

**DAMPAK RISIKO PANDEMI DAN FAKTOR UTANG TERHADAP RETURN AWAL SAHAM IPO PADA TAHUN 2020****Randy Kuswanto**

STIE Wiyatamandala

[randy@wym.ac.id](mailto:randy@wym.ac.id)**Info Artikel :**

Diterima : 3 Desember 2021

Disetujui : 14 Desember 2021

Dipublikasikan : 28 Januari 2022

**ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan memperoleh bukti empiris terkait dampak risiko pandemi dan faktor utang terhadap return awal penawaran saham perdana. Penelitian sebelumnya mengindikasikan bahwa return awal dipengaruhi berbagai faktor. Dalam penelitian ini, faktor yang digunakan adalah pengungkapan utang, rasio pelunasan utang, dan risiko pandemi sebagai suatu model tunggal untuk dianalisis dan diamati dampaknya terhadap return awal. Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2020. Metode purposive sampling digunakan untuk mengumpulkan total 48 sampel. Alat uji yang digunakan adalah regresi linier berganda untuk menguji hipotesis. Temuan dari penelitian ini menunjukkan bahwa risiko pandemi menjadi variabel yang secara statistis signifikan terhadap return awal. Perusahaan yang menyebutkan risiko pandemi dalam prospektus cenderung memperoleh return awal lebih rendah hingga -13,5%. Hasil penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa variabel faktor pandemi dapat menjadi variabel signifikan yang perlu dipertimbangkan khususnya pada penelitian pasar modal selama masa pandemi COVID-19.

**Kata Kunci:**  
faktor risiko,  
IPO,  
pelunasan  
utang, studi  
pandemi,  
underpricing

**ABSTRACT**

*This study aims to obtain empirical evidence about the effect of pandemic risk and debt factors on stock's initial return. Prior studies suggested initial return is influenced by multiple determinants. This study combines debt disclosures, debt retirement ratio and pandemic risk as a model to be analyzed and captured their impact on initial public offering return. The population in this study is all new public listed companies in Indonesia Stock Exchange in 2020. Purposive sampling is used as a sampling method to collect 48 samples. This study generates multiple linear regression method to test the hypotheses. The result of this study shows only pandemic risk has statistically significant influence on initial return. Firm who stated COVID-19 pandemic as a risk factor to its prospectus tend to lower their initial return by -13,5%. As a final result, this study provides empirical evidence that pandemic factor can be significant variable to be considered especially for capital market study during COVID-19 pandemic period.*

**Keywords:**  
risk factor,  
IPO, debt  
retirement,  
underpricing,  
pandemic study

## PENDAHULUAN

Pandemi COVID-19 memiliki dampak yang signifikan bagi sektor ekonomi di berbagai negara. Sektor investasi dan pasar modal merupakan sektor yang cukup terdampak akibat pandemi tersebut. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mengalami penurunan hingga 26% pada area 3.900 pada Maret 2020 (bisnis.com, 2021) Pendanaan investasi dari luar negeri juga ditarik kembali dengan nilai ratusan triliun. Banyak perusahaan yang operasionalnya terganggu mulai dari rantai produksi hingga distribusi. Pandemi COVID-19 dapat dikatakan menjadi salah satu fenomena terburuk dalam siklus ekonomi dunia.

Walaupun wabah COVID-19 mendegradasi sektor investasi, terdapat kondisi kontradiksi di pasar modal Indonesia. Pada tahun 2020, tahun dimana pandemi COVID-19 sedang mencapai puncaknya, Bursa Efek Indonesia (BEI) menerima 51 perusahaan baru untuk terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Jumlah ini mewakili 10,7% dari jumlah emiten pada awal tahun 2020. Hal ini menjadi suatu kontradiksi karena disaat investor menarik dana akibat ketidakpastian ekonomi tetapi banyak perusahaan justru menggalang dana lewat mekanisme penawaran saham perdana di BEI. Kesuksesan penawaran saham ini dapat dipertanyakan melalui fenomena *underpricing*. Kuswanto, (2021) melakukan penelitian untuk melihat respon investor terkait aktivitas *initial public offering* (IPO) selama pandemi. Saham-saham IPO tetap mengalami fenomena *underpricing* pada hari pertama perdagangan di bursa efek. Namun, secara jangka pendek, harga saham-saham tersebut secara statistik tidak lagi *underpriced*. Informasi yang dapat diambil adalah perusahaan IPO tetap mendapatkan dana IPOnya untuk mendanai rencana-rencana strategik sesuai yang tertuang pada prospektus masing-masing.

Dana IPO digunakan perusahaan untuk berbagai macam pendanaan. Perusahaan dapat menggunakan dananya untuk membangun cabang baru, pemberian pinjaman pada anak perusahaan, ekspansi bisnis, penyertaan modal pada entitas lain, dan pembayaran utang. Fan, (2019) mengemukakan perusahaan dengan *leverage* yang tinggi cenderung menggunakan dana IPO untuk pembayaran utang. Ahmad-Zaluki & Badru, (2021) mengungkapkan bahwa perusahaan lebih cenderung menggunakan dana IPO ke dalam tiga hal yaitu peluang pertumbuhan (ekspansi), permbayaran utang, dan pembiayaan modal kerja. Dana IPO dapat membawa perubahan signifikan bagi perusahaan dan perubah struktur modal dengan harapan kinerja perusahaan di masa depan akan membaik.

Aktivitas IPO menjadi salah satu topik penelitian yang relevan hingga sekarang. Saifudin & Rahmawati, (2017) meneliti efek informasi akuntansi dan non akuntansi pada aktivitas IPO. Hasil penelitian menunjukkan bahwa baik informasi akuntansi (DER) dan informasi non akuntansi (reputasi audit, umur perusahaan, dan inflasi) berpengaruh pada aktivitas IPO yang mempengaruhi return awal saham perdana pada hari pertama perdagangan bursa. Kuswanto, (2021) menemukan bahwa aktivitas IPO di pasar modal Indonesia terdampak selama pandemi COVID-19. Kinerja saham jangka pendek terpengaruh selama pandemi COVID-19 walaupun fenomena *underpricing* pada hari pertama tetap terjadi. Fenomena *underpricing* sering dikaitkan pada aktivitas IPO untuk menguji reaksi pasar dalam menilai saham-saham yang baru terdaftar di bursa efek. Rathnayake et al., (2019)menenmukan rata-rata saham IPO mengalami *underpricing* sebesar 47% secara rata-rata. Saham yang diperdagangkan cenderung memiliki harga penawaran yang terlalu murah sehingga pada perdagangan pasar

sekunder saham tersebut cenderung diminati investor yang pada akhirnya akan menaikkan harga saham tersebut sejak hari pertama perdagangan.

Sejalan dengan Fan (2019), dana IPO umumnya digunakan untuk melunasi utang jangka panjang. Pembayaran utang ini diharapkan dapat menstimulasi pertumbuhan perusahaan. Fan (2019) menemukan bahwa perusahaan yang melunasi utang lebih banyak menggunakan dana IPO dapat menghasilkan kinerja lebih baik secara jangka panjang. Hasil ini mengindikasikan perusahaan yang berlabel *low-growth* dapat bertumbuh lebih baik pasca aktivitas IPO yang digunakan untuk pelunasan utang. Penelitian ini memiliki inisiasi yang sama dengan Fan (2019) namun mengukur kinerja jangka pendek dengan proksi return saham. Ditambah iklim IPO di masa pandemi semakin membuat perusahaan membutuhkan dana baik untuk membiayai modal kerja maupun pelunasan utang. Setiap perusahaan akan menghadapi risiko utang dan apakah IPO dapat membantu menurunkan risiko tersebut apalagi di masa pandemi.

Penelitian ini paling tidak berkontribusi dalam dua hal. Pertama, penelitian ini memberikan sudut pandang baru pada aktivitas IPO ditengah pandemi COVID-19 dan kedua, penelitian ini menginvestihasi efek penggunaan dana IPO untuk pelunasan utang terhadap fenomena *underpricing*. Penelitian ini juga merumuskan apakah perusahaan yang menggunakan dana IPO untuk pelunasan utang akan memperoleh kinerja jangka pendek yang lebih tinggi dibanding penggunaan dana IPO untuk transaksi non-utang. Penelitian mengenai COVID-19 menjadi topik yang relevan diteliti karena mempengaruhi elemen makro dan mikro dari sistem ekonomi di suatu negara.

Berdasarkan penjabaran di atas dan mengingat pentingnya studi yang relevan dan memiliki nobelitas, maka penelitian ini akan dilaksanakan dengan judul “Dampak Pandemi COVID-19 dan Risiko Utang Pada Aktivitas Penawaran Saham Perdana di Indonesia”. Penelitian ini akan ditulis lima bagian yaitu bagian pendahuluan yang membahas latar belakang masalah dan kontribusi penelitian. Landasan teori dan tinjauan literatur yang akan dibahas pada bagian kedua. Kemudian, penjabaran terkait metode penelitian dan alat uji yang dipilih untuk menguji hipotesis. Bagian ke empat akan membahas hasil pengujian dan pembahasan temuan penelitian. Terakhir, akan menjelaskan kesimpulan dari penelitian ini.

## **KAJIAN PUSTAKA**

### **Underpricing**

Penawaran saham perdana merupakan aktivitas dimana perusahaan menawarkan saham perusahaan kepada masyarakat luas. Penawaran saham ini tentunya membutuhkan ‘harga jual; seperti barang dagangan lainnya. Pada konteks saham, harga saham pertama kali ditentukan oleh *underwriter*. Harga yang ditentukan ini disebut harga penawaran yang merupakan harga wajar berdasarkan kondisi perusahaan kini. Namun, perhitungan ini tidak bersifat mutlak. Investor terkadang memiliki valuasi berbeda yang secara historis menunjukkan bahwa harga penawaran tersebut terlalu murah sehingga pada saat perdagangan pertama di pasar sekunder, banyak investor yang membeli saham tersebut sehingga harga saham tersebut naik. Kondisi ini disebut sebagai *underpricing*.

Secara sederhana, *underpricing* merupakan kondisi dimana harga saham secara rata-rata memiliki harga saham yang lebih tinggi dibandingkan dengan penawarannya. Tingkat *underpricing* secara tidak memaksimalkan penghimpunan dana IPO karena investor banyak yang mau membeli di atas harga penawaran. Hal ini dikarenakan *underwriter* mengurangi tingkat resiko yang ditanggungnya (*undersubscription*)

sehingga perusahaan akan dinilai lebih rendah oleh investor dari kondisi yang sebenarnya (Pahlevi, 2014).

### **Return Saham**

Jogiyanto, (2017) mendefinisikan return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. Investasi saham akan menghasilkan return saham. Return saham merupakan keuntungan yang dinikmati investor akibat aktivitas jual-beli saham. Return saham yang bernilai positif biasanya disebut sebagai *gain* sementara return saham yang bernilai negatif disebut sebagai *loss*. Selain itu, pada investasi saham terdapat return lainnya yaitu dividen.

Return saham terbagi dua yaitu return realisasian dan return ekspektasian. Return realisasian merupakan return yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis. Return ekspektasian adalah return yang diharapkan akan diperoleh oleh investor dimasa mendatang Jogiyanto, (2017). Return terkait underpricing merupakan return realisasian karena dihitung setelah hari perdagangan pertama selesai.

Secara sistematis, perhitungan return saham adalah sebagai berikut:

$$\text{Return saham} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

Dimana  $P_t$  merupakan harga saham pada  $t$ , dan  $P_{t-1}$  merupakan harga saham sehari sebelum  $t$  dan  $D_t$  merupakan dividen yield jika  $t$  adalah hari pembagian dividen (Jogiyanto, 2017).

### **Risiko perusahaan**

Perusahaan menghadapi banyak risiko dalam menjalankan bisnisnya. Pada perusahaan IPO, perusahaan akan menuliskan risiko-risiko yang dihadapi pada dokumen prospektus. Prospektus memuat berbagai informasi operatif dan situatif perusahaan terkini. Dalam konteks regulasi di Indonesia, peraturan mengenai isi dan bentuk prospektus tertuang dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Nomor 8/POJK.04/2017 tentang Bentuk dan Isi Prospektus dan Prospektus Ringkas dalam Rangka Penawaran Umum Efek Bersifat Ekuitas. Terdapat empat klasifikasi risiko yang diatur oleh OJK yaitu risiko utama, risiko usaha, risiko umum, dan risiko investor. Risiko utama dapat bersumber dari internal dan eksternal yang secara signifikan dapat mempengaruhi keberlanjutan usaha perusahaan.

Wasiuzzaman et al., (2018) menganalisis risiko secara kualitatif dengan mengkodifikasi kalimat-kalimat yang diungkapkan dalam prospektus sebagai proksi dari pengungkapan risiko itu sendiri. Penelitian tersebut menemukan bahwa pengungkapan faktor risiko berpengaruh terhadap *return* awal. Pada sisi yang berbeda, Santhapparaj & Murugesu, (2010) menganalisis risiko secara kuantitatif dengan menggunakan 15 proksi dalam variabel rasio dan *dummy* untuk mengukur pengaruhnya terhadap *return* awal. Kedua penelitian menunjukkan bahwa risiko, baik secara kualitatif dan kuantitatif mempengaruhi *return* awal dan fenomena *underpricing*. Hasil temuan ini menarik dan kembali menegaskan hubungan asosiatif antara risiko dan *return*. Risiko, apapun bentuknya, merupakan substansi utama bagi investor dalam menentukan pilihan investasi.

## METODOLOGI PENELITIAN

### Objek Penelitian

Subjek penelitian ini ialah perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana (IPO) pada tahun 2020. Tahun 2020 dipilih karena tahun ini merupakan tahun ditetapkannya status pandemi oleh *World Health Organization* (WHO). Menurut Sugiyono, (2017), objek penelitian adalah sasaran ilmiah untuk mendapatkan data dengan tujuan dan kegunaan tertentu tentang suatu hal objektif, valid, dan reliabel tentang suatu hal (variabel tertentu). Objek penelitian ini adalah dokumen prospektus dan data harga saham masing-masing perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2020.

### Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan aktivitas IPO pada tahun 2020. Penentuan sampel berdasarkan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

- a. Perusahaan melakukan aktivitas IPO pada tahun 2020
- b. Perusahaan bukan berdasarkan sektor keuangan bank
- c. Perusahaan menggunakan mata uang rupiah

Berdasarkan hasil sampling dari 51 perusahaan didapatkan 48 perusahaan yang dapat dijadikan sampel penelitian dimana terdapat dua perusahaan yang berbentuk bank dan satu perusahaan yang menggunakan mata uang selain rupiah.

### Variabel Penelitian

Variabel dalam penelitian ini dibagi menjadi tiga yaitu variabel independen, variabel kontrol, dan variabel dependen. Berikut penjabaran masing-masing variabel.

- a. Variabel dependen

Variabel dependen atau yang disebut variabel terikat adalah variabel yang dipengaruhi oleh variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah return saham perdana. Return saham perdana dapat dihitung dengan formula:

$$R_t = \frac{\text{Market Price}_t - \text{Offering Price}_{t-1}}{\text{Offering Price}_{t-1}}$$

dimana  $R_t$  merupakan return saham perdana, *market price* merupakan harga penutupan hari pertama perdagangan dan *offering price* merupakan harga penawaran pada prospektus,

- b. Variabel independen

Variabel independen adalah variabel yang menyebabkan perubahan nilai variabel dependen. Pada penelitian ini, terdapat tiga variabel independen yaitu risiko pandemi, risiko utang, dan rasio pelunasan utang dengan dana IPO.

Risiko pandemi merupakan variabel *dummy* dimana bernilai 1 jika perusahaan mengungkapkan dampak pandemi COVID-19 dalam laporan prospektus dan bernilai 0 jika perusahaan tidak terdampak pandemi COVID-19.

Risiko utang juga merupakan variabel *dummy* dimana bernilai 1 jika perusahaan menggunakan dana IPO untuk melunasi utang dan bernilai 0 jika perusahaan tidak menggunakan dana IPO untuk pelunasan utang.

Rasio pelunasan utang dengan dana IPO diukur dengan menggunakan formula di bawah ini.

$$Debt\ Retirement\ (DRET) = \frac{Total\ Liabilitas}{Dana\ IPO}$$

c. Variabel kontrol

Penelitian ini menggunakan variabel kontrol untuk mengendalikan variasi dari *underpricing*. Variabel yang digunakan sebagai kontrol dalam penelitian ini adalah variabel ROA.

**Teknik Analisis Data**

Penelitian ini menggunakan model regresi linier berganda. Model regresi cocok digunakan dalam desain penelitian ini. Model penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$IR_t = \alpha + \beta_1 DCOV + \beta_2 DDIS + \beta_3 DRET + \beta_4 ROA + \varepsilon$$

Dimana DCOV adalah pengungkapan pandemi pada prospektus, DDIS adalah *debt disclosure* atau pengungkapan pelunasan utang menggunakan dana IPO, dan DRET adalah rasio pelunasan utang menggunakan dana IPO.

Penelitian ini menggunakan pengujian regresi linier berganda yang telah melalui tahapan uji asumsi klasik sebelumnya yaitu uji normalitas, heteroskedastisitas, autokorelasi, dan multikolinieritas.

**PEMBAHASAN**

Model penelitian akan diuji menggunakan teknik regresi linier berganda. Sebelum pengujian dilakukan, data akan dianalisis berdasarkan statistik deskriptif yang disajikan pada tabel 1 di bawah ini.

**Tabel 1** Statistik Deskriptif Penelitian

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DRET	48	.00	32.45	1.9967	4.90114
DDIS	48	0	1	.23	.425
COV	48	0	1	.21	.410
IR	48	-.21	.70	.3835	.21146
Valid (listwise)	N 48				

Nilai variabel IR menunjukkan adanya fenomena *underpricing* pada tahun 2020. Nilai rata-rata return saham hari perdana menunjukkan nilai 38,35%. Nilai ini relatif tinggi mengingat penawaran investasi dilakukan selama masa pandemi dimana investor cenderung menarik dana investasinya dari pasar modal. Nilai standar deviasi sebesar 21,14% yang lebih kecil rata-ratanya menunjukkan jangkauan data variasi kecil. Nilai minimum return awal (*loss*) adalah -21% dengan nilai maksimum hingga 70%.

DRET merupakan perbandingan utang yang dimiliki perusahaan dibanding dana IPO. Jumlah ini merepresentasikan kemampuan dana IPO dalam meng-cover seluruh utang yang dimiliki perusahaan. Jika nilai DRET sama dengan 1, maka seluruh dana IPO dapat melunasi seluruh utang yang dimiliki perusahaan. Rata-rata nilai DRET pada sampel penelitian adalah 1,99. Nilai ini cukup tinggi mengingat perusahaan melakukan IPO atas kepemilikan ekuitas yang relatif porsi nonmayoritas. Namun, jika dilihat nilai

standar deviasi yang melebihi dua kali dari rata-ratanya menunjukkan bahwa persebaran data yang tinggi. Artinya terdapat cukup banyak data *outlier* dalam penelitian ini seperti data milik sampel BBSS dengan nilai DRET sebesar 32,45 dan data perusahaan RONY sebesar 10,32. Jika ditinjau lebih dalam, dari 48 sampel terdapat 29 perusahaan yang nilai DRET di bawah 1.

Variabel DDIS menunjukkan seberapa banyak perusahaan yang menggunakan dana IPO untuk melunasi utang-utangnya. Berdasarkan data pada tabel 1 sebanyak 23% (setara 11 perusahaan) mengungkapkan penggunaan dana IPO untuk melunasi sebagian utangnya baik utang perusahaan atau utang entitas anaknya. Nilai ini menunjukkan bahwa fenomena penggalangan dana melalui IPO secara riil dapat digunakan untuk membantu menurunkan *leverage* perusahaan untuk mengurangi biaya modal atas utang tersebut.

Variabel COV menunjukkan seberapa berdampak pandemi COVID terhadap aktivitas operasional perusahaan. Pada tahun 2020, hampir seluruh perusahaan menerima dampak negatif akibat status pandemi COVID. Dalam prospektus perusahaan terdapat 21% (setara 10 perusahaan) yang menyajikan dampak pandemi COVID sebagai faktor risiko signifikan dalam laporan prospektus. Sedangkan 38 perusahaan lainnya tidak menyajikan dampak COVID pada laporan prospektusnya. Hal ini dapat diakibatkan karena beberapa hal misalnya: Pandemi COVID tidak mempengaruhi aktivitas operasi perusahaan dan dampak COVID yang tidak signifikan sehingga tidak menjadi faktor risiko yang dianggap perlu disajikan perusahaan pada prospektusnya.

Seluruh informasi variabel independen dapat dilihat oleh investor yang menjadi dasar pengambilan keputusan investasi. Keputusan investasi secara agregat akan membentuk harga saham. Pada konteks perusahaan IPO tentunya informasi variabel independen penelitian ini menjadi relevan. Selanjutnya, analisis pengaruh variabel DRET, DDIS, dan COV terhadap IR akan dilaksanakan dengan memastikan seluruh asumsi klasik terpenuhi.

### Uji Asumsi Klasik

Terdapat empat uji asumsi klasik yaitu uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas, uji normalitas, dan uji auto korelasi. Berikut penjabaran terkait hasil uji asumsi klasik pada model penelitian ini.

#### a. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas menunjukkan data pada sampel penelitian tidak mengalami gejala multikolinieritas. Tabel 2 menunjukkan hasil uji yang diolah menggunakan aplikasi SPSS versi 26. Pada tabel tersebut menunjukkan bahwa nilai Tolerance dan nilai VIF memenuhi kaidah asumsi klasik. Nilai tolerance lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF di bawah 10. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinieritas pada variabel penelitian.

**Tabel 2** Hasil Uji Multikolinieritas

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
DRET	.963	1.038
DDIS	.974	1.027
COV	.961	1.041
ROA	.971	1.030

**b. Uji Heteroskedastisitas**

Tabel 3 menunjukkan hasil uji heteroskedastisitas pada sampel penelitian. Uji heteroskedastisitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji Park. Data penelitian sebelum diuji regresi harus tidak memiliki korelasi signifikan dengan residual transformatifnya. Berdasarkan hasil dari uji Park, dapat dilihat seluruh variabel independen dan variabel kontrol memiliki nilai signifikansi di atas 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa variabel penelitian bebas dari gejala heteroskedastisitas.

**Tabel 3 Hasil Uji Heteroskedastisitas**

Model	t	Sig.
DRET	.002	.999
DDIS	1.358	.181
COV	-1.664	.103
ROA	.310	.758

**c. Uji Normalitas**

Pengujian regresi harus memenuhi asumsi normalitas yaitu residual model berdistribusi sesuai kurva normal. Pengujian normalitas sampel penelitian menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov (KS). Uji KS digunakan pada model regresi dengan syarat normal signifikansi pada nilai 0,05. Pada pengujian sampel penelitian ini nilai signifikan yang dihasilkan ialah sebesar 0,47. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa residual model terdistribusi normal signifikan secara statistis.

**Tabel 4 Hasil Uji Normalitas  
 One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Unstandardized Residual
N		48
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.19173979
	Most Extreme Differences	
	Absolute	.128
	Positive	.128
	Negative	-.093
Test Statistic		.128
Asymp. Sig. (2-tailed)		.047 <sup>c</sup>

**d. Uji Autokorelasi**

Uji autokorelasi yang digunakan dalam penelitian ini ialah Uji Durbin Watson. Pada uji Durbin Watson, nilai DW yang dihasilkan harus berada pada rentang DU dan 4 – DU. Nilai DU yang sesuai untuk 48 sampel dan 4 variabel independen adalah 1,67. Berdasarkan tabel 5, nilai Durbin Watson yang dihasilkan adalah 2,1. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa data bebas dari gejala autokorelasi karena nilai DW berada pada 1,67 dan 2,33.



**Tabel 5** Hasil Uji Autokorelasi

Model	Durbin-Watson
1	2.100

**Hasil Uji Regresi Linier Berganda**

Hasil pengujian regresi berganda disajikan pada tabel 6 dan 7. Model penelitian memiliki *Goodness of Fit* yang baik karena memiliki nilai Prob > F signifikan pada level 10%. Model ini menunjukkan adanya indikasi hubungan antara risiko utang dan risiko pandemi terhadap return saham. Hasil ini juga dapat dimaknai bahwa seluruh variabel independen secara simultan berpengaruh signifikan secara statistis terhadap variabel dependen.

**Tabel 6** Hasil Uji Simultan ANOVA<sup>a</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.374	4	.093	2.325	.072*
Residual	1.728	43	.040		
Total	2.102	47			

a. Dependent Variable: IR

b. Predictors: (Constant), ROA, DRET, DDIS, COV

Hasil uji parsial ditunjukkan pada tabel 7. Dari tiga variabel yang diuji, variabel faktor pandemi memiliki pengaruh signifikan secara statistis pada level 10%. Sedangkan, variabel pengungkapan risiko utang dan rasio pelunasan utang menggunakan dana IPO tidak terbukti signifikan. Variabel COV memiliki pengaruh negatif terhadap initial return. Temuan ini menegaskan bahwa investor merespon faktor risiko yang ditimbulkan pandemi COVID. Perusahaan yang terdampak risiko pandemi dalam laporan prospektus memiliki return awal saham 13,5% lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak terdampak.

**Tabel 7** Hasil Uji Parsial

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.370	.039		9.377	.000
DRET	-.002	.006	-.046	-.325	.747
DDIS	.108	.070	.217	1.546	.129
COV	-.135	.073	-.263	-1.862	.069*
ROA	.341	.171	.280	1.995	.052*

a. Dependent Variable: IR

Berdasarkan hasil uji koefisien determinasi pada tabel 8 di bawah, Nilai *adjusted R-square* sebesar 0,101 (10,1%). Hal tersebut memiliki arti bahwa variabel independen yang dirumuskan dalam model penelitian memiliki kemampuan mempengaruhi variabel dependen sebesar 10,1%, sedangkan sisanya sebesar 89,9% (1 – 0,101) dijelaskan oleh variabel lain selain variabel independen dalam penelitian. Nilai koefisien determinasi cenderung kecil sehingga masih perlu ditambah beberapa variabel kontrol agar

pengaruh risiko utang dan pandemi menjadi lebih representatif terhadap return awal saham IPO.

**Tabel 8.** Hasil Uji Koefisien Determinasi  
**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.422 <sup>a</sup>	.178	.101	.20046

a. Dependent Variable: IR

b. Predictors: (Constant), ROA, DRET, DDIS, COV

## PEMBAHASAN

Perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi cenderung menggunakan dana IPO untuk membayar utang kini. Tujuan pembayaran utang ini dapat mengurangi beban bunga masa mendatang dan cenderung menghasilkan kinerja perusahaan lebih baik (Fan, 2019; Kim et al., 2008). Namun, hasil penelitian ini menemukan bahwa secara jangka pendek, kinerja saham perusahaan IPO tidak terpengaruh oleh faktor pelunasan utang ataupun risiko utang. Hal ini dapat disebabkan sedikitnya perusahaan yang menggunakan dana IPO untuk membayar utang sebelumnya yaitu hanya 23%. Perusahaan di Indonesia cenderung menggunakan dana IPO untuk meningkatkan faktor produksi seperti pembelian aset tetap atau ekspansi bisnis. Faktor utang menjadi irrelevant bagi investor karena pelunasan utang menggunakan dana IPO tidak dilakukan secara agresif dan material. Contohnya transaksi pelunasan utang menggunakan dana IPO yang disajikan oleh sampel PURI dan PTPW. PURI dan PTPW hanya menggunakan dana IPO sebesar 3,4% dan 5% (secara respektif) untuk pembayaran utang. Nilai kecil ini bisa menjadi tidak material bagi investor sehingga tidak mempengaruhi keputusan investasi secara rata-rata. Walaupun memang terdapat beberapa sampel yang menggunakan dana IPO cukup besar untuk pelunasan utang seperti BESS sebesar 39,5%. Namun, secara rata-rata dari 23% sampel, rasio pelunasan utang menggunakan dana IPO hanya berkisar antara 14%-17%. Hal inilah yang menyebabkan variabel DRET dan DDIS menjadi tidak berpengaruh pada sampel pasar modal Indonesia tahun 2020.

Variabel pandemi merupakan variabel yang relevan pada periode penelitian 2020. Walaupun hanya sedikit sampel yang mengungkapkan risiko pandemi dalam laporan prospektus, tetapi variabel ini terbukti signifikan dalam mengurangi efek underpricing saham. Temuan penelitian ini didukung penelitian Mazumder & Saha (2021) yang mengungkapkan bahwa faktor pandemi akan memberikan *fear* bagi investor sehingga kinerja IPO cenderung lebih sensitif. Pada hasil penelitian menunjukkan terjadi pengurangan 13,5% yang mana cukup besar dampaknya terhadap return. Investor cenderung menghindari perusahaan yang memiliki risiko material akibat pandemi mengingat pandemi COVID masih belum terprediksi akibat terus bermunculannya varian baru. Dengan demikian, faktor pandemi menjadi salah satu variabel baru dalam penelitian saham yang patut untuk dipertimbangkan dalam penelitian pasar modal. Fakta bahwa selama pandemi indeks pasar menjadi sensitif menunjukkan bahwa variabel pandemi menjadi *driver* baru yang berfungsi sebagai inhibitor laju indeks.

## KESIMPULAN

Penelitian ini menemukan bahwa dalam konteks pasar modal Indonesia, penggunaan dana IPO tidak banyak yang digunakan untuk pelunasan utang. Dampaknya, informasi pelunasan utang menggunakan dana IPO tidak berpengaruh signifikan secara statistis terhadap penentuan harga pasar perdana di hari perdagangan saham. Namun, penentuan return awal saham IPO sangat dipengaruhi oleh informasi dampak pandemi COVID terhadap perusahaan. Kinerja perusahaan yang terdampak pandemi sangat relevan terhadap kinerja saham sehingga perusahaan IPO yang melaporkan risiko pandemi sebagai faktor risiko akan memperoleh konsiderasi negatif dari investor. Akibatnya, return saham hari perdana tidak optimal.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad-Zaluki, N. A., & Badru, B. O. (2021). Intended use of IPO proceeds and initial returns. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 19(2), 184–210. <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2019-0172>
- Fan, P. (2019). Debt retirement at IPO and firm growth. *Journal of Economics and Business*, 101, 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2018.08.004>
- Jogiyanto. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (11th ed.). BPF.
- Kim, J., Pukthuanthong- Le, K., & Walker, T. (2008). Leverage and IPO under- pricing: High- tech versus low- tech IPOs. *Management Decision*, 46(1), 106–130. <https://doi.org/10.1108/00251740810846770>
- Kuswanto, R. (2021). IPO Stock Performance amidst the COVID-19 Pandemic: Has It been Undervalued? *Jurnal Dinamika Akuntansi Dan Bisnis*, 8(1). <https://doi.org/10.24815/jdab.v8i1.19830>
- Mazumder, S., & Saha, P. (2021). COVID-19: Fear of pandemic and short-term IPO performance. *Finance Research Letters*, 43, 101977. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.101977>
- Pahlevi, R. W. (2014). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi underpricing saham pada penawaran saham perdana di bursa efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*, 18(2), 219–232. <https://doi.org/10.20885/jsb.vol18.iss2.art8>
- Rathnayake, D. N., Louembé, P. A., Kassi, D. F., Sun, G., & Ning, D. (2019). Are IPOs underpriced or overpriced? Evidence from an emerging market. *Research in International Business and Finance*, 50, 171–190. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.04.013>
- Saifudin, S., & Rahmawati, D. (2017). Pengaruh Informasi Akuntansi Dan Non Akuntansi Terhadap Underpricing Ketika Initial Public Offering Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Penelitian Ekonomi dan Bisnis*, 1(1). <https://doi.org/10.33633/jpeb.v1i1.1478>
- Santhapparaj, S., & Murugesu, J. (2010). Impact of Risk Disclosure in the Prospectus on Valuation and Initial Returns of Initial Public Offerings in Malaysia. *IUP Journal of Applied Finance*, 16.
- Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.
- Tari, D. N. (2021, March 2). Setahun Corona di Indonesia, Pasang Surut IHSG dan Generasi Baru Investor Saham. *Bisnis.Com*. <https://market.bisnis.com/read/20210302/7/1362610/setahun-corona-di-indonesia-pasang-surut-ihsg-dan-generasi-baru-investor-saham>
- Wasiuzzaman, S., Yong, F. L. K., Sundarasan, S. D. D., & Othman, N. S. (2018). Impact of disclosure of risk factors on the initial returns of initial public offerings

(IPOs). *Accounting Research Journal*, 31(1), 46–62. <https://doi.org/10.1108/ARJ-09-2016-0122>