekanisme tersebut memberikan alasan untuk menduga hubungan positif dengan *Initial Return*. Akan tetapi, rasio permintaan bukan laporan mengenai laba, arus kas, atau kualitas aset; penafsiran yang tepat adalah intensitas permintaan pasar, bukan jaminan kualitas fundamental emiten (Haniifah & Hartati, 2021).

Haniifah dan Hartati (2021) menemukan hubungan positif signifikan *oversubscription* dengan *underpricing* pada IPO Indonesia 2017–2020. Rezky et al. (2025) juga menemukan

hubungan positif pada sampel IPO yang telah mengalami *underpricing* dan *oversubscription*. Kedua temuan mendukung penalaran bahwa permintaan relatif yang tinggi dapat berkaitan dengan kenaikan harga awal. Namun, pemilihan observasi dan tanda return yang dianalisis perlu diperhatikan sebelum hasilnya diterapkan pada sampel yang juga mempertahankan *overpricing* dan return nol.

Bukti tidak sepenuhnya seragam. Pradnyadevi dan Suardikha (2020) tidak menemukan hubungan signifikan permintaan investor dengan *underpricing*, sedangkan Badhon et al. (2025) melaporkan hubungan positif signifikan *oversubscription* pada IPO Bangladesh. Perbedaan negara, periode, mekanisme penjatahan, serta kriteria sampel membuat temuan tersebut tidak dapat digabungkan seolah berasal dari satu desain. Berdasarkan mekanisme permintaan dan bukti yang relevan, penelitian ini menguji dugaan bahwa variasi *oversubscription* berhubungan positif dengan *Initial Return* dalam sampel IPO non-keuangan yang mempunyai rasio total sebanding.

H1: *Oversubscription* berpengaruh positif terhadap *Initial Return* saham.

Struktur Modal dan Initial Return

Struktur modal berkaitan dengan komposisi pendanaan dan konsekuensi kewajiban terhadap pemilik modal. DER bukan satu-satunya ukuran pendanaan: *debt-to-assets* memakai aset sebagai basis pembandingan, sedangkan *debt-to-capital* membandingkan utang dengan keseluruhan modal yang didefinisikan dalam ukuran tersebut. Penelitian ini memilih DER untuk menempatkan kewajiban relatif terhadap ekuitas. Istilah *debt* dalam rujukan rasio tidak selalu identik dengan total liabilitas; karena itu definisi operasional penelitian ditegaskan sebagai total liabilitas, termasuk bagian lancar dan tidak lancar, dibagi total ekuitas. Pembandingan tersebut tidak menjadi variabel tambahan (CFA Institute, 2026).

DER yang lebih tinggi dapat dibaca investor sebagai bertambahnya beban kewajiban relatif terhadap penyangga ekuitas. Apabila risiko pendanaan menjadi perhatian pada saat penawaran, minat terhadap saham dan penilaian harga awal dapat melemah. Mekanisme ini menjadi dasar arah negatif yang diuji. Namun, pendanaan melalui kewajiban juga dapat berkaitan dengan kebutuhan ekspansi dan karakteristik industri; besarnya DER tidak dengan sendirinya membuktikan perusahaan buruk. Dugaan hubungan dengan harga hari pertama tetap perlu diuji, bukan disimpulkan dari rasio keuangan saja (Brigham & Houston, 2019).

Andari dan Saryadi (2020) tidak menemukan hubungan signifikan DER dengan *underpricing*. Pradnyadevi dan Suardikha (2020) juga memperoleh hasil tidak signifikan untuk *financial leverage* yang diproksikan dengan DER. Sementara itu, Haniifah dan Hartati (2021) menggunakan proporsi utang berbasis aset, sehingga hasil variabel tersebut bukan pengujian DER yang identik. Perbedaan denominator perlu dipertahankan dalam membaca literatur: rasio terhadap aset dan rasio terhadap ekuitas menjawab pertanyaan pembandingan yang berbeda.

Ardiansyah et al. (2025) menggunakan *debt-to-assets* dan tidak menemukan hubungan leverage yang signifikan dengan *underpricing*. Safitri (2025) juga melaporkan hasil leverage yang tidak signifikan, sedangkan kajian *overpricing* Lindrianasari et al. (2023) tidak memperoleh hubungan signifikan DER. Bukti tersebut menunjukkan bahwa arah yang secara teoritis mungkin tidak selalu teramati secara statistik pada harga IPO. Penelitian ini tetap menguji arah negatif

sebagai dugaan berdasarkan risiko pendanaan, dengan definisi DER yang konsisten dan tanpa menyamakan seluruh ukuran leverage.

H2: Struktur modal yang diproksikan dengan DER berpengaruh negatif terhadap *Initial Return* saham.

Profitabilitas dan Initial Return

Profitabilitas menggambarkan kemampuan menghasilkan laba relatif terhadap basis pembanding tertentu. ROA mengaitkan laba dengan aset yang digunakan; *net profit margin* (NPM) mengaitkan laba bersih dengan penjualan; sedangkan *earnings per share* (EPS) menunjukkan laba per saham, bukan tingkat pengembalian ekuitas. ROE menempatkan laba relatif terhadap modal sendiri. Penelitian memilih ROE karena fokusnya pada informasi hasil penggunaan ekuitas yang tersedia bagi calon pemegang saham. Pemilihan itu tidak berarti ROE merupakan ukuran yang selalu lebih baik daripada seluruh pembanding pada setiap jenis usaha (Brigham & Houston, 2019).

ROE yang lebih tinggi dapat ditafsirkan sebagai informasi mengenai kemampuan menghasilkan laba bagi pemilik modal. Apabila investor menilai informasi tersebut secara positif, minat beli dan respons harga pada awal perdagangan dapat menguat. Namun, informasi profitabilitas mungkin telah tercermin dalam harga penawaran, sehingga tidak selalu menambah selisih harga pada Day-1. ROE juga dipengaruhi besarnya ekuitas dan periode laba; nilai tinggi perlu dibaca bersama denominatornya, sedangkan nilai negatif dapat menunjukkan rugi bersih dengan ekuitas positif, bukan otomatis kesalahan perhitungan (Brigham & Houston, 2019).

Temuan penelitian terdahulu memperlihatkan pentingnya kesesuaian proksi. Mayasari et al. (2018) memperoleh hubungan ROE negatif signifikan dengan *underpricing*, sedangkan NPM tidak signifikan. Haniifah dan Hartati (2021) menemukan hubungan EPS positif signifikan; Badhon et al. (2025) justru tidak memperoleh signifikansi EPS. Hasil EPS tidak dapat dipakai sebagai bukti langsung bahwa ROE akan signifikan karena ukuran laba per saham berbeda dari rasio laba terhadap ekuitas.

Temuan berbasis ROA juga beragam. Andari dan Saryadi (2020) serta Pradnyadevi dan Suardikha (2020) melaporkan hubungan negatif, Safitri (2025) melaporkan hubungan positif, dan Ardiansyah et al. (2025) memperoleh hubungan negatif. Variasi tersebut tidak diselesaikan dengan memilih satu temuan sebagai kepastian, melainkan menjadi alasan untuk menguji kembali profitabilitas dengan proksi yang dinyatakan jelas. Penelitian ini menguji arah ROE positif berdasarkan kemungkinan respons investor terhadap hasil penggunaan ekuitas, sambil mengakui adanya mekanisme informasi yang telah tercermin dalam harga penawaran dan bukti empiris yang tidak seragam.

H3: Profitabilitas yang diproksikan dengan ROE berpengaruh positif terhadap *Initial Return* saham.

Kajian ini mempertemukan informasi permintaan dengan informasi keuangan pada periode IPO 2021–2025, mempertahankan return positif, nol, dan negatif, serta mengendalikan perbedaan skala melalui *Firm Size*. Kontribusinya bukan pengujian seluruh karakteristik IPO atau seluruh proksi profitabilitas, melainkan estimasi hubungan tiga variabel utama dengan *Initial Return Day-*

/ pada sampel yang datanya dapat dibandingkan. Perbedaan proksi, cakupan permintaan, horizon return, dan seleksi observasi yang tampak pada literatur menjadi batas pembandingan hasil, bukan alasan mengubah variabel penelitian setelah pengujian.

2. METODE PENELITIAN

Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan regresi linear berganda pada data sekunder. Desainnya *cross-sectional*: satu observasi mewakili satu perusahaan pada peristiwa IPO masing-masing. Rentang 2021–2025 merupakan periode pengumpulan peristiwa, bukan pengamatan berulang atas perusahaan yang sama. Model menaksir hubungan statistik dengan *Initial Return*, bukan dampak kausal dari perlakuan eksperimental. Analisis dilakukan menggunakan IBM SPSS Statistics 31; kerangka pemeriksaan regresi mengikuti pembahasan analisis multivariat Ghozali (2018), sedangkan versi perangkat lunak yang digunakan tetap SPSS 31.

Populasi awal terdiri atas 258 perusahaan IPO di BEI selama 2021–2025. Enam perusahaan sektor keuangan dikeluarkan sehingga populasi sasaran berjumlah 252 perusahaan non-keuangan. Pembatasan sektor menjaga keterbandingan posisi pendanaan, mengingat kewajiban pada usaha intermediasi mempunyai fungsi berbeda dari kewajiban pada perusahaan non-keuangan. Seleksi dilanjutkan berdasarkan ketersediaan rasio *oversubscription* total yang dapat diverifikasi secara sebanding dan kelengkapan input harga serta laporan keuangan. Sebanyak 157 perusahaan tidak memenuhi ketersediaan atau keterbandingan data tersebut, sehingga sampel akhir berjumlah 95 perusahaan.

Seluruh rasio total yang terverifikasi pada sampel berada di atas satu. Kondisi ini tidak berarti semua 157 emiten yang dikeluarkan memiliki rasio di bawah atau sama dengan satu; data yang tidak tersedia atau tidak sebanding tidak diperlakukan sebagai permintaan rendah. Rasio *pooling* tidak dicampurkan dengan rasio total karena cakupan pesanan dan saham pembandingnya berbeda. Sampel meliputi 7 IPO tahun 2021, 9 tahun 2022, 20 tahun 2023, 37 tahun 2024, dan 22 tahun 2025. Karena seleksi bergantung pada ketersediaan data dan rentang prediktor teramati, inferensi dibatasi pada karakter sampel tersebut.

Harga penawaran diperoleh dari prospektus IPO dan harga penutupan perdagangan pertama dari data historis perdagangan. Naskah sumber menggunakan Yahoo Finance dan/atau RTI Business untuk penelusuran harga. Data pesanan diperoleh dari rilis penjabatan, publikasi emiten atau biro administrasi efek, serta dokumen IPO yang dapat diverifikasi. Pos keuangan berasal dari laporan auditan terakhir dalam prospektus sebelum IPO. Tanggal laporan mengikuti setiap emiten: perusahaan IPO pada tahun tertentu tidak otomatis menggunakan laporan keuangan setahun penuh pada tahun IPO apabila laporan tersebut belum tersedia sebelum pencatatan.

Pengukuran Variabel

Initial Return Day-1 (IR) diukur melalui selisih harga penutupan hari pertama dan harga penawaran relatif terhadap harga penawaran, sesuai ukuran return awal yang digunakan dalam naskah sumber (Hartono, 2017). Pengukuran memakai rasio desimal; persentase hanya digunakan

untuk menjelaskan hasil. Seluruh tanda return dipertahankan sehingga IR tidak dibatasi hanya pada keadaan *underpricing*.

$$IR_i = \frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}} \quad (1)$$

Dalam persamaan (1), $P_{i,1}$ adalah harga penutupan saham perusahaan i pada hari perdagangan pertama dan $P_{i,0}$ adalah harga penawaran IPO. IR positif berarti harga penutupan lebih tinggi daripada harga penawaran, IR nol berarti tidak ada selisih, dan IR negatif berarti harga penutupan lebih rendah. Ukuran ini bukan *market-adjusted return*, tidak memasukkan biaya transaksi, serta tidak digunakan untuk menjelaskan kinerja saham pada horizon yang lebih panjang.

Oversubscription (OS) diukur menggunakan rasio jumlah saham yang dipesan terhadap jumlah saham yang ditawarkan, sebagaimana konsep intensitas permintaan IPO yang digunakan Haniifah dan Hartati (2021). Data yang dimasukkan merupakan rasio total dalam satuan kali. Angka digunakan pada skala aslinya, tanpa transformasi logaritma natural; denominator total tidak diganti dengan saham penjabatan terpusat.

$$OS_i = \frac{\text{Jumlah saham dipesan}}{\text{Jumlah saham ditawarkan}} \quad (2)$$

Struktur modal diproksikan dengan DER. Literatur analisis keuangan membedakan rasio pendanaan berdasarkan basis pembandingnya (Brigham & Houston, 2019; CFA Institute, 2026). Untuk menghindari ambiguitas istilah *debt*, penelitian ini secara khusus menggunakan total liabilitas dibagi total ekuitas, bukan hanya pinjaman berbunga. Kedua pos diambil dari laporan posisi keuangan auditan terakhir dalam prospektus sebelum IPO, dengan satuan mata uang yang konsisten.

$$DER_i = \frac{\text{Total liabilitas}}{\text{Total ekuitas}} \quad (3)$$

Profitabilitas diproksikan dengan ROE, yaitu laba bersih setelah pajak relatif terhadap total ekuitas (Brigham & Houston, 2019). Definisi operasional memakai ekuitas akhir periode yang tersedia dalam prospektus, bukan rata-rata ekuitas. Jika periode laba kurang dari satu tahun, laba berjalan disetahunkan melalui perkalian 12 dibagi jumlah bulan laporan, mengikuti perlakuan dataset sumber. Penyetahunan ini adalah penyesuaian skala periode, bukan pengamatan laba setahun penuh maupun perkiraan laba masa depan.

$$ROE_i = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak (disetahunkan)}}{\text{Total ekuitas}} \quad (4)$$

Pada persamaan (4), pembilang adalah laba bersih setahun atau laba interim setelah penyetahunan. Untuk laporan m bulan, laba disetahunkan = laba berjalan $\times 12/m$; untuk laporan

dua belas bulan, faktor tersebut sama dengan satu. Nilai negatif tetap dipakai apabila laporan sumber menunjukkan rugi bersih dan ekuitas positif. DER, ROE, dan aset menggunakan periode laporan terakhir yang sama pada masing-masing emiten, sehingga pemilihan periode tidak dilakukan hanya untuk menghindari rasio negatif.

Firm Size (SIZE) digunakan sebagai variabel kontrol dan diukur dengan logaritma natural total aset, mengikuti naskah sumber (Hartono, 2017). Nilai aset dibakukan pada basis rupiah yang sama dalam dataset sebelum transformasi. SIZE memperhitungkan perbedaan skala perusahaan saat hubungan OS, DER, dan ROE diestimasi; variabel ini tidak menjadi hipotesis keempat.

$$SIZE_i = \ln(\text{Total aset dalam rupiah}) \quad (5)$$

Model dan Prosedur Analisis

Model regresi mengikuti hubungan linear antara variabel dependen, tiga prediktor utama, serta satu kontrol (Ghozali, 2018). Semua variabel dimasukkan pada observasi yang sama dengan jumlah sampel tetap 95. Persamaan yang diestimasi adalah sebagai berikut.

$$IR_i = \alpha + \beta_1 OS_i + \beta_2 DER_i + \beta_3 ROE_i + \beta_4 SIZE_i + \varepsilon_i \quad (6)$$

Dalam persamaan (6), α merupakan konstanta, β_1 sampai β_4 merupakan koefisien, dan ε_i merupakan residual. Pemeriksaan meliputi statistik deskriptif, multikolinearitas melalui VIF dan toleransi, heteroskedastisitas melalui uji Glejser, serta normalitas residual melalui Kolmogorov–Smirnov dengan koreksi Lilliefors dan Shapiro–Wilk. Tidak digunakan pengujian autokorelasi sebagai prasyarat utama karena unit observasinya bukan deret waktu perusahaan (Ghozali, 2018).

Keputusan inferensi menggunakan tingkat signifikansi 5% dan p-value dua sisi yang dilaporkan SPSS. H1–H3 dievaluasi dengan memperhatikan arah koefisien dan uji t parsial; hasil positif yang tidak signifikan tidak dinyatakan mendukung hipotesis positif. Uji F tetap dilaporkan untuk mengevaluasi model keseluruhan, bukan sebagai H4. R^2 dan Adjusted R^2 digunakan untuk menjelaskan proporsi variasi yang diterangkan oleh model, bukan persentase dampak kausal. Tidak dilakukan perubahan sampel, transformasi OS, atau analisis tambahan pada penyusunan artikel ini.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif dan Pemeriksaan Model

Tabel 1 merangkum 95 observasi lengkap. *Initial Return* berkisar $-0,348485$ sampai $0,642857$, dengan rata-rata $0,181786$ atau sekitar 18,18%. Sampel mencakup 78 return positif, 3 return nol, dan 14 return negatif. Komposisi tersebut menegaskan bahwa outcome penelitian adalah *Initial Return* kontinu, bukan hanya besarnya *underpricing*. Rata-rata positif tidak menghilangkan risiko return negatif pada emiten tertentu dan tidak dapat digunakan sebagai jaminan keuntungan investasi.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Simpangan baku
Initial Return	-0,348485	0,642857	0,181786	0,178622
OS (kali)	1,040000	143,190000	17,933895	20,134001
DER	0,029932	16,105817	1,131103	1,805967
ROE	-0,503055	1,701912	0,228662	0,299989
SIZE (Ln aset)	23,443648	32,122081	26,437547	1,867089

Sumber: data penelitian

diolah dengan SPSS 31. N = 95 untuk semua variabel; IR, DER, dan ROE dalam rasio desimal.

Rata-rata OS sebesar 17,933895 kali menunjukkan pesanan relatif yang tinggi pada sampel terpilih, tetapi simpangan baku 20,134001 kali dan maksimum 143,19 kali memperlihatkan variasi yang lebar. Nilai minimum 1,04 kali menegaskan bahwa tidak ada observasi permintaan total di bawah atau sama dengan satu dalam sampel. Nilai ekstrem tidak dihapus hanya karena berbeda dari rata-rata; skala OS asli tetap mengikuti dataset yang telah diverifikasi. Akibatnya, hubungan yang diperkirakan merupakan hubungan pada IPO dengan rasio total teramati tersebut, bukan perbandingan menyeluruh antara IPO *undersubscribed* dan *oversubscribed*.

DER mempunyai rata-rata 1,131103 dan maksimum 16,105817. ROE berkisar -0,503055 sampai 1,701912, dengan rata-rata 0,228662. Besarnya rasio perlu dibaca bersama laba, kewajiban, dan basis ekuitas, bukan dinilai hanya dari tanda atau ambang tunggal. Lima ROE negatif dipertahankan setelah penelusuran laporan sumber menunjukkan rugi bersih pada ekuitas positif. Penyetahunan laporan interim dan penggunaan ekuitas akhir periode tetap menjadi karakter pengukuran yang perlu diperhatikan dalam perbandingan antarperusahaan (Brigham & Houston, 2019).

Pemeriksaan multikolinearitas menghasilkan VIF 1,010 untuk OS, 1,424 untuk DER, 1,310 untuk ROE, dan 1,153 untuk SIZE, dengan toleransi terendah 0,702. Uji Glejser menghasilkan p-value OS 0,511, DER 0,318, ROE 0,596, dan SIZE 0,258; p-value model Glejser sebesar 0,295. Pemeriksaan tersebut tidak menunjukkan indikasi multikolinearitas tinggi maupun hubungan signifikan prediktor dengan nilai absolut residual pada uji yang digunakan. Hasil ini merupakan evaluasi diagnostik tertentu, bukan bukti bahwa seluruh potensi masalah spesifikasi telah dihilangkan (Ghozali, 2018).

Hasil normalitas tidak seragam. Kolmogorov–Smirnov dengan koreksi Lilliefors menghasilkan $D = 0,076159$ dan $p \geq 0,200$; angka 0,200 yang ditampilkan SPSS merupakan batas bawah signifikansi, bukan p-value tepat. Shapiro–Wilk menghasilkan $W = 0,956209$ dan $p = 0,003$, sehingga hipotesis normalitas ditolak oleh pengujian tersebut pada 5%, sehingga residual tidak dinyatakan telah lolos semua uji normalitas. Koefisien dan p-value OLS tetap dilaporkan sesuai output terverifikasi, dengan kehati-hatian terhadap inferensi dengan mempertimbangkan keterbatasan distribusi residual.

Hasil Regresi

Tabel 2 menyajikan koefisien regresi tidak terstandarisasi beserta galat baku, uji t, dan p-value. OS mempunyai koefisien positif dan signifikan pada 5%, sedangkan DER, ROE, dan SIZE tidak signifikan. Arah DER positif tidak sesuai dengan dugaan negatif H2; arah ROE positif belum didukung signifikansi H3. Dengan demikian, hanya H1 yang mendapat dukungan dari uji parsial dalam model dan sampel yang digunakan.

Tabel 2. Koefisien Regresi dan Ringkasan Model

Prediktor	B	Galat baku	t	p-value
Konstanta	-0,252267	0,275451	-0,916	0,362
Oversubscription	0,002155	0,000899	2,398	0,019
DER	0,003944	0,011896	0,332	0,741
ROE	0,037378	0,068686	0,544	0,588
Firm Size	0,014464	0,010356	1,397	0,166

Sumber: data penelitian

diolah dengan SPSS 31. Variabel dependen: Initial Return Day-1. N = 95; $R^2 = 0,085$; Adjusted $R^2 = 0,045$; $F(4, 90) = 2,103$; $p = 0,087$. p-value dua sisi; $\alpha = 0,05$.

R^2 sebesar 0,085 berarti model menerangkan sekitar 8,5% variasi *Initial Return* dalam sampel; Adjusted R^2 sebesar 0,045 menunjukkan sekitar 4,5% setelah penyesuaian atas jumlah prediktor dan ukuran sampel. Uji F menghasilkan $F(4, 90) = 2,103$ dengan $p = 0,087$, sehingga model keseluruhan tidak signifikan pada 5%. Signifikansi parsial OS dan ketidaksignifikanan uji F tidak disamakan: uji t menilai koefisien OS dengan prediktor lain dikendalikan, sedangkan uji F mengevaluasi seluruh koefisien prediktor secara bersama. Tingkat signifikansi tidak dinaikkan setelah melihat hasil untuk menyatakan model signifikan.

Oversubscription dan Initial Return

Koefisien OS sebesar 0,002155 dengan $t = 2,398$ dan $p = 0,019$ menunjukkan hubungan positif setelah DER, ROE, dan SIZE dikendalikan. Karena IR memakai rasio desimal dan OS memakai satuan kali, kenaikan satu unit OS berkaitan dengan kenaikan IR sekitar 0,002155 atau 0,2155 poin persentase, dengan prediktor lain tetap. Ini bukan kenaikan 2,155%, bukan elastisitas, dan bukan kepastian perubahan harga setiap emiten. Interpretasi tersebut merupakan ringkasan hubungan linear rata-rata dalam sampel.

Temuan sejalan dengan hubungan positif *oversubscription* yang dilaporkan Haniifah dan Hartati (2021), Rezky et al. (2025), serta Badhon et al. (2025). Pesanan yang relatif besar dapat mencerminkan minat yang belum sepenuhnya terpenuhi pada alokasi penawaran, sehingga sebagian permintaan berlanjut ke pasar sekunder. Dalam kerangka teori sinyal, informasi ini dapat dibaca sebagai intensitas minat pasar. Akan tetapi, penelitian tidak mengamati keputusan individual investor atau jumlah pesanan lanjutan pada perdagangan Day-1, sehingga mekanisme tersebut merupakan kemungkinan penjelasan, bukan mediator yang telah dibuktikan.

Hasil berbeda dari ketidaksignifikanan permintaan investor dalam Pradnyadevi dan Suardikha (2020). Perbedaan periode, ketersediaan rasio total, dan komposisi outcome dapat

berkontribusi pada hasil yang berbeda; artikel ini tidak menguji penyebab perbedaan antarstudi. Rezky et al. (2025) membatasi sampelnya pada IPO *underpriced* dan *oversubscribed*, sedangkan penelitian ini mempertahankan IR negatif dan nol. Badhon et al. (2025) berada dalam konteks Bangladesh, sehingga kesamaan arah tidak berarti institusi pasar dan besarnya efeknya identik dengan BEI.

Implikasinya, data permintaan IPO dapat dipertimbangkan bersama informasi lain ketika investor membaca respons harga awal. *Oversubscription* tetap tidak layak dipakai sebagai bukti kualitas laba, keberlanjutan usaha, atau return jangka panjang. Sampel hanya memiliki rasio total di atas satu dan dipilih berdasarkan data yang dapat diverifikasi; karena itu hasil tidak digeneralisasikan kepada seluruh IPO non-keuangan atau kepada rasio *pooling*. Keterbatasan normalitas residual dan uji F yang tidak signifikan juga membatasi kekuatan inferensi dari satu koefisien parsial.

Struktur Modal dan Initial Return

Koefisien DER sebesar 0,003944 dengan $t = 0,332$ dan $p = 0,741$ tidak mendukung H2. Arah koefisien yang positif juga tidak sesuai dengan dugaan negatif, tetapi ketidaksignifikanan berarti penelitian belum memperoleh bukti hubungan DER pada tingkat 5%; bukan berarti DER pasti tidak berkaitan dengan harga dalam seluruh kondisi. Besarnya galat baku 0,011896 relatif terhadap koefisien mengingatkan bahwa arah estimasi pada sampel ini tidak cukup untuk menyimpulkan arah hubungan populasi.

Hasil tidak signifikan konsisten dengan temuan DER Andari dan Saryadi (2020) serta Pradnyadevi dan Suardikha (2020). Investor mungkin membaca kewajiban bersamaan dengan tujuan pendanaan, skala usaha, dan informasi lain, atau informasi tersebut telah diperhitungkan dalam harga penawaran. Penjelasan ini bersifat interpretatif karena model tidak mengukur proses penetapan harga maupun motif penggunaan utang. DER yang tinggi juga tidak seragam maknanya antarindustri, meskipun sektor keuangan telah dikeluarkan dari sampel (Brigham & Houston, 2019).

Hasil leverage Safitri (2025) dan Ardiansyah et al. (2025) menjadi pembanding tambahan, tetapi tidak digunakan untuk menyatakan seluruh rasio utang menghasilkan kesimpulan identik. Ardiansyah et al. menggunakan basis aset, sedangkan DER penelitian ini memakai total ekuitas dan mencakup seluruh liabilitas. Demikian pula, proporsi utang Haniifah dan Hartati (2021) tidak identik dengan DER. Perbedaan pembilang maupun denominator dapat menghasilkan sensitivitas berbeda, khususnya ketika ekuitas kecil membuat DER besar. Tanpa pengujian proksi alternatif, artikel tidak menetapkan ukuran pendanaan mana yang paling menentukan *Initial Return*.

Profitabilitas dan Initial Return

ROE mempunyai koefisien 0,037378 dengan $t = 0,544$ dan $p = 0,588$. Arah positif sesuai dugaan H3, tetapi tidak signifikan sehingga H3 belum didukung. Dengan demikian, penelitian tidak memperoleh bukti bahwa informasi hasil penggunaan ekuitas berhubungan positif secara statistik dengan IR dalam model ini. Hasil tersebut tidak menghapus relevansi laba untuk penilaian investasi; yang diuji adalah hubungan rasio pra-IPO dengan selisih harga Day-1, bukan pengaruh profitabilitas terhadap seluruh kinerja saham.

Mayasari et al. (2018) menemukan hubungan ROE negatif signifikan dengan *underpricing*, berbeda dari hasil penelitian ini. Sementara itu, hasil ROA juga beragam: Safitri (2025) menemukan arah positif, sedangkan Andari dan Saryadi (2020), Pradnyadevi dan Suardikha (2020), dan Ardiansyah et al. (2025) melaporkan arah negatif. ROA memakai basis aset dan ROE memakai ekuitas; karena itu perbedaan hasil tersebut bukan sekadar perubahan nama variabel. Hasil EPS Haniifah dan Hartati (2021) serta Badhon et al. (2025) juga tidak diperlakukan sebagai uji ROE.

Salah satu kemungkinan penjelasan adalah informasi profitabilitas telah dipertimbangkan pada harga penawaran, sedangkan pergerakan Day-1 lebih dekat dengan dinamika permintaan jangka sangat pendek. Namun, model tidak memisahkan pengaruh penilaian harga penawaran dari respons di pasar sekunder. Selain itu, laba dari laporan tahunan dan laba interim yang disetahunkan tetap memiliki perbedaan karakter periode. Penyetahunan membuat skala lebih sebanding, tetapi tidak menghilangkan pola musiman atau perubahan usaha setelah tanggal laporan. Batas pengukuran itu dipertahankan dalam membaca hasil ROE, bukan dijadikan alasan untuk mengganti data setelah pengujian.

Nilai ROE negatif tidak dihapus untuk membentuk kesimpulan yang lebih baik. Lima emiten dengan rugi bersih tetap berada dalam analisis karena tanda laba didukung dokumen sumber dan ekuitasnya positif. Sebaliknya, Ardiansyah et al. (2025) dan Safitri (2025) menerapkan pembatasan sampel yang mengecualikan kondisi kerugian tertentu. Keterbandingan hasil karena itu dibatasi oleh proksi dan kriteria observasi, bukan hanya oleh periode penelitian. Rata-rata ROE yang positif juga tidak mengubah karakter lima observasi rugi menjadi laba.

Variabel Kontrol, Implikasi, dan Batas Penelitian

SIZE menghasilkan koefisien 0,014464 dengan $p = 0,166$, sehingga ukuran perusahaan tidak signifikan pada 5% setelah variabel lain dikendalikan. Variabel ini tetap digunakan sebagai kontrol sesuai spesifikasi awal; ketidaksigifikannya tidak menjadi alasan menghapusnya untuk memperbaiki p-value variabel utama. Hasil tersebut juga tidak membuktikan bahwa skala usaha tidak penting bagi keputusan investor, melainkan menunjukkan keterbatasan bukti hubungan SIZE dengan IR dalam sampel dan model yang digunakan.

Secara praktis, temuan menempatkan informasi permintaan sebagai pelengkap analisis keuangan, bukan pengganti pemeriksaan prospektus. Bagi emiten, konsistensi publikasi jumlah pesanan, cakupan penjabaran, dan basis rasio akan membantu keterbandingan data IPO. Bagi investor, perbedaan harga penawaran dan penutupan Day-1 harus dibedakan dari kualitas usaha serta return pada horizon lebih panjang. Implikasi ini tidak berupa rekomendasi membeli saham dengan OS tertinggi karena penelitian tidak menguji strategi portofolio, biaya transaksi, atau kemampuan memperoleh alokasi pada penawaran.

Keterbatasan mencakup seleksi 95 observasi berdasarkan data lengkap dan rasio total sebanding, seluruh nilai OS teramati di atas satu, desain non-eksperimental, serta pengukuran harga pada Day-1 saja. Model juga belum mencakup kondisi pasar pada hari pencatatan, karakter penjamin emisi, dan variasi sektor sebagai kontrol tambahan. R^2 yang terbatas serta perbedaan hasil uji normalitas menunjukkan bahwa penjelasan dan inferensi perlu dibaca secara hati-hati.

Penelitian lanjutan dapat menilai perluasan data permintaan dengan denominator sebanding dan menguji ketahanan inferensi, tanpa menyamakan rasio total dengan *pooling* atau ROE dengan proksi profitabilitas lain.

4. KESIMPULAN

Pada 95 IPO non-keuangan BEI periode 2021–2025 dengan rasio *oversubscription* total yang dapat diverifikasi dan data inti lengkap, *oversubscription* berhubungan positif signifikan secara parsial dengan *Initial Return Day-1* ($B = 0,002155$; $p = 0,019$). DER, ROE, dan *Firm Size* tidak signifikan pada 5%. Hanya H1 didukung; H2 dan H3 belum didukung. Temuan ini merupakan hubungan statistik pada sampel terpilih, bukan bukti pengaruh kausal yang berlaku untuk seluruh IPO.

Model mempunyai $R^2 = 0,085$ dan Adjusted $R^2 = 0,045$; uji F tidak signifikan pada 5% ($F = 2,103$; $p = 0,087$). Hasil normalitas residual juga berbeda antara Kolmogorov–Smirnov berkoreksi Lilliefors ($p \geq 0,200$) dan Shapiro–Wilk ($p = 0,003$). Dengan demikian, satu temuan parsial yang signifikan tidak ditafsirkan sebagai bukti bahwa model secara keseluruhan signifikan atau bahwa seluruh asumsi inferensi telah terpenuhi.

Informasi permintaan dapat melengkapi pembacaan laporan keuangan dan prospektus, tetapi *oversubscription* tidak membuktikan kualitas fundamental atau keuntungan jangka panjang. Penelitian mempertahankan return negatif, return nol, dan ROE negatif yang sesuai sumber karena tanda tersebut merupakan bagian dari fenomena yang diukur. Perbedaan proksi dan kriteria sampel penelitian terdahulu perlu diperhatikan saat membandingkan temuan.

Penelitian berikutnya dapat memperluas observasi ketika rasio permintaan yang sebanding tersedia, memasukkan konteks pasar dan karakter IPO yang relevan, serta mengevaluasi ketahanan inferensi terhadap distribusi residual dan perbedaan periode laporan. Pengembangan itu perlu menjaga konsistensi denominator, sumber pra-IPO, dan horizon return. Batas ketersediaan data, rentang OS, dan desain *cross-sectional* tetap menjadi batas utama generalisasi penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Andari, B., & Saryadi, A. (2020). Pengaruh return on asset (ROA), debt to equity ratio (DER), ukuran perusahaan, umur perusahaan, jenis industri dan reputasi underwriter terhadap underpricing saham pada perusahaan IPO di Bursa Efek Indonesia periode 2016–2018. *Jurnal Ilmu Administrasi Bisnis*, 9(4), 496–506. <https://doi.org/10.14710/jiab.2020.28778>
- Ardiansyah, F. A., Jurana, Muliati, & Masruddin. (2025). Analyzing IPO underpricing drivers: Evidence from profitability, market value, and leverage in Indonesia's market. *Economics, Business, Accounting & Society Review*, 4(1), 14–25. <https://doi.org/10.55980/ebasr.v4i1.159>
- Badhon, D., Akter, M. T., Islam, M. M., Islam, M. A., & Khan, S. (2025). Exploring the factors influencing the underpricing of initial public offerings (IPOs) in Bangladesh. *International Journal of Research and Scientific Innovation*, 12(10), 204–218. <https://doi.org/10.51244/IJRSI.2025.1210000021>

- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management* (15th ed.). Cengage Learning.
- CFA Institute. (2026). *Financial analysis techniques*. <https://www.cfainstitute.org/insights/professional-learning/refresher-readings/2026/financial-analysis-techniques>
- Eliza, R., Tandedi, J., & Setiawan RZ, R. (2024). Analisis nilai return e-IPO yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Edukasi (Ekonomi, Pendidikan dan Akuntansi)*, 12(2), 181–188. <https://doi.org/10.25157/je.v12i2.15578>
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 25*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Haniifah, A., & Hartati, N. (2021). Analisis pengaruh proporsi hutang, EPS dan oversubscription terhadap fenomena underpricing: Studi pada perusahaan IPO (initial public offering) 2017–2020. *Jurnal Manajemen dan Inovasi (MANOVA)*, 4(2), 62–73. <https://doi.org/10.15642/manova.v4i2.577>
- Hartono, J. (2017). *Teori portofolio dan analisis investasi* (11th ed.). BPFE.
- Lindrianasari, Piranti, P. D., Cahyaningsih, A., & Lestari, B. T. (2023). Pengaruh profitabilitas, leverage, dan ukuran perusahaan terhadap overpricing harga saham perdana di BEI tahun 2018–2023. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Humanika*, 13(2), 208–218. <https://doi.org/10.23887/jiah.v13i2.62621>
- Mayasari, T., Yusuf, & Yulianto, A. (2018). Pengaruh return on equity, net profit margin, dan ukuran perusahaan terhadap underpricing. *Jurnal Kajian Akuntansi*, 2(1), 41–53. <https://doi.org/10.33603/jka.v2i1.1271>
- Otoritas Jasa Keuangan. (2020). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 41/POJK.04/2020 tentang pelaksanaan kegiatan penawaran umum efek bersifat ekuitas, efek bersifat utang, dan/atau sukuk secara elektronik*. <https://www.ojk.go.id/id/regulasi/Pages/Pelaksanaan-Kegiatan-Penawaran-Umum-Efek-Bersifat-Ekuitas,-Efek-Bersifat-Utang,-dan-atau-Sukuk-Secara-Elektronik.aspx>
- Pradnyadevi, M. A., & Suardikha, I. M. S. (2020). Pengaruh informasi akuntansi dan permintaan investor terhadap underpricing. *E-Jurnal Akuntansi*, 30(3), 746–759. <https://doi.org/10.24843/EJA.2020.v30.i03.p16>
- Rezky, D. M., Mahri, A. J. W., & Utami, S. A. (2025). Examining underpricing in initial public offering: Deepening insights on non-financial information. *Etikonomi*, 24(2), 425–440. <https://doi.org/10.15408/etk.v24i2.39355>
- Safitri, R. N. H. (2025). Determinants of IPO underpricing in Indonesia: Liquidity, profitability and underwriter reputation. *Jurnal Ilmiah Manajemen Kesatuan*, 13(5), 3781–3792. <https://doi.org/10.37641/jimkes.v13i5.3829>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>