

# **PENGARUH RETENSI PEMEGANG SAHAM, LOCK UP PERIOD, REPUTASI UNDERWRITER, REPUTASI DEWAN DIREKSI, DAN OVERSUBSCRIPTION TERHADAP INITIAL RETURN (Studi Empiris pada Seluruh Perusahaan yang IPO dan Go Public di BEI Tahun 2011-2018)**

**Andita Sulistyowati**

*E-mail:* anditaditadita30@gmail.com

## **ABSTRACT**

This study aims to examine the influence of shareholder retention, lock up period, underwriter reputation, board reputation, oversubscription on initial return. The number of sample used in this research were 123 companies during IPO period of 2011 until the end of 2018. Secondary data were obtained from prospectus published when the companies issued Initial Public Offering. E-views Version 10 is used as the analysis tool. The results of the study show that sharehoder retention has no effect on initial return, lock up period has a negative and significant effect on initial return, underwriter reputation has a negative and significant effect on initial return, board reputation has no effect on initial return and oversubscription has a positive effect on initial return.

**Keywords:** shareholder retention, lock up period, underwriter reputation, board reputation, oversubscription, initial return

**JEL classification:** H54, G14

## **PENDAHULUAN**

Menurut Hartono (2014) *initial return* adalah keuntungan pertama yang diterima investor dari harga

saham yang pertama ketika harga saham pada saat IPO lebih rendah daripada penutupan harga saham di hari pertama ketika *listing* di bursa. Ukuran pengembalian awal didasarkan pada pengembalian harian dari harga saham pada penutupan hari pertama pasar sekunder dengan harga saham pada IPO dan dibagi harga saham pada IPO.

Selama beberapa dekade terakhir, fenomena *underpricing* dan *overpricing* pada saham menjadi karakter utama dari penawaran saham yang terjadi ketika perusahaan melakukan IPO. Menurut Leong and Sundarasan (2015) *underpricing* merupakan *initial return* yang bersifat positif, sedangkan *overpricing* merupakan *initial return* yang bersifat negatif. Namun, menurut Nuryasinta and Haryanto (2017) *underpricing* mampu memberikan efek merugikan untuk perusahaan yang menerbitkan saham karena perusahaan tidak mampu memaksimalkan dengan baik dana yang diperoleh. Sebaliknya, *overpricing* akan memberikan efek yang merugikan bagi investor, karena investor tidak mampu menerima *initial return* dari saham yang dibeli.

*Underpricing* merupakan keadaan dimana investor mendapatkan laba abnormal dari pembelian saham di pasar perdana dimana perusahaan harus menanggung sejumlah kerugian atau biaya dari keadaan *underpricing* tersebut. Hal ini ditandai dengan adanya harga jual saham yang lebih rendah dari harga *equilibrium* (Mezhoud and Boubaker 2011). Hal ini terjadi karena adanya sentimen investor yang lebih tinggi

pada harga penawaran saham di pasar perdana ketika perusahaan memulai IPO (Funaoka and Nishimura 2019).

Menurut Nuryasinta and Haryanto (2017) fenomena *underpricing* dan *overpricing* tersebut terjadi karena adanya asimetri informasi. Beberapa pertimbangan harus diambil oleh seorang investor ketika akan menginvestasikan sumber dananya di pasar modal. Namun karena adanya informasi yang beredar di publik cukup tidak relevan disebabkan adanya asimetri informasi tersebut, investor perlu mencari dan memilah informasi yang sangat diperlukan untuk digunakan dalam pembuatan keputusan.

## MATERI DAN METODE PENELITIAN

### **Pengaruh Retensi Pemegang Saham terhadap Initial Return**

Menurut Li, Zheng, dan Melancon (2005) tingkat retensi yang lebih tinggi oleh pemilik sebelum IPO membatasi jumlah saham yang tersedia untuk perdagangan, tetapi itu tidak selalu mengarah pada likuiditas yang lebih rendah. Ritter (1998) berpendapat bahwa ketika perusahaan dinilai lebih tinggi, mereka dapat mengeluarkan lebih sedikit saham untuk memenuhi kebutuhan modal mereka. Sementara hasil dari *underpricing* di perusahaan, membuat perusahaan menerbitkan lebih banyak saham untuk meningkatkan jumlah modal tertentu. Sebagai hasil dari bagaimana saham dinilai, penilaian yang lebih tinggi menyebabkan retensi yang lebih tinggi, dan penilaian yang lebih rendah akan menghasilkan retensi yang lebih rendah.

Menurut Albada *et al.* (2018) retensi pemegang saham juga dianggap oleh investor sebagai sinyal yang baik untuk mencerminkan kualitas perusahaan penerbit karena orang dalam perusahaan penerbit memiliki pengetahuan yang jauh lebih jelas tentang arus kas masa depan perusahaan mereka daripada investor luar. (Leong dan Sundarasan 2015) menyatakan bahwa ada peran antara pensinyalan dalam penilaian penawaran umum perdana saham biasa dan juga mengungkapkan bahwa retensi kepemilikan mengirimkan sinyal kepada investor pada nilai perusahaan, dengan demikian mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor. Berdasar penjelasan tersebut, disusun hipotesis sebagai berikut:

**H<sub>1</sub>:** Retensi Pemegang Saham memiliki pengaruh

positif terhadap *initial return*

### **Pengaruh Lock Up Period Terhadap Initial Return**

Menurut Albada *et al.* (2018) *lock up period* membebaskan biaya yang sangat besar pada orang dalam (*insider*). Ini dikarenakan *insider* memegang portofolio yang tidak terdiversifikasi dimana sebagian besar terdapat *issue* yang ada pada perusahaan mereka. Semakin lama periode tersebut, akan menjadi semakin tinggi harganya.

Brav dan Gompers (2003) berpendapat bahwa ketentuan *lock up* harus memiliki pengaruh tertentu pada pengembalian awal karena ketentuan tersebut mencerminkan kualitas, komitmen, masalah *moral hazard*, dan/atau ketidakpastian atas investasi tertentu. Hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan *lock up period* yang lebih lama (lebih dari 180 hari) memiliki ketidakpastian yang lebih besar dalam nilai-nilai mereka dan juga lebih rendah harganya. Berdasar penjelasan tersebut, disusun hipotesis sebagai berikut:

**H<sub>2</sub>:** *Lock Up Period* memiliki pengaruh positif terhadap *initial return*

### **Pengaruh Reputasi Underwriter terhadap Initial Return**

Zhang dan Zhang (2017) menyatakan dalam teorinya mengenai asimetri informasi, memandang bahwa penjamin emisi berperan sebagai agen sertifikasi dan pusat dari informasi. Semakin baik reputasi *underwriter* mampu menghambat *initial return* yang tinggi. Ini dikarenakan *underwriter* yang memiliki reputasi yang baik mampu mempertahankan kualitasnya.

Carter, Dark, dan Singh (1998) menemukan bahwa IPO yang dikelola oleh *underwriter* dengan prestise tinggi cenderung memiliki *initial return* yang lebih kecil dan pengembalian jangka panjang yang negatif dari pada IPO yang ditangani oleh *underwriter* reputasi rendah. Hal tersebut dikarenakan *underwriter* yang berkualitas tinggi mencoba memasarkan saham IPO yang akan mengalami pengembalian yang disesuaikan dengan pasar jangka panjang yang paling negatif. Berdasar penjelasan tersebut, disusun hipotesis sebagai berikut:

**H<sub>3</sub>:** Reputasi *Underwriter* memiliki pengaruh negatif terhadap *initial return*

**Pengaruh Reputasi Dewan Direksi terhadap Initial Return**

Dewan direksi adalah salah satu dari mekanisme tata kelola internal perusahaan yang dimaksudkan untuk memastikan bahwa kepentingan pemegang saham dan manajer selaras (Hung 1998). Dewan direksi, yang mewakili salah satu mekanisme ini, memastikan bahwa informasi yang dikomunikasikan sebelum masalah dapat dipercaya. Dewan yang terstruktur dengan baik kemudian dapat memiliki efek sertifikasi pada nilai perusahaan, mirip dengan efek sertifikasi *underwriter*, auditor, atau pemodal ventura. Dengan kata lain, dewan direksi berkualitas tinggi dapat menyampaikan nilai intrinsik perusahaan (menyatakan nilai perusahaan) lebih kredibel kepada investor yang potensial, sehingga mengurangi asimetri informasi yang dihadapi perusahaan penerbit, sehingga menghasilkan harga yang lebih rendah dalam IPO perusahaan-perusahaan ini.

Menurut Albada *et al.* (2018) reputasi dewan direksi yang ditunjukkan dengan komisaris independen, mampu menyampaikan bagaimana kualitas perusahaan penerbit saham, yang mengarah pada pengurangan harga di bawah harga IPO karena calon investor percaya bahwa reputasi dewan yang bergengsi, karena mereka dianggap mengetahui tentang masa depan perusahaan yang akan menerbitkan saham IPO, sehingga mampu mengurangi *initial return* perusahaan karena adanya transparansi yang tinggi dari pihak perusahaan. Ber-

dasar penjelasan tersebut, disusun hipotesis sebagai berikut:

**H<sub>4</sub>:** Reputasi Dewan Direksi memiliki pengaruh negatif terhadap *initial return*

**Pengaruh Oversubscription terhadap Initial Return**

Perusahaan IPO yang *oversubscription* yaitu ketika calon investor merasa bahwa perusahaan memiliki prospek di masa depan dalam memaksimalkan kekayaan pemegang saham dalam hal kenaikan harga saham di pasar sekunder atau potensi dividen di masa depan. Ini adalah alasan yang mungkin terjadi hubungan positif antara *oversubscription* dan *initial return* ketika IPO (Leong dan Sundarasan, 2015). Menurut Sugianto dan Inggrit Wijaya (2016) bank investasi yang telah menangani IPO setelah menerbitkan IPO dapat *oversubscribe* atau mendapatkan terlalu banyak permintaan, karena tidak ada seorang pun di selain penjamin emisi yang benar-benar tahu seberapa akuratnya yang mampu mewakili kepentingan investor. *Oversubscription* harus mencerminkan selera investor dalam IPO dengan membandingkan jumlah saham yang mereka inginkan dengan jumlah saham yang sebenarnya tersedia. Berdasar penjelasan tersebut, disusun hipotesis sebagai berikut:

**H<sub>5</sub>:** *Oversubscription* memiliki pengaruh positif terhadap *initial return*

**Tabel 1**  
**Variabel Penelitian**

Variable	Measurement
<i>Initial Return</i>	$IR_i =$
Retensi Pemegang Saham	$Shareholder Retention = \frac{\text{modal saham yang ditahan oleh pemilik}}{\text{modal dasar}}$
<i>Lock Up Period</i>	$Lock up Period = \ln (LP_i)$
Reputasi <i>Underwriter</i>	Metode pemeringkat menjadi 10 kategori (9-0).
Reputasi Dewan Direksi	seluruh jumlah keseluruhan jabatan direktur yang dipegang oleh direktur non-eksekutif Independen atau yang disebut komisaris independen dan direktur independen.
<i>Oversubscription</i>	$Oversubscription = \frac{\text{permintaan saham}}{\text{penawaran saham}}$
Umur Perusahaan	Umur perusahaan diukur dengan lamanya perusahaan berdiri dan bertahan.
Kepemilikan Institusional	$INST = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusional}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$

Peneliti menggunakan metode pengambilan sampel dengan pertimbangan beberapa kriteria seperti berikut 1) Publikasi laporan keuangan dan prospektus seluruh industri yang *go public* di Pasar Modal Indonesia selama tahun 2011-2018; 2) Publikasi data lengkap sesuai dengan pengukuran variabel; dan 3) Perusahaan mengalami *oversubscribe* ketika IPO. Peneliti menggunakan data yang berasal dari *annual report* dan prospektus seluruh industri yang IPO selama tahun 2011-2018 yang diperoleh melalui situs Pasar Modal

Indonesia.

**HASIL PENELITIAN**

Berdarkan hasil pemilihan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode purposive sampling, jumlah sampel yang digunakan sebanyak 123 perusahaan yang dapat dilihat pada Tabel 2.

Data statistik deskriptif terlihat pada Tabel 3.

**Tabel 2**  
**Seleksi Sampel**

No	Kriteria	Jumlah <i>Sampling</i>
1.	Perusahaan yang <i>go public</i> di Pasar Modal Indonesia selama tahun 2011-2018.	231
2.	Perusahaan tidak melampirkan <i>annual report</i> dan atau prospektus di Bursa Efek Indonesia	(37)
3.	Data tidak tersedia dalam <i>annual report</i> dan prospektus	(28)
4.	Perusahaan tidak <i>oversubscribe</i> .	(43)
Jumlah sampel yang diobservasi		123

**Sumber:** data diolah, 2020

**Table 3**  
**Deskripsi Variabel**

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std.Deviasi
IR	123	-0.400	0.700	0.193	0.244
RPS	123	0.096	0.803	0.642	0.164
LUP	123	4.449	6.985	5.517	0.426
RU	123	0.000	9.000	3.252	3.223
RDD	123	1.000	5.000	1.967	0.799
OVR	123	1.150	500.000	17.379	57.782
UP	123	2.000	100.000	27.626	17.686
INST	123	0.049	0.999	0.691	0.202

**Sumber:** data diolah, 2020

Tujuan uji multikolinearitas untuk mendeteksi hubungan antar berbagai variabel independen. Regresi yang baik adalah regresi yang bebas multikolinearitas. Peneliti menggunakan *Variance Inflation Faktor* (VIF) dalam rangka mendeteksi uji ini. Ketentuan uji ini adalah nilai VIF < 10, yaitu tidak bebas multikolinearitas. Hasil uji multikolinearitas disajikan pada Tabel 4:

Berdasar hasil Tabel 4 terbukti bahwa tidak ada satu variabel dimana nilai VIF lebih dari 10 yang

menandakan bahwa tidak ada multikolinearitas. Jadi, dapat disimpulkan bahwa tidak ditemukan adanya korelasi yang signifikan antar variabel independen.

Tujuan uji heterokedastisitas untuk mendeteksi adanya inkonsistensi varian suatu residual untuk semua observasi. *White's heteroscedasticity-consistent variance and standard error* digunakan untuk mengoreksi heterokedastisitas dalam rangka memperoleh hasil yang *robust*. Ghozali and Ratmono (2013) menjelaskan

bahwa hasil uji *white's heteroscedasticity-consistent variance and standard error* merupakan satu kesatuan dengan hasil uji hipotesis. Oleh karena itu, hasil uji heteroskedastisitas dapat diketahui melalui hasil uji hipotesis dengan menggunakan *Hubber-White-Hinkley (HCl)*.

**Tabel 4**  
**Pengujian Multikolinearitas**

Variabel	VIF	Keputusan
RPS	1.057	Bebas Multikolinearitas
LUP	1.092	Bebas Multikolinearitas
RU	1.068	Bebas Multikolinearitas
RDD	1.078	Bebas Multikolinearitas
OVR	1.023	Bebas Multikolinearitas
UP	1.060	Bebas Multikolinearitas
INST	1.097	Bebas Multikolinearitas

Sumber: data diolah, 2020

Tujuan uji autokorelasi untuk mendeteksi pengaruh residual periode sekarang dan periode sebelumnya. Pengujian ini menggunakan uji DW. Nilai DW terletak antara  $dU < DW < 4-dU$ , maka dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi positif maupun negatif pada model regresi yang digunakan. Jadi nilainya adalah  $1.7910 < 1.892 < 2.209$ .

**Tabel 6**  
**Uji Autokorelasi**

Durbin Watson	Keputusan
1.892	Tidak ada autokorelasi

Sumber: Data diolah, 2020

Peneliti ini mengajukan lima hipotesis, yaitu retensi pemegang saham, *lock up period*, reputasi *underwriter*, reputasi dewan direksi, dan *oversubscription* terhadap *initial return*. Pengujian hipotesis menggunakan uji regresi linear melalui alat analisis *evIEWS* versi 10. Hasil pengujian hipotesis disajikan pada Tabel 7.

Berdasar Tabel 7 maka disusun persamaan ekonometrik:

$$IR = 0.835 - 0.104RPS - 0.102LUP - 0.027RU - 0.011RDD + 0.001OVR + 0.000UP + 0.093INST$$

Tabel 7 membuktikan bahwa F-hitung memiliki nilai 4.4018, signifikansi F-hitung adalah  $0.0002 < 0.050$ . Hasil ini membuktikan bahwa model ekonometrik ini telah memiliki kesesuaian model (*goodness of fit*). Selain itu, tabel di atas membuktikan bahwa 0,1694 adalah nilai  $R^2$  yang artinya adalah RPS, LUP, RU, RDD, OVR, UP, dan INST dapat menjelaskan variasi variabel *initial return* sebesar 16,94%, dan sisanya oleh variabel lainnya.

**Tabel 5**  
**Uji Heterokedastisitas**

Independen	Koefisien	Std Error	t-statistik	Probabilitas
(Constanta)	0.022	0.704	0.032	0.972
RPS	-0.929	0.630	-1.476	0.144
LUP	0.026	0.169	0.152	0.879
RU	-0.003	0.026	-0.152	0.880
RDD	0.035	0.128	0.274	0.784
OVR	0.002	0.004	0.376	0.708
UP	-0.0001	0.003	-0.197	0.844
INST	0.749	0.435	1.719	0.090

Sumber: Data diolah, 2020

**Tabel 7**  
**Pengujian Hipotesis**

<b>Independen</b>	<b>Koefisien</b>	<b>t-statistik</b>	<b>Sign.</b>
(Constanta)	0.835	2.835	0.0054
RPS	-0.104	-0.824	0.4118
LUP	-0.102	-2.062	0.0415
RU	-0.027	-4.179	0.0001
RDD	-0.011	-0.444	0.6578
OVR	0.001	3.198	0.0018
UP	0.000	0.349	0.7274
INST	0.093	0.896	0.3722

**PEMBAHASAN**

**Retensi Pemegang Saham dan *Initial Return***

Hasil dari uji hipotesis pertama terbukti bahwa retensi pemegang saham tidak memiliki pengaruh terhadap *initial return*. Artinya tinggi atau rendahnya retensi pemegang saham tidak memiliki pengaruh terhadap *initial return* perusahaan. Penilaian tinggi atau rendahnya *initial return* tidak tergantung kepada retensi jika tidak diimbangi dengan volume perdagangan yang tinggi dan juga meningkatnya respon pasar. Tingkat retensi yang tinggi seharusnya mampu diimbangi dengan permintaan pasar yang tinggi pula. Hal ini dikarenakan tingkat retensi perusahaan yang tinggi tidak selalu mengarahkan kepada likuiditas yang tinggi.

**Lock Up Period dan *Initial Return***

Hasil dari uji hipotesis kedua terbukti bahwa *lock up period* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *initial return*. Hal ini dikarenakan banyak perusahaan di Indonesia yang memberikan kontrak *lock up* lebih dari 6 bulan kepada investor untuk tidak memperjual belikan saham yang mereka miliki yang mereka beli di pasar primer. Peraturan mengenai kontrak *lock up* tersebut tertuang dalam POJK Nomor 25/POJK.04/2017 pasal 2 ayat 1 dimana jangka waktu *lock up* yang diperbolehkan hanya 6 bulan. Semakin panjang jangka waktu kontrak *lock up* yang diberlakukan perusahaan, semakin tinggi pula risiko yang akan investor terima terkait *initial return*.

**Reputasi Underwriter dan *Initial Return***

Hasil dari uji hipotesis ketiga terbukti bahwa reputasi

*underwriter* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *initial return*. Hal ini dikarenakan semakin tinggi reputasi *underwriter* maka akan meminimalisir tingkat oportunistik yang dilakukan oleh perusahaan. Sementara itu, perusahaan berkualitas rendah akan memilih penjamin emisi dengan reputasi buruk untuk mendapatkan kualifikasi *listing*.

**Reputasi Dewan Direksi dan *Initial Return***

Hasil dari uji hipotesis keempat terbukti bahwa reputasi dewan direksi tidak memiliki pengaruh terhadap *initial return*. Artinya baik atau tidaknya reputasi dewan direksi dalam perusahaan, hal tersebut tidak memiliki pengaruh terhadap *initial return* perusahaan. Dewan direksi yang diukur dengan jumlah komisaris independen dan direktur independen memang selalu dikaitkan dengan mekanisme tata kelola internal perusahaan. Namun pengawasan dari dewan direksi tidak lebih dari pengawasan internal perusahaan. Beberapa perusahaan di Indonesia juga masih memiliki jumlah dewan direksi yang sangat sedikit pra IPO. Hal ini membuktikan bahwa reputasi dari dewan direksi dinilai cukup lemah untuk menjadi sinyal bagi investor agar mengurangi adanya asimetri informasi. Keberadaan jumlah dewan direksi yang cukup sedikit dinilai belum mampu efektif disebabkan jumlah dari dewan direksi yang belum mampu memaksimalkan fungsinya dalam pengawasan tata kelola perusahaan.

**Oversubscription dan *Initial Return***

Hasil uji hipotesis kelima menunjukkan bahwa *oversubscription* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *initial return*. Permintaan yang semakin tinggi

dari investor menunjukkan bahwa investor memiliki sentimen dan optimistik yang tinggi terhadap saham perusahaan yang IPO. Semakin tinggi permintaannya maka akan semakin tinggi pula *initial return* perusahaan karena volume perdagangan didominasi oleh tingkat permintaan yang naik.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Peneliti mengestimasi efek retensi pemegang saham, *lock up period*, reputasi *underwriter*, reputasi dewan direksi, *oversubscription* terhadap *initial return*. Samplingnya adalah seluruh perusahaan yang *go public* selama tahun 2011-2018 pada Pasar Modal. Peneliti menguraikan beberapa keterbatasan seperti berikut sebagai bahan informasi penting, yaitu 1) Penelitian ini hanya menggunakan variabel retensi pemegang saham, *lock up period*, reputasi *underwriter*, reputasi dewan direksi, *oversubscription*, dan hanya menggunakan 2 variabel kontrol yaitu kepemilikan institusional dan umur perusahaan; 3) Peneliti hanya menggunakan data *annual report* pada periode 2011-2018; dan 4) Peneliti menggunakan variabel kontrol kepemilikan institusional dan umur perusahaan dimana variabel kontrol diadopsi dari penelitian di Malaysia, dimana hasilnya belum diuji di Indonesia sehingga hasil dari pengujian variabel kontrol tidak memiliki pengaruh yang konsisten terhadap variabel dependen.

### Saran

Saran sesuai dengan uraian keterbatasan, yaitu 1) Penelitian lanjutan dapat menggunakan variabel trading behavior dan reputasi KAP, atau sentimen investor sebagai variabel independen dan mampu menggunakan variabel kontrol yang lain; 2) Penelitian selanjutnya dapat menggunakan periode penelitian terbaru, yaitu tahun 2019, bahkan periode yang lebih lama daripada tahun 2011 sehingga dapat merepresentasikan isu *initial return* saat ini; dan 3) Bagi peneliti selanjutnya yang ingin menggunakan variabel kontrol, sebaiknya menggunakan variabel kontrol yang secara konsisten sudah memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

## DAFTAR PUSTAKA

- Albada, Ali, Othman Yong, Mohd Ezani Mat Hassan, and Ruzita Abdul-Rahim. 2018. "Retention Ratio, Lock-up Period and Prestige Signals and Their Relationship with Initial Public Offering (IPO) Initial Return: Malaysian Evidence." *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* 14(2):1-23.
- Brav, Alon and Paul A. Gompers. 2003. "The Role of Lockups in Initial Public Offerings." *Review of Financial Studies* 16(1):1-29.
- Carter, Richard B., Frederick H. Dark, and Ajai K. Singh. 1998. "Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks." *Journal of Finance* 53(1):285-311.
- Funaoka, Kenta and Yusaku Nishimura. 2019. "Private Information, Investor Sentiment, and IPO Pricing: Which Institutional Investors Are Better Informed?" (2017):1722-36.
- Ghozali, Imam and Dwi Ratmono. 2013. "Analisis Multivariat Dan Ekonometrika: Teori, Konsep, Dan Aplikasi Dengan EVIEWS 8." *Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro*.
- Hartono, Jogyanto. 2014. "Jogyanto 2014 Teori Portofolio Dan Analisis Investasi Edisi Kesembilan.Pdf."
- Hung, Humphry. 1998. "A Typology of the Theories of the Roles of Governing Boards." *Journal of Scholarly Research and Theory Papers* 6(2):101-11.
- Leong, Mike Siew Wei and Sheela Devi Sundarasan. 2015. "Ipo Initial Returns and Volatility: A Study in an Emerging Market." *International Journal of Business and Finance Research* 9(3):71-82.
- Li, Mingsheng, Steven Xiaofan Zheng, and Melissa V. Melancon. 2005. "Underpricing, Share Retention, and the IPO Aftermarket Liquidity."

*International Journal of Managerial Finance*  
1(2):76–94.

Mezhoud, Mediha and Adel Boubaker. 2011. “Determinants of the Components of IPO Initial Returns: Paris Stock Exchange.” *International Journal of Accounting and Financial Reporting* 1(1):190.

Nuryasinta, Amalia and Mulyo Haryanto. 2017. “Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Initial Return Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Melakukan Initial Public Offering (IPO) Di BEI Periode 2010-2015.” *Diponegoro Journal Of Management* 6:1–11.

Sugianto, Ferry and Liliana Inggrit Wijaya. 2016. “Factors from Underwriter That Influence Initial Return of the Companies Doing Initial Public Offerings in Indonesia Stock Exchange in the Period of 2004-2011.” *Advances in Economics and Business* 4(12):641–50.

Zhang, Qiuyue and Xueyong Zhang. 2017. “Underwriter Reputation and Post-IPO Price Performance : New Evidence from IPO Fraud of Chinese Listed Firms Underwriter Reputation and Post-IPO Price Performance : New Evidence from IPO Fraud of Chinese Listed Firms.”