

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG  
MEMPENGARUHI TINGKAT UNDERPRICING  
PADA PENAWARAN UMUM PERDANA ( IPO )  
PERIODE TAHUN 1996-2002**

**(Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Go Publik Di  
Bursa Efek Jakarta Tahun 1996-2002)**



Tesis

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna  
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen  
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

Oleh :  
**Bram Nugroho Sandhiaji  
NIM. C4A001205**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCASARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2004**



## SERTIFIKASI

Saya, Bram Nugroho Sandhiaji, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

**Bram Nugroho Sandhiaji**

17 Desember 2004

## PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

### **ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI TINGKAT UNDERPRICING PADA PENAWARAN UMUM PERDANA ( IPO ) PERIODE TAHUN 1996-2002**

**(Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Go Publik Di  
Bursa Efek Jakarta Tahun 1996-2002)**

yang disusun oleh Bram Nugroho Sandhiaji, NIM C4A001205  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 22 Desember 2004  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing utama



Dr. Sugeng Wahyudi, MM

Pembimbing Anggota



Dra. Irene Rini DP, ME.

Semarang 27 Desember 2004  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen  
Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

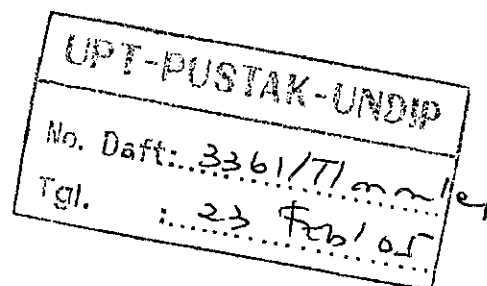
## MOTTO DAN PERSEMBAHAN

### Motto :

- Never put off till tomorrow what you can do today
- Experience is the best teacher
- Gunakan waktu, teguh pada keyakinan, dan berusaha terus mencapai tujuan.
- Barangsiapa yang keluar rumah untuk belajar satu bab dari ilmu pengetahuan, maka ia telah berjalan fisabilillah sampai ia kembali ke rumahnya. (H.R. Tirmidzi dari Anas r.a.-)

### Kupersembahkan untuk :

1. Bapak dan Ibuku tercinta
2. Calon istriku tersayang (Yulisa)
3. Kakak- kakakku tercinta



## **ABSTRACT**

*This research attempt to study variables which have an impact to underpricing in Jakarta Stock Exchange during 1996-2002. The factors were underwriter reputation, auditor reputation, retained stocks by founder, return on asset (ROA), company age, company size. These matters could be occurred because an initial public offering which had been conducted by private or state corporation might gave a significant positive initial return to an investors very often. This conditions known as underpricing which shows to as that stocks price was too low when it were offered for the first time go public.*

*Multiple regression was used to test hypotesis of underwriter reputation, auditor reputation, retained stocks by founder, return on asset, company age and company size. There were 33 issuer in manufacture sector used in study.*

*Result of this showed that the factors affecting underpricing in Jakarta Stock Exchange were underwriter reputation, retained stocks by founder, ROA, company age, company size. How ever auditor reputation did not have significant effect on underpricing phenomenon. This result had implication that investors should consider information about underwriter reputation, stock retention, ROA, company age, company size in their IPO investment decision in order to get higher return.*

*Key words : Initial Public Offering, underpricing, underwriter reputation, auditor reputation, stock retention, ROA, company age, company size*

## ABSTRAK

Penelitian ini berusaha untuk menelaah variabel – variabel yang mempengaruhi terjadinya *underpricing* pada sektor saham manufaktur di Bursa Efek Jakarta untuk periode 1996 – 2002. Faktor – faktor tersebut adalah reputasi underwriter, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan investor lama, *return on asset*, umur perusahaan, ukuran perusahaan. Hal ini karena umumnya penawaran perdana saham baik yang dilakukan perusahaan swasta maupun negara memberikan initial return positif yang cukup besar bagi para pemodal segera setelah saham – saham tersebut mulai diperdagangkan di bursa saham. Kondisi ini dikenal dengan istilah *underpricing* yang menunjukkan bahwa sebenarnya harga saham pada waktu penawaran perdana relatif terlalu murah.

Regresi berganda digunakan untuk menguji hipotesa reputasi underwriter, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan investor lama, *return on asset* (ROA), umur perusahaan, ukuran perusahaan. Pada periode ini terdapat 33 perusahaan sektor manufaktur yang melakukan *initial public offering* (IPO).

Hasil dari penelitian ini peneliti menunjukkan bahwa faktor – faktor yang berpengaruh terhadap *underpricing* di Bursa Efek Jakarta seperti reputasi *underwriter*, besarnya saham yang ditahan investor lama, ROA, umur perusahaan, skala perusahaan tetapi reputasi auditor tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *underpricing*. Hasil ini memiliki implikasi bahwa sebelum mengambil keputusan untuk investasi di Bursa Efek Jakarta, investor harus memiliki informasi tentang reputasi underwriter, jumlah saham yang ditahan investor lama, ROA, umur perusahaan, skala perusahaan untuk mendapatkan return yang lebih tinggi

Kata kunci : penawaran perdana, *underpricing*, reputasi underwriter, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan, ROA, umur perusahaan, ukuran perusahaan.

## KATA PENGANTAR

Dengan segala kerendahan hati, penulis panjatkan puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa yang telah melimpahkan rahmat dan karunia-Nya sehingga dapat terselesaikan tesis ini dengan judul **“ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI TINGKAT UNDERPRICING PADA PENAWARAN UMUM PERDANA ( IPO ) PERIODE TAHUN 1996-2002 (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Go Publik Di Bursa Efek Jakarta Tahun 1996-2002) “**.

Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan untuk menyelesaikan studi sarjana S-2 Magister Manajemen Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Dalam kesempatan ini kami dengan ketulusan hati mengucapkan banyak terima kasih atas bantuan dan kerjasamanya kepada :

1. Bapak Prof. Dr Suyudi Mangunwihardjo yang menjabat sebagai Ketua Program Studi Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
2. Bapak Dr. Sugeng Wahyudi, MM, selaku dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan ilmu, perhatian, tenaga, serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
3. Ibu Dra. Irene Rini DP, ME, sebagai dosen pembimbing yang telah menuntun dan memberikan saran – saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.

4. Bapak dan Ibu dosen pada Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang yang telah memberikan suatu dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik.
5. Bapak dan Ibu serta keluargaku tercinta dan calon istriku tersayang yang telah memberikan dukungan moril dan materiil sehingga tesis ini dapat terselesaikan.
6. Teman - teman angkatan XVI kelas B sore, terima kasih atas dorongan dan kerjasamanya selama melaksanakan studi di Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
7. Rekan – rekan kerja di Bank BNI Kantor Cabang Karangayu yang telah memberikan kesempatan dan dukungan dalam mengikuti Program Studi di Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.

Selanjutnya saya menyadari bahwa tesis ini sangatlah kurang dari sempurna karena tiada gading yang tak retak, oleh karena itu segala kritik dan saran membangun sangat diharapkan supaya tesis ini bisa menjadi lebih baik.

Akhirnya besar harapan kami semoga tesis ini dapat berguna dan memberikan sumbangan manfaat bagi semua pihak yang berkepentingan dan almamaterku tercinta

Semarang, 17 Desember 2004



**Bram Nugroho Sandhiaji**

## DAFTAR ISI

Halaman Judul.....	i
Sertifikasi.....	ii
Halaman Pengesahan Tesis.....	iii
Halaman Motto/ Persembahan .....	iv
<i>Abstract</i> .....	v
Abstrak.....	vi
Kata Pengantar.....	vii
Daftar Tabel.....	xii
Daftar Gambar.....	xiv
Daftar Lampiran.....	xv

### **BAB I. PENDAHULUAN**

1.1 Latar Belakang Masalah .....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	10
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	11
1.4 Outline Penelitian .....	12

### **BAB II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL**

#### **PENELITIAN**

2.1 Telaah Pustaka.....	14
2.1.1 Penawaran Umum Perdana ( <i>Initial Public Offering</i> ) .....	14
2.1.2 Metode Penerbitan Sekuritas.....	16
2.1.3 Model – Model Penentuan Harga Saham Perdana .....	18
2.1.4 Teknik Analisis Surat Berharga.....	18
2.1.5 Underpricing .....	20

2.1.6 Reputasi Penjamin Emisi ( <i>UND</i> ) .....	22
2.1.7 Reputasi Auditor ( <i>AUD</i> ) .....	24
2.1.8 Jumlah Saham Yang Ditahan Investor Lama ( <i>KEPEM</i> ).....	26
2.1.9 Return On Asset ( <i>ROA</i> ) Perusahaan .....	27
2.1.10 Umur Perusahaan ( <i>UMUR</i> ) .....	28
2.1.11 Skala Perusahaan ( <i>UKR</i> ) .....	30
2.1.12 Penelitian – Penelitian Terdahulu .....	31
2.2 Kerangka Pemikiran Teoritis .....	37
2.3 Perumusan Hipotesis .....	38
2.4 Definisi Operasional Variabel .....	39

### **BAB III. METODE PENELITIAN**

3.1 Jenis dan Sumber data.....	42
3.2 Populasi.....	43
3.3 Metode Pengumpulan Data .....	43
3.4 Teknik Analisis Data .....	45
3.4.1 Pengujian Asumsi Klasik .....	45
3.4.1.1 Uji Normalitas Data .....	45
3.4.1.2 Uji Autokorelasi .....	46
3.4.1.3 Uji Heteroskedastisitas .....	46
3.4.1.4 Uji Multikolinearitas .....	47
3.4.2 Uji Hipotesis Parsial (Uji t) dan Uji hipotesis Simultan (Uji F) .....	48

### **BAB IV. ANALISIS DATA**

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian .....	50
4.1.1 Pasar Modal Indonesia .....	50
4.1.2 Sejarah Pasar Modal Indonesia .....	52
4.1.3 Profil Obyek Penelitian .....	53
4.1.3.1 Reputasi <i>Underwriter</i> .....	55
4.1.3.2 Reputasi Auditor .....	56
4.1.3.3 Jumlah Saham Yang Ditahan Investor Lama .....	57

4.1.3.4 Return On Asset .....	58
4.1.3.5 Umur Perusahaan .....	59
4.1.3.6 Ukuran Perusahaan .....	60
4.2 Statistika Deskriptif .....	61
4.3 Pengujian Asumsi Klasik .....	63
4.3.1 Uji Normalitas Data .....	64
4.3.2 Uji Heteroskedastisitas .....	65
4.3.3 Uji Multikolinearitas .....	66
4.3.4 Uji Otokorelasi .....	67
4.4 Analisis Variabel–Variabel Yang Mempengaruhi <i>Underpricing</i> .....	68
4.4.1 Uji t Statistik (Parsial) .....	68
4.4.2 Uji f Statistik (Simultan) .....	75
 <b>BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN</b>	
5.1 Kesimpulan.....	77
5.2 Implikasi Kebijakan .....	78
5.2.1 Implikasi Teoritis .....	78
5.2.2 Implikasi Manajerial .....	80
5.3 Keterbatasan penelitian .....	82
5.4 Saran.....	82
 Daftar Referensi.....	 84
Lampiran - lampiran	

## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	Total Volume Perdagangan Per Sektor Industri di Bursa Efek Jakarta Tahun 2002 .....	8
Tabel 1.2	Perusahaan Sektor Manufaktur yang Melakukan IPO Periode 1996-2002.....	9
Tabel 2.1	Ringkasan Penelitian Terdahulu.....	35
Tabel 2.2	Ikhtisar Variabel Independen Dan Dependen Yang Mempengaruhi Underpricing.....	41
Tabel 4.1	Perusahaan Sektor Manufaktur Yang Melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta dan Mengalami Underpricing Periode 1996-2002.....	54
Tabel 4.2	Klasifikasi Underwriter Menurut Jumlah Emiten Yang Dijamin Pada Periode 1996-2002.....	55
Tabel 4.3	Klasifikasi Auditor Berdasarkan Pada Jumlah Emiten Yang Ditangani Periode 1996-2002.....	56
Tabel 4.4	Persentase Saham Yang Ditahan Investor Lama.....	57
Tabel 4.5	Klasifikasi ROA Perusahaan Dilihat Dari Persentasenya.....	58
Tabel 4.6	Klasifikasi Perusahaan Berdasarkan Umur Perusahaan Sejak Berdiri Sampai Listing Di BEJ.....	59
Tabel 4.7	Klasifikasi Skala/Ukuran Perusahaan Diperoleh Berdasarkan Jumlah Total Aset Tahun Terakhir Sebelum Perusahaan Listing di BEJ.....	60
Tabel 4.8	Statistika Deskriptif Variabel-Variabel Penelitian.....	61
Tabel 4.9	Hasil Uji Kolmogorov Smirnov.....	64
Tabel 4.10	Hasil Uji Glejser.....	66

Tabel 4.11 Hasil Uji Multikolinieritas.....	67
Tabel 4.12 Hasil Uji Durbin Watson.....	68
Tabel 4.13 Hasil Analisis Regresi Berganda.....	69
Tabel 4.14 Tabel Anova.....	75

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis.....	37
---	----

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang Masalah**

Sejak dibentuknya Pakdes'87 dan Pakto'88 maka kondisi pasar modal di Indonesia telah berkembang dengan cukup pesat. Hal ini terlihat dengan semakin banyaknya perusahaan-perusahaan yang terdaftar atau *listing* di Bursa Efek Jakarta dengan nilai transaksi yang meningkat dari tahun ke tahun. Paket-paket deregulasi pemerintah tersebut telah menempatkan posisi pasar modal sejajar dengan perbankan sebagai sumber dana bagi perusahaan. Yang artinya apabila perusahaan melakukan penawaran saham perdana (*initial public offering*) maka perusahaan tersebut akan memperoleh dana dari investor secara resmi melalui pasar modal. Hal tersebut sangat berbeda dengan dana dari bank yang dimaksudkan sebagai pinjaman yang wajib dikembalikan dengan beban bunga, sedangkan dana dari investor melalui pasar modal tidak akan dikembalikan, kecuali perusahaan tersebut melakukan penarikan atau pembelian kembali atas saham-saham yang sedang telah beredar.

IPO disini merupakan kegiatan penawaran saham ke publik, untuk pertama kali undang-undang No 8 tahun 1995 tentang pasar modal (Rufnialfian dalam Syukriy Abdullah, 1999) mendefinisikan penawaran umum sebagai kegiatan penawaran yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang telah diatur dalam UU tersebut dan aturan pelaksanaannya, disamping memiliki manfaat

perusahaan yang go publik memiliki kewajiban atau konsekuensi yang dilakukan, meliputi : pertama, perusahaan yang go publik selalu membutuhkan tenaga, pengorbanan, dan biaya, yang kedua kewajiban untuk memenuhi keterbukaan informasi (*full disclosure*) dan yang ketiga, adanya atau masuknya perusahaan baru yang akan ikut mengambil bagian dalam kebijakan perusahaan, serta yang keempat, transformasi sikap dan tindakan manajemen maupun pemegang saham sendiri (*founder share holding*) terutama yang menyangkut pembinaan hubungan baik jangka panjang dengan pemegang saham publik yang minoritas (Aggarwal , 2000).

Masalah IPO atau yang disebut penawaran umum perdana merupakan salah satu hal yang menarik untuk dibahas, karena IPO yang dilakukan oleh BUMN dan BUMS memberikan *initial return* yang positif cukup besar bagi pemodal segera setelah saham-saham tersebut diperdagangkan di bursa saham (Sugeng Wahyudi, 2002), kondisi ini disebut sebagai *underpricing*, menunjukkan sebenarnya harga saham pada waktu penawaran perdana relatif murah. Sehingga timbul sebuah pertanyaan bagaimana hal ini bisa terjadi dan apakah bagi *emiten* merasa dirugikan kalau penawaran perdananya relatif murah.

Husnan (1998) menyatakan ada dua alasan mengapa perusahaan melakukan IPO yaitu untuk perluasan usaha dan perusahaan tak ingin menambah hutang kemudian yang kedua untuk mengganti sebagian hutang dengan ekuitas yang diperoleh dari penawaran perdana. Sedangkan bila dilihat dari segi manfaat bagi perusahaan yang go publik adalah perusahaan

akan memperoleh dana yang relatif besar dan diterima sekaligus (tidak per termin) serta dana tersebut tidak harus dikembalikan, kemudian dana yang diperoleh dapat digunakan untuk memperluas usaha dan memperbaiki struktur modal, selanjutnya juga untuk memacu perusahaan agar lebih profesional dikarenakan tuntutan dari publik atau pemegang saham serta yang terakhir agar perusahaan menjadi dikenal oleh masyarakat (Rufnialfian, 1999).

Harga saham yang ditawarkan pada saat melakukan IPO merupakan faktor sangat penting dalam menentukan berapa besar jumlah dana yang diperoleh perusahaan (*emiten*) yang tentunya hal ini berhubungan dengan kebutuhan dana dari perusahaan itu sendiri. Jumlah dana yang diterima *emiten* adalah perkalian antara jumlah lembar saham yang ditawarkan dengan harga per lembar saham. Jika harga tinggi, maka jumlah dana yang diterima akan besar. Demikian juga sebaliknya. Hal ini mengakibatkan *emiten* menginginkan harga yang lebih tinggi lagi agar dapat memperoleh dana yang lebih besar lagi. Dilain pihak *underwriter* sebagai penjamin emisi berusaha untuk meminimalkan resiko yang ditanggungnya. Dalam tipe penjaminan *full commitment*, pihak *underwriter* akan membeli saham yang tidak terjual di pasar perdana. Keadaan ini yang membuat *underwriter* tidak berkeinginan membeli saham yang tidak laku tersebut. Maka upaya yang dilakukan adalah dengan bernegosiasi dengan *emiten* agar saham – saham tidak terlalu tinggi harganya, bahkan cenderung *underpriced* yakni adanya selisih positif antara harga saham di pasar sekunder dengan

harga perdana, yang disebut dengan *initial return* bagi investor dan *underwriter*.

Sebenarnya ada empat tipe penjaminan yaitu : tipe *full commitment*, *best effort*, *standby commitment* dan *all or none commitment*. Di Indonesia sendiri yang ada hanya tipe penjaminan *full commitment*, tipe penjaminan tersebut adalah yang paling beresiko kalau dibandingkan dengan tipe penjaminan yang lain, sehingga berhubungan positif dengan *underpriced* (Ghozali dan Mansur, 2000). *Underpricing* merupakan fenomena yang terjadi di pasar modal termasuk di Indonesia (Hanafi,1997; Rufnialfian, 1999).

Penelitian yang dilakukan oleh How *et al* (1995) variabel reputasi *underwriter* yang diproksikan dengan pendapatan *underwriter* berpengaruh secara signifikan negatif dengan *underpricing*. Hal ini disebabkan karena adanya tanggung jawab dari *underwriter* dalam meramalkan saham di pasar modal serta pendapatan tinggi yang akan diperoleh dari prosentase jumlah saham yang dijual, akan mendorong *underwriter* untuk berusaha menjual sebanyak mungkin lembar saham. Hal ini menunjukkan bahwa *underwriter* telah memiliki informasi yang baik atau dapat dikatakan reputasi *underwriter* yang lebih tinggi diharapkan akan memperoleh pendapatan yang lebih tinggi juga. Hal ini merefleksikan dari biaya atas penyediaan pelayanan penjaminan emisi yang lebih baik.

Hasil penelitian How *et al* (1995) juga menyatakan bahwa variabel besarnya saham yang di tawarkan berpengaruh signifikan negatif dengan

terjadinya *underpricing*. Hal ini disebabkan karena semakin banyak saham yang dijual emiten berarti perusahaan memiliki informasi yang baik sehingga kondisi ketidakpastian dan *underpricing* kecil. Penelitian tersebut didukung oleh Beatty (1989), dan Wolf dan Cooperman (1990) dalam How (1995) tetapi hal tersebut bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Trisnawati (1999) dimana hasilnya dinyatakan tidak signifikan.

Downes dan Heinkol (1982), Ritten (1984) dan Grinblatt dan Hwarg (1989) dalam Kim (1993) mengemukakan bahwa besarnya saham yang ditahan oleh pemilik berpengaruh signifikan positif dengan *underpricing*. Hal tersebut disebabkan karena emiten telah memiliki informasi yang baik mengenai saham yang akan terjual, sehingga ia menahan sebagian sahamnya dengan harapan pada pasar sekunder nanti harga saham akan meningkat yang artinya emiten akan memperoleh return yang tinggi, tetapi bertentangan dengan hasil penelitian dari Trisnawati (1999) yang hasilnya tidak signifikan.

How *et al* (1995) meneliti pengaruh resiko pada 20 hari setelah IPO, meliputi besaran IPO, umur perusahaan, reputasi akuntan yaitu jumlah laporan yang sudah diaudit akuntan, reputasi penjamin emisi yang diwakili oleh biaya penjaminan dan banyaknya penjaminan emisi yang telah dilakukan penjamin emisi, sementara itu untuk variabel kontrol digunakan jarak hari dari pendaftaran prospektif hingga pencatatan, kondisi pasar, tingkat hutang, dan rasio efek dari kepemilikan. Hasilnya adalah bahwa jarak hari dari pendaftaran prospektif hingga pencatatan, besaran IPO dan

biaya penjaminan emisi berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*.

Trisnawati (1999) berusaha menjelaskan fenomena *underpricing* dengan menggunakan variabel-variabel yang dimuat dalam prospektus seperti reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan pada publik saat IPO, ROA dan rasio hutang perusahaan. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa hanya umur perusahaan yang memiliki pengaruh secara signifikan dan pengaruh yang positif sementara untuk variabel-variabel yang lainnya tidak berpengaruh signifikan.

Penelitian yang dilakukan di BEJ oleh Siti Nurhidayati dan Nur Indriantoro (1998) untuk perusahaan yang melakukan IPO tahun 1995-1996 dengan variabel dependen adalah *underpricing* dan variabel independennya meliputi reputasi auditor, reputasi *underwriter*, prosentase saham ditahan pemegang saham lama, umur perusahaan dan ukuran perusahaan. Hasil penelitian memperlihatkan bahwa variabel independen tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

Rufnialfian (1999) yang meneliti tentang pengaruh variabel reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, besaran perusahaan dan profitabilitas perusahaan terhadap tingkat *underpricing* IPO di Bursa Efek Jakarta, menemukan bahwa keempat variabel tersebut secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*. Dan ternyata hanya besaran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap

*underpricing*. Yang artinya semakin besar suatu perusahaan, maka tingkat *initial return* juga semakin besar, dan tingkat *underpricing* juga semakin besar. Tetapi Rufnialfian (1999) sendiri mengakui bahwa temuannya tidak sesuai dengan apa yang diharapkannya, dimana seharusnya hubungan tersebut bukan positif, tetapi negatif. Atau dapat dikatakan secara teoritis, perusahaan yang lebih besar memiliki kepastian yang lebih tinggi atau tingkat ketidakpastian yang rendah sehingga investor dapat memprediksi resiko yang dihadapinya jika melakukan investasi dalam saham perusahaan.

Kenneth yung (1994) menyajikan analisis *underpricing* penawaran perdana institusi keuangan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada umumnya penawaran perdana institusi keuangan secara signifikan lebih kecil tingkat *underpricingnya* dibandingkan dengan perusahaan di sektor manufaktur. Penelitian juga dilakukan oleh Erlina (2004) tentang analisis pengaruh *underpricing* terhadap besaran perusahaan, umur perusahaan, reputasi *underwriter*, dan kondisi pasar pada perusahaan manufaktur maupun non manufaktur dengan sampel sebanyak 52 perusahaan di Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa hanya umur perusahaan yang berpengaruh terhadap *underpricing*.

Lebih lanjut penelitian ini akan menggunakan perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor industri manufaktur. Hal ini berdasarkan kenyataan bahwa saham-saham yang bergerak di industri manufaktur merupakan saham-saham yang memiliki volume perdagangan terbesar (berdasarkan data per Desember 2002 yang diperoleh dari Bursa Efek

Jakarta). Pada Tabel 1.1. berikut ini dapat dilihat perbandingan total volume perdagangan per sektor industri yang ada di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2002.

**Tabel 1.1**

**Total Volume Perdagangan Per Sektor Industri di Bursa Efek Jakarta Tahun 2002**

<b>Sektor Industri</b>	<b>Volume Perdagangan (Dalam Ribuan lembar)</b>	<b>Volume Perdagangan (%)</b>
Pertanian	207.128	3,291%
Pertambangan	269.634	4,2842%
Industri Dasar dan Kimia	580.527	9,2239%
Aneka Industri	331.263	5,2634%
Industri Konsumsi	1.114.586	17,7095%
Properti dan Real Estate	171.694	2,728%
Infrastruktur	820.243	13,0328%
Keuangan	1.350.032	21,4505%
Perdagangan, Jasa dan Investasi	1.448.598	23,0166%
Manufaktur (Gabungan Industri Dasar & Kimia, Aneka Industri dan Konsumsi)	2.026.376	32,1969%
<b>Total (9 sektor industri)</b>	<b>6.293.702</b>	<b>100%</b>

Sumber : *JSX Monthly Statistics* Desember 2002, terbitan Bursa Efek Jakarta

Berdasarkan Tabel 1.1 tersebut di atas dapat dilihat bahwa volume perdagangan dari sektor industri manufaktur (yang merupakan gabungan dari sektor industri dasar dan kimia, aneka industri dan industri konsumsi) memiliki total volume perdagangan saham terbesar yaitu sebanyak 2.026.376.000 lembar atau 32,1696% dari total volume perdagangan di Bursa Efek Jakarta. Hal ini menunjukkan bahwa banyak investor tertarik menginvestasikan dananya pada perusahaan sektor manufaktur di Bursa Efek Jakarta,

Dari banyaknya penelitian – penelitian mengenai *underpricing* diatas masih banyak ditemukan hasil yang berbeda-beda atau tidak konsisten mengenai hasil yang di dapat, selain itu fenomena *underpricing* masih banyak terjadi di perusahaan sektor manufaktur. Hal ini menunjukkan bahwa fenomena *underpricing* masih menarik untuk diteliti kembali khususnya perusahaan sektor manufaktur yang masih banyak mengalami *underpricing* pada penawaran perdananya di Bursa Efek Jakarta .

**Tabel 1.2**  
**Perusahaan sektor Manufaktur yang Melakukan IPO Periode 1996 - 2002**

No	Status	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Jumlah	Prosentase
1	Underpricing	5	8	1	1	6	9	3	33	89,2
2	Overpricing	-	-	1	-	-	1	1	3	8,12
3	Wajar	-	-	-	-	-	-	1	1	2,70
	Jumlah	5	8	2	1	6	10	5	37	100

Sumber : Data Sekunder Yang diolah

Tabel 1.2 menunjukkan bahwa masih banyak perusahaan – perusahaan sektor manufaktur yang IPO di Bursa Efek Jakarta mengalami *underpricing* yaitu sebanyak 33 perusahaan (89,2%) dan 3 perusahaan yang *overpricing* (8,12%) serta yang wajar sebanyak 1 perusahaan (2,70%). Penelitian ini bermaksud untuk mengetahui kondisi *underpricing* di BEJ yang menyangkut besarnya *underpricing* serta keterkaitannya dengan variabel – variabel yang diduga menyebabkan terjadinya *underpricing*.

## 1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang diatas maka dapat dilihat bahwa masih banyak perusahaan – perusahaan di sektor manufaktur yang melakukan IPO mengalami *underpricing* di BEJ, dilihat dari persentase saham yang mengalami *underpricing* lebih besar daripada harga saham yang mengalami *overpricing*. Kemudian dari latar belakang diatas dilihat bahwa masih banyaknya penelitian – penelitian sebelumnya yang menunjukkan kesimpulan berbeda – berbeda, hal ini menunjukkan bahwa masalah *underpricing* masih perlu dikaji kembali kebenarannya. Maka dari sini dapat dibentuk sebuah rumusan masalah :

1. Apakah variabel reputasi penjamin emisi berpengaruh terhadap terjadinya *underpricing*?
2. Apakah variabel reputasi auditor berpengaruh terhadap terjadinya *underpricing*?
3. Apakah variabel jumlah saham yang ditahan investor lama berpengaruh terhadap terjadinya *underpricing*?
4. Apakah variabel ROA berpengaruh terhadap terjadinya *underpricing*?
5. Apakah variabel umur perusahaan berpengaruh terhadap terjadinya *underpricing*?
6. Apakah variabel skala perusahaan berpengaruh terhadap terjadinya *underpricing*?
7. Apakah variabel reputasi penjamin emisi, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan investor lama, ROA, umur perusahaan, skala

perusahaan secara bersama – sama berpengaruh terhadap terjadinya *underpricing*?

### **1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian**

#### **1.3.1. Tujuan**

Tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk menguji pengaruh variabel reputasi penjamin emisi terhadap tingkat *underpricing*.
2. Untuk menguji pengaruh variabel reputasi auditor terhadap tingkat *underpricing*.
3. Untuk menguji pengaruh variabel jumlah saham yang ditahan investor lama terhadap tingkat *underpricing*.
4. Untuk menguji pengaruh variabel ROA terhadap tingkat *underpricing*.
5. Untuk menguji pengaruh variabel umur perusahaan terhadap tingkat *underpricing*.
6. Untuk menguji pengaruh variabel skala perusahaan terhadap tingkat *underpricing*.
7. Untuk menguji pengaruh variabel reputasi penjamin emisi, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan investor lama, ROA, umur perusahaan, skala perusahaan secara bersama - sama terhadap tingkat *underpricing*.

### 1.3.2. Manfaat

Manfaat penelitian ini adalah:

- a. Bagi penjamin emisi efek dan perusahaan yang akan melakukan *initial public offering*, diharapkan penelitian ini dapat menjadi masukan dalam mengambil langkah-langkah yang perlu untuk mencapai *fair price*.
- b. Berguna bagi investor untuk dapat meramalkan tingkat return yang akan dicapai dengan dasar reputasi penjamin emisi, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan investor lama, ROA , umur perusahaan, persentase penawaran saham, skala perusahaan, sehingga dapat digunakan sebagai pedoman dalam melakukan keputusan investasi di pasar modal dalam bentuk saham.
- c. Berguna bagi manajemen untuk mengambil langkah-langkah yang paling tepat saat melakukan IPO dan mengambil keputusan tentang besarnya saham, persentase saham yang ditahan investor lama dan memilih *underwriter* yang akan memberikan value yang maksimum serta nilai saham yang akan ditawarkan berdasarkan informasi yang dimilikinya.

#### **1.4. Outline Penelitian**

Pada dasarnya penyusunan tesis ini terdiri dari beberapa bab yaitu :

- Bab I : berisi pendahuluan yang berisi latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian, metodologi, garis besar tesis dan kesimpulan.
- Bab II : berisi tentang telaah pustaka dan pengembangan model penelitian yang menguraikan tentang pendahuluan, model dan hipotesis, definisi operasional variabel.
- Bab III: berisi tentang penelitian yang menjabarkan jenis dan sumber data, populasi dan sampel, metode pengumpulan data dan teknik analisis.
- Bab IV: yaitu berupa gambaran umum obyek penelitian dan data deskriptif proses dan hasil analisis dan pengujian hipotesis.
- Bab V: berisi kesimpulan dan implikasi kebijakan yaitu kesimpulan mengenai masalah penelitian, implikasi teori manajemen, implikasi pada kebijakan manajemen, keterbatasan penelitian dan agenda penelitian mendatang.



## **BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN**

Dalam bab ini akan dikemukakan telaah pustaka dan hipotesis yang merupakan dasar dari pembahasan, analisis dan evaluasi atas kenyataan-kenyataan yang diperoleh dari hasil penelitian yang akan diuraikan dalam bab ini selanjutnya. Tujuan dari telaah pustaka dan hipotesis ini sebagai titik pijak penulisan ini agar penelitian yang dilakukan bersifat ilmiah.

### **2.1. Telaah Pustaka**

#### **2.1.1. Penawaran Umum Perdana (*Initial Public Offering*)**

Saham adalah tanda penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan. Selebar saham adalah selebar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas tersebut adalah pemilik (berapapun porsinya dari suatu perusahaan yang menerbitkan kertas saham) perusahaan tersebut sesuai dengan porsi kepemilikannya yang tertera pada saham. Jadi bila kita membeli saham sebuah perusahaan, maka dapat dikatakan bahwa kita membeli sebagian dari setiap gedung, mobil, perabotan, mesin, atau apapun yang dimiliki oleh perusahaan tersebut.

Ada berbagai alasan mengapa perusahaan berkepentingan untuk menjual sahamnya, tapi pada umumnya adalah untuk menambah

modal kerja atau membiayai pengembangan usaha. Perusahaan pun memiliki berbagai alternatif atau cara untuk memenuhi keperluan tersebut, misalnya perusahaan dapat meminjam dana dari bank atau dengan menerbitkan obligasi. Penjualan saham melalui bursa dalam hal ini kepada masyarakat merupakan salah satu cara menambah modal kerja, atau perluasan, atau bahkan diversifikasi produk. Sebagai imbalannya perusahaan bersedia membagi keuntungan, apabila ada kepada setiap pemegang sahamnya.

Sejak dikeluarkannya paket deregulasi Desember 1987 dan paket Oktober 1988 telah memberikan angin segar bagi perkembangan pasar modal di Indonesia. Proses emisi dengan adanya deregulasi tersebut menjadi lebih sederhana dimana proses serta evaluasi dilakukan secara cepat dan sistematis tanpa mengorbankan kualitas penilaian kepada calon emiten. Proses penawaran umum tidak hanya melibatkan Bapepam tetapi beberapa lembaga lain juga terlibat seperti auditor, penjamin emisi, konsultan hukum.

Pada saat perusahaan membutuhkan tambahan modal, perusahaan dapat melakukan penerbitan sekuritas seperti saham (*stock*), obligasi (*bond*) dan sekuritas yang lainnya. Penerbitan sekuritas-sekuritas tersebut dilakukan di pasar perdana (*primary market*). Sekuritas tersebut kemudian diperjualbelikan di pasar sekunder (*secondary market*) atau disebut dengan bursa efek atau pasar modal, seperti Bursa Efek Jakarta, Bursa Efek Surabaya.

### 2.1.2. Metode Penerbitan Sekuritas

Metode penerbitan sekuritas yang dilakukan oleh penjamin emisi ada dua jenis yaitu Ritter (1991):

- a. *Full Commitment*. *Full Commitment* merupakan suatu kesepakatan jual beli (*purchase-sale agreement*) dan *fee* bagi penjamin emisi. *Investment banker* atau *underwriter* membeli semua saham atau saham dibawah harga penawaran (*offering price*) dan menanggung semua resiko jika semua saham tidak terjual. Sehingga *underwriter* mencatatkan sekuritas tersebut pada suatu perjanjian atau komitmen. Untuk mengurangi resiko yang harus ditanggung, penjamin emisi membentuk sebuah kelompok atau sindikasi (*syndicate*) untuk berbagi resiko dan membantu menjualkan sekuritas. Kemudian selisih antara harga beli sekuritas oleh penjamin emisi dari emiten dengan harga penawaran disebut dengan *spread* atau *discount*, yang juga merupakan kompensasi yang diterima oleh *underwriter* dari penerbitan sekuritas. Kompensasi penjamin emisi dapat juga berupa warrant atau saham sebagai tambahan *spread* tersebut. Jika penjamin emisi tidak dapat menjual semua sekuritas pada harga yang ditetapkan, sekuritas tersebut bisa saja ditawarkan lebih murah.
- b. *Best Effort*. *Investment banker* penjamin emisi semata-mata bertindak sebagai agen (*agent*), yang menerima komisi untuk setiap sekuritas yang terjual. *Investment banker* akan berusaha sebaik mungkin untuk menjualkan sekuritas sebesar harga penawaran (*best effort*). Dan jika

sekuritas tidak terjual pada harga tersebut, sekuritas tersebut akan ditarik kembali oleh emiten atau yang menerbitkan saham tersebut.

Ritter (1991) menyatakan bahwa *best effort* umumnya digunakan untuk IPO yang kecil dan *full commitment* pada IPO yang lebih besar. Hal ini dapat disimpulkan bahwa semakin besar hasil kotor (*gross proceed*) dari penerbitan suatu sekuritas atau saham baru, maka semakin sedikit emiten yang memilih kesepakatan dengan penjamin emisi yang berbentuk *best effort*. Jika perusahaan menerbitkan saham dengan nilai yang besar, sudah barang tentu diterbitkan dari perusahaan atau emiten, maka *underwriter* memiliki informasi yang lebih banyak tentang nilai pasar saham yang akan diterbitkan pasar sekunder maka penjamin emisi akan mengambil keuntungan dengan membeli semua saham yang akan diterbitkan. Sehingga dapat dikatakan bahwa kecenderungan tingkat return awal atau *underpricing* lebih tinggi karena penjamin emisi ingin memperoleh keuntungan (*capital gain*) yang lebih besar. Dalam hal ini keuntungan dari *gain* tersebut adalah selisih antara harga penutupan (*closing price*) dengan harga penawaran (*offering Price*)

Harga saham yang mengalami *underpricing* maka mendorong investor untuk melakukan pembelian atau menahan bila saham tersebut dimilikinya. Apabila harga saham dinilai *overpricing* maka pada perdagangan di bursa para investor akan menjual saham yang dimilikinya atau menghindari pembelian saham tersebut. Akibatnya

adanya koreksi pasar mengakibatkan harga saham yang *underpricing* cenderung naik mendekati nilai instrinsik dan harga saham yang *overpricing* akan cenderung turun saat diperdagangkan di pasar sekunder. Sebagai indikator untuk pasar sekunder, biasanya saham yang mengalami *oversubscribed* akan mengalami kenaikan harga yang berarti . Begitu juga sebaliknya, saham akan mengalami penurunan harga pada pasar sekunder kalau di pasar perdana terjadi *undersubscribed* (Dianata eka, 2002).

### **2.1.3. Model – Model Penentuan Harga Saham Perdana**

Ada dua macam model penentuan harga saham yang sering dipergunakan untuk analisis sekuritas ( Suad Husnan, 1998 ), yaitu :

1. Pendekatan *present value* ( metode kapitalisasi penghasilan)

Berdasarkan pendekatan ini maka nilai saat ini suatu saham adalah sama dengan *present value* arus kas yang diharapkan akan diterima oleh pemilik saham tersebut.

2. Pendekatan *price earnings ratio*

Metode valuasi lain yang sering dipergunakan adalah pendekatan PER. Bahkan di Amerika Serikat nampaknya penggunaan pendekatan PER lebih sering daripada penggunaan metode berdasar atas dividen, meskipun penggunaan model berdasar atas dividen juga akan meningkat.

### **2.1.4. Teknik Analisis surat Berharga**

Pengambilan keputusan untuk melakukan investasi pada saham selalu mempertimbangkan faktor perolehan dan resiko. Resiko

diidentifikasi dengan fluktuasi atau ketidakpastian. Walaupun pertumbuhan dari perolehan yang diinginkan, tetapi fluktuasi tajam yang memunculkan resiko tinggi diupayakan ditekan.

Analisis saham disebut untuk menentukan kelas resiko dan perolehan surat berharga sebagai dasar keputusan investasi. Analisis tersebut dilakukan dengan sejumlah dasar informasi yang diterima investor atas suatu jenis saham tertentu. Keputusan investasi akan berbeda apabila merupakan hasil analisis yang berbeda dari susunan informasi yang berbeda, selain dengan kondisi yang berbeda dan preferensi resiko yang relevan untuk berbagai investor.

Francis (1986) mengemukakan 2 pendekatan dalam sekuritas, yaitu *fundamental approach* dan *technical approach*. *Fundamental approach* merupakan teknik analisa saham yang mempelajari tentang keuangan mendasar dari faktor ekonomi perusahaan sebagai langkah penilaian saham perusahaan. Asumsi yang digunakan adalah harga saham yang terjadi merupakan refleksi dari informasi mengenai saham tertentu. Hal ini terjadi apabila efisiensi pasar modal sekurang-kurangnya berbentuk semi kuat. *Technical Approach* merupakan teknik analisis saham yang dilakukan dengan menggunakan data historis mengenai perkembangan harga saham dan volume perdagangan saham dalam pola grafik, kemudian digunakan sebagai model pengambilan keputusan. *supply* dan *demand* saham akan digunakan untuk memprediksi tentang harga saham mendatang.

### 2.1.5. Underpricing

Penentuan harga penawaran merupakan hal tersulit yang harus dilakukan oleh *investment banker* dalam IPO. Karena seperti halnya dengan teori permintaan. Dimana emiten berhadapan dengan suatu *potencial costs*, jika harga penawaran terlalu tinggi maka kemungkinan sekuritas tidak akan laku, sebagai akibatnya sekuritas tersebut harus ditarik. Sedangkan jika harga sekuritas terlalu rendah, maka emiten akan mengalami suatu *opportunity cost*, yaitu menanggung biaya karena hilangnya kesempatan untuk memperoleh *return* yang lebih tinggi ( Erlina, 2004 ).

Baron dalam Mauer dan Senbet (1992) menyatakan bahwa untuk menerangkan terjadinya *underpricing* disajikan dengan teori permintaan akan jasa penjamin emisi yang menerima informasi lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang mengeluarkan saham itu sendiri atau emiten. Dalam hal ini penjamin emisi menghadapi suatu kondisi ketidakpastian pasar.

Dengan demikian penjamin emisi perlu mengetahui kondisi pasar baik dari segi keuangan maupun non keuangan. Karena dengan ketidaktepatan penentuan harga penawaran sekuritas, pertama kali akan memberikan konsekuensi terhadap reputasi penjamin emisi. Karena jika harga penawaran terlalu tinggi, dan saham tidak terjual, akan dapat disimpulkan bahwa penjamin emisi tidak memiliki kemampuan untuk memprediksi potensi perusahaan dan keadaan pasar modal. Pasar akan menilai kemampuan penjamin emisi dalam kedua hal diatas, yang nantinya

akan berimplikasi pada keberhasilan penjamin emisi dalam menerbitkan saham baru pada masa yang akan datang.

Underpricing adalah hasil dari ketidakpastian harga saham pada pasar sekunder karena adanya kondisi asimetri informasi, dimana underwriter merupakan pihak yang memiliki kelebihan informasi dan menggunakan ketidaktahuan emiten untuk memperkecil resiko (Sawidji Widodoatmojo, 2004). Underpricing dapat dihitung sebagai perbandingan antara selisih harga saham pada hari pertama penutupan (*closing price*) pada pasar sekunder dengan harga penawaran (perdana) di pasar primer dibagi dengan harga penawaran (perdana) dalam bentuk persentase. Pada penelitian ini *underpricing* bisa dibentuk sebuah rumus sebagai berikut menurut Kunz dan Aggarwal (1994) :

$$\text{Underpricing} = \frac{(P1 - P0) \times 100\%}{P0}$$

**Keterangan :**

**P0 = harga penawaran perdana**

**P1 = harga penutupan**

Penelitian yang dilakukan oleh Ritter (1991) di Amerika Serikat dengan sampel penelitian sebanyak 1526 dengan periode 1975 – 1984 mengatakan bahwa terjadi *underpricing* sebesar 14,32%. Hasil penelitian lain yang dilakukan oleh Ursel dan Ljucovic (1998) yang mengadakan penelitian di Kanada dengan periode 1987 – 1994 menunjukkan adanya tingkat *underpricing* sebanyak 39,5 %. Menurut Payamta (1997) investor yang rasional dan analis sekuritas menghubungkan harga aktual sekuritas dengan nilai instrinsik berdasarkan informasi yang dimiliki investor mengenai

kondisi perusahaan emiten. Jika harga saham perusahaan *underpricing*, maka akan mendorong investor untuk melakukan pembelian atau menahan bila saham tersebut dimilikinya. Sebaliknya jika harga saham dinilai *overpricing* maka pada perdagangan di bursa para investor akan menjual saham yang dimilikinya atau menghindari pembelian saham tersebut. Akibatnya adanya koreksi pasar mengakibatkan harga saham yang *underpricing* cenderung naik mendekati nilai instrinsik dan harga saham yang *overpricing* akan cenderung turun saat diperdagangkan di pasar sekunder.

Fenomena yang terjadi dari *underpricing* dikarenakan adanya *misprice* di pasar perdana sebagai akibat adanya ketidakseimbangan informasi antara penjamin emisi dengan pihak perusahaan (*emiten*). Dalam sudut pandang keuangan, hal tersebut disebut adanya asimetri informasi. Di Indonesia, fungsi penjaminan hanya ada satu yaitu *full commitment*, sehingga para *underwriter* berusaha untuk mengurangi resiko dengan jalan menekan harga di pasar perdana, dengan tujuan menekan kerugian.

#### **2.1.6. Reputasi Penjamin Emisi (UND)**

Underwriter adalah perusahaan swasta atau BUMN yang menjadi penanggungjawab atas terjualnya efek emiten kepada investor (Sawidji Widodoatmojo, 2004). Penjamin emisi memberi nasihat dan bernegosiasi dengan emiten dalam hal penetapan harga efek pada saat penjualan perdana. Jadi tinggi rendahnya harga perdana saham yang akan dibeli investor tergantung kesepakatan antara penjamin emisi dengan emiten..

Penjamin emisi sebagai pihak luar yang menjembatani kepentingan *emiten* dan investor diduga berpengaruh terhadap tinggi rendahnya tingkat *underpriced*. Berhubung penentuan harga saham perdana ditentukan oleh *emiten* dan *underwriter* sebagai penjamin emisi, sudah selayaknya kalau penjamin emisi tersebut mempunyai peran yang besar dalam menentukan harga perdana saham. Carter dan Manaster (1990), Kim dkk (1993) menyatakan bahwa *emiten* yang menggunakan penjamin emisi yang berkualitas atau bereputasi baik akan mengurangi tingkat ketidak pastian yang tidak dapat diungkapkan oleh informasi yang terdapat dalam prospektus dan menandai bahwa informasi privat dari *emiten* mengenai prospek perusahaan dimasa mendatang tidak menyesatkan.

Dari sisi *emiten* kondisi *underpriced* yang tinggi adalah sangat merugikan. *Underpriced* terjadi karena perusahaan dinilai lebih rendah dari kondisi yang sesungguhnya oleh penjamin emisi dalam rangka untuk mengurangi resiko yang harus dihadapi karena fungsi penjaminannya.

Kim, Krinsky dan Lee (1993) membuktikan bahwa kualitas penjamin emisi mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan terjadinya kenaikan harga saham (*underpricing*). Johnson dan Miller (1988) dalam penelitiannya menyatakan bahwa ada hubungan negatif antara level *banker prestige* dengan tingkat *underpricing*. Begitu pula dengan hasil penelitian Ghozali dan Mansur (2002) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan dan negatif antara reputasi penjamin emisi dengan tingkat *underpricing*. Hasil penelitian diatas sejalan dengan

penelitian menurut Holland dan Horton, (1993) dalam Nur Hidayati dan Indriantoro (1998) menyebutkan bahwa status *adviser* yang profesional dapat mempengaruhi tingkat *discount* dalam dua cara. Pertama, *adviser* yang berkualitas tinggi akan mengurangi kesempatan emiten untuk berlaku curang dalam menyajikan informasi yang tidak akurat ke pasar. Pengorbanan manajer ini oleh pasar diinterpretasikan investor sebagai penunjuk bahwa emiten mempunyai informasi yang tidak menyesatkan mengenai prospek emiten di masa mendatang. Kedua, *adviser* yang berkualitas tinggi pada umumnya mempunyai pengalaman yang lebih banyak di dalam pasar modal sehingga dapat meramalkan harga perdana lebih tepat dari pada *adviser* yang belum banyak pengalaman sehingga *underpricing* menjadi lebih rendah.

Hasil penelitian tersebut berbeda dengan hasil penelitian Nurhidayati dan Indriantoro (1998) yang melakukan penelitian pada perusahaan-perusahaan IPO dalam periode 1995 – 1996 yang hasilnya menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan antara reputasi penjamin emisi dengan tingkat *underpriced*. Penelitian Payamta (1997) juga menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan antara kualitas penjamin emisi dengan tingkat *underpricing*.

#### **2.1.7. Reputasi Auditor (AUD)**

Auditor adalah pihak yang memiliki kewenangan melakukan pemeriksaan atas laporan keuangan emiten, guna memberikan pendapat atas laporan keuangan yang dipublikasikan oleh emiten (Sawidji

Widoatmojo, 2004). Adapun peran auditor antara lain, menentukan apakah sebuah perusahaan layak go publik atau tidak. Sebab pendapat akuntan publik akan dianggap sebagai informasi dan bahan pertimbangan. Dalam perjalanan berikutnya, auditor akan selalu menjadi nara sumber bagi kebenaran laporan keuangan yang diterbitkan oleh emiten dalam periode tertentu.

Salah satu persyaratan yang diharuskan oleh BEJ untuk dipenuhi oleh perusahaan yang akan go publik adalah laporan keuangan perusahaan calon emiten harus wajar tanpa syarat. Oleh karena itu auditor sebagai pemeriksa laporan keuangan mempunyai peran yang besar bagi perusahaan calon emiten untuk menentukan bisa atau tidaknya listing di pasar modal.

Hasil penelitian Beatty (1989) menunjukkan bahwa reputasi auditor berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap return awal karena emiten yang menyewa auditor yang reputasional akan menunjukkan *initial return* yang lebih rendah dibanding emiten yang tidak menggunakan auditor yang tidak punya nama. Hasil penelitian tersebut menunjukkan hubungan yang serupa yang dikemukakan oleh Carpenter dan Strawser (1977) dalam Nurhidayati dan Indriantoro (1998) yang mengemukakan bahwa salah satu persyaratan yang diharuskan oleh BEJ untuk dipenuhi oleh perusahaan yang akan go publik adalah perusahaan calon emiten harus wajar tanpa syarat. Oleh karena itu maka auditor sebagai pemeriksa laporan keuangan mempunyai peran besar bagi perusahaan calon emiten

untuk menentukan bisa atau tidaknya listing di pasar modal, maka disimpulkan bahwa dengan menyewa auditor yang mempunyai reputasi tinggi akan memberikan harga penawaran yang paling tinggi. Bila harga penawaran tinggi maka tingkat *underpriced* emiten semakin rendah.

Hasil berbeda dikemukakan oleh Trisnawati (1996) yang mengemukakan bahwa informasi pada prospektus berupa ; reputasi auditor, reputasi *underwriter*, prosentase penawaran saham pada saat IPO, profitabilitas dan *financial leverage* ternyata tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *initial return*. Hal senada ditunjukkan oleh hasil penelitian Nurhidayati dan Indriantoro yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara reputasi auditor terhadap tingkat *underpricing*.

#### **2.1.8. Jumlah saham yang ditahan investor lama ( *KEPEM* )**

Proporsi saham yang ditawarkan dapat digunakan sebagai proksi terhadap faktor ketidakpastian yang akan diterima oleh investor, hal tersebut telah dikemukakan oleh Nurhidayati dan Indriantoro (1998). Penelitian lain oleh Daljono (2000) dalam Syukriy Abdullah (2001) menyatakan bahwa ada hubungan positif antara saham yang ditawarkan dengan tingkat *underpricing*, tetapi bertentangan dengan hasil penelitian Beatty (1989) yang menunjukkan adanya hubungan negatif antara saham yang ditawarkan dengan tingkat *underpricing*. Grinblatt dan Hwang (1989) dalam Kim, Krinsky dan Lee (1993) menyatakan bahwa ada hubungan positif antara *underpriced* dengan proporsi kepemilikan

pemegang saham lama. Jadi bila proporsi saham pemegang saham lama lebih besar dari pada saham yang ditawarkan di masyarakat maka tingkat *underpricednya* lebih tinggi. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa proporsi saham yang ditahan pemegang saham lama dapat menunjukkan aliran informasi dari saham emiten ke calon investor. Persentase saham yang ditahan oleh pemegang saham lama menunjukkan banyak sedikitnya pengungkapan informasi privat perusahaan. Sedikitnya informasi privat perusahaan yang diketahui investor baru mengakibatkan investor baru tersebut menghadapi tingkat ketidakpastian yang tinggi. Semakin besar proporsi saham yang dipegang oleh pemegang saham lama semakin banyak informasi privat yang dimiliki oleh pemegang saham lama. Investor baru harus mengeluarkan biaya untuk mendapatkan informasi guna pengambilan keputusan apakah akan membeli saham atau tidak. Kompensasi atas pengeluaran biaya yang diharapkan oleh investor yaitu mengharap mendapatkan *initial return* yang tinggi yang berarti juga investor mengharapkan tingkat *underpricing* yang tinggi pula.

#### **2.1.9. Return On Asset (ROA) Perusahaan**

Return On Asset menggambarkan hubungan antara aset yang dimiliki perusahaan yang digunakan secara efektif untuk menghasilkan laba (Dianata Eka, 2002). *Return on asset* merupakan suatu rasio penting yang dapat dipergunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dengan investasi yang telah ditanamkan untuk mendapatkan laba. ROA disini menjadi salah satu pertimbangan para investor di dalam melakukan

investasi terhadap saham – saham di lantai bursa (Ghozali dan Mansur ; 2002).

Rasio pengembalian aktiva atau sering juga disebut rasio pengembalian investasi, merupakan rasio keuntungan yang menghubungkan laba terhadap pengembalian aktiva atau pengembalian investasi. Lebih lanjut dijelaskan bahwa ROA menunjuk pada bagaimana perusahaan menggunakan asset atau aktivanya secara efisien dalam mengelola kegiatannya untuk menghasilkan keuntungan (*profitabilitas*). Penelitian Ghozali dan Mansur (2002) menunjukkan bahwa ROA berpengaruh negatif dan signifikan dengan tingkat signifikansi 5% terhadap tingkat *underpricing*. Hasil temuan tersebut menunjukkan bahwa investor dalam membeli saham di pasar perdana sangat memperhatikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersihnya serta besarnya ROA yang dihasilkan perusahaan akan sangat menentukan hasil dari investasi saham di kemudian hari sehingga semakin besar ROA yang dihasilkan perusahaan maka harga sahamnya juga semakin tinggi maka *underpricednya* cenderung rendah. Sedangkan hasil berbeda ditunjukkan oleh hasil penelitian Nurhidayati dan Indriantoro (1998) yang mengemukakan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara ROA dengan tingkat *underpricing*.

#### **2.1.10. Umur Perusahaan (UMUR)**

Pengalaman dalam menjalankan usaha bagi perusahaan akan mempengaruhi keberadaan perusahaan dalam menghadapi persaingan.

Semakin lama perusahaan cenderung semakin eksis. Menurut Carter (1998) semakin muda umur perusahaan, semakin tinggi tingkat *underpricing* dari perusahaan tersebut. Mauer dan Senbet (1992) menyatakan dari hasil penelitiannya bahwa ada hubungan negatif antara *initial return* dengan *company age*. Hal yang sama dikemukakan oleh Beatty (1989) dan Ritter (1991) yang mengemukakan bahwa umur perusahaan berpengaruh signifikan dan negatif terhadap tingkat *underpricing*. Hubungan negatif antara umur perusahaan dengan *underpricing* juga konsisten dengan temuan oleh Rina Trisnawati (1999), lebih lanjut disimpulkan bahwa semakin lama perusahaan berdiri, masyarakat luas akan lebih mengenalnya dan investor secara khusus akan lebih percaya terhadap perusahaan yang sudah terkenal dan lama berdiri dibandingkan dengan perusahaan yang relatif masih baru, biasanya perusahaan yang sudah lama berdiri tentunya mempunyai strategi dan kiat-kiat yang lebih solid untuk tetap *survive* dimasa depannya. Sedangkan hasil lain dikemukakan oleh Nurhidayati dan Indriantoro (1998) yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh antara umur perusahaan dengan tingkat *underpricing* tetapi koefisien hubungan bertanda negatif. Umur perusahaan menurut Nurhidayati dan Indriantoro (1998) juga menunjukkan info yang dapat diperoleh calon investor perusahaan yang telah lama berdiri dalam kondisi normal akan lebih banyak mengeluarkan publikasi jika dibandingkan dengan perusahaan baru. Oleh karena itu calon investor tidak perlu mengeluarkan cukup biaya untuk mendapatkan

informasi dari perusahaan yang sudah cukup lama beroperasi, jadi perusahaan yang sudah lama berdiri akan memiliki tingkat *underpricing* yang rendah dibandingkan dengan perusahaan yang baru berdiri.

Dalam konteks penilaian jangka panjang maka perusahaan yang sudah lama berdiri reputasi dimasa lalu sudah dapat terlihat. Kondisi perusahaan tersebut dapat digunakan untuk memprediksi keadaan di masa yang akan datang. Jika perusahaan sudah cukup lama berdiri dengan *safe*, maka secara umum dapat dikatakan bahwa investor dapat memilih perusahaan tersebut dengan tingkat resiko yang rendah, karena ketidakpastian dimasa lalu kecil.

#### **2.1.11. Skala Perusahaan (UKR)**

Menurut Carter *et al* (1998) semakin muda umur perusahaan, semakin tinggi tingkat *underpricing* dari perusahaan tersebut. Mauer dan Senbet (1992) menyatakan dari hasil penelitiannya bahwa ada hubungan negatif antara *initial return* dengan *company age*. Hal yang sama dikemukakan oleh Beatty (1989) dan Ritter (1991) yang mengemukakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan dan negatif terhadap tingkat *underpricing*. Hubungan signifikan dan negatif antara skala perusahaan dan *underpricing* dari hasil penelitian diatas menunjukkan bahwa skala perusahaan dijadikan proksi tingkat ketidakpastian karena perusahaan yang berskala besar umumnya lebih dikenal oleh masyarakat daripada perusahaan berskala kecil. Karena lebih dikenal maka informasi mengenai perusahaan besar lebih banyak dibandingkan perusahaan yang

berukuran kecil. Bila informasi yang ada di tangan investor banyak, maka tingkat ketidakpastian investor akan masa depan perusahaan bisa diketahui. Oleh karena itu investor bisa mengambil keputusan lebih tepat bila dibandingkan dengan pengambilan keputusan tanpa informasi.

Dengan demikian perusahaan yang berskala besar mempunyai tingkat *underpriced* yang lebih rendah dari pada perusahaan berskala kecil. Sedangkan perusahaan yang berskala kecil penyebaran informasi mengenai perusahaannya ke luar perusahaan belum begitu banyak. Tetapi hasil lain dikemukakan oleh Nurhidayati dan Indriantoro (1998) yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh antara skala perusahaan dengan tingkat *underpricing* dengan koefisien regresi bertanda negatif.

#### **2.1.12. Penelitian – Penelitian Terdahulu**

Penelitian – penelitian mengenai pengaruh variabel – variabel independen seperti reputasi *underwriter*, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan investor lama, ROA perusahaan, umur perusahaan, skala perusahaan, terhadap tingkat *underpricing* telah banyak dilakukan dengan pendekatan yang berbeda – beda , dengan hasil yang berbeda pula.

Rufnialfian (1999) yang meneliti tentang pengaruh variabel reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, besaran perusahaan dan profitabilitas perusahaan terhadap tingkat *underpricing* IPO di Bursa Efek Jakarta, menemukan bahwa keempat variabel tersebut secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan negatif terhadap *underpricing*. Dan ternyata hanya besaran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif dan signifikan

terhadap *underpricing*. Yang artinya semakin besar suatu perusahaan, maka tingkat initial return juga semakin besar, dan tingkat *underpricing* juga semakin besar. Tetapi Rufnialfian (1999) sendiri mengakui bahwa temuannya tidak sesuai dengan apa yang diharapkan, dimana seharusnya hubungan tersebut bukan positif, tetapi negatif. Atau dapat dikatakan secara teoritis, perusahaan yang lebih besar memiliki kepastian yang lebih tinggi atau tingkat ketidakpastian yang rendah sehingga investor dapat memprediksi resiko yang dihadapinya jika melakukan investasi dalam saham perusahaan.

Dengan metode yang sama Lee, Taylor dan Walter (1996) melakukan penelitian untuk IPO di Australia. Pada penelitian ini digunakan variabel-variabel seperti besarnya IPO, total aset, umur perusahaan, waktu untuk pencatatan, estimasi informasi dan serta besarnya kepemilikan yang ditahan. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa tidak semua variabel yang diteliti berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Variabel-variabel yang berpengaruh secara signifikan adalah umur perusahaan, waktu pencatatan dan jumlah kepemilikan yang ditahan.

Pada obyek yang sama How *et al* (1995) meneliti pengaruh resiko pada 20 hari setelah IPO, besaran IPO, umur perusahaan, reputasi akuntan berdasarkan jumlah laporan yang sudah diaudit akuntan, reputasi penjamin emisi yang diwakili oleh biaya penjaminan dan banyaknya penjaminan emisi yang telah dilakukan penjamin emisi, sementara itu untuk variabel kontrol digunakan jarak hari dari pendaftaran prospektif hingga pencatatan,

kondisi pasar, tingkat hutang, dan rasio efek dari kepemilikan. Hasilnya adalah bahwa jarak hari dari pendaftaran prospektif hingga pencatatan, besaran IPO dan biaya penjaminan emisi berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*.

Kymnaz (2000) dalam penelitian di Istanbul Stock Exchange menemukan bahwa rata-rata initial return sebesar 13,1% bagi perusahaan yang mencatatkan sahamnya di Istanbul stock exchange. Sementara itu yang berpengaruh secara signifikan terhadap terjadinya *initial return* adalah ukuran emiten, jarak waktu pengumuman IPO terhadap peristiwa IPO, banyaknya investasi kelembagaan dan banyaknya saham yang dikeluarkan KPI.

Payamta (1997) melakukan penelitiannya dengan menguji variabel – variabel keuangan dan signaling yang disajikan dalam prospektus penawaran saham yang hasil analisisnya menunjukkan bahwa pada hari pertama sampai dengan hari ketujuh untuk variabel *proceed* untuk investasi, *financial leverage*, dan ROA berpengaruh signifikan terhadap harga saham pada taraf signifikan 5%. Sedangkan untuk variabel EPS, ukuran penawaran, indeks rata-rata saham industri dan kualitas *underwriter* tidak berpengaruh terhadap harga saham pada tingkat signifikansi 5%. Namun tetap signifikan jika digunakan tingkat signifikansi 10%.

Sementara itu penelitian yang dilakukan Ghozali dan Mansur (2000) mengenai tingkat *underpricing* di Bursa Efek Jakarta dengan

periode penelitian tahun 1997 – 2000 menemukan bahwa faktor – faktor seperti reputasi *underwriter*, jumlah saham yang masih ditahan pemegang saham lama, skala perusahaan, umur perusahaan, ROA, serta *financial leverage* secara bersama – sama berpengaruh secara signifikan dengan tingkat signifikansi 10 %. Kalau dilihat secara parsial ada 3 variabel yang berpengaruh secara signifikan positif atau negatif yaitu reputasi *underwriter*, ROA, *financial leverage*. Hal ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Rina Trisnawati (1999) yang menyimpulkan bahwa hanya umur perusahaan yang memiliki pengaruh secara signifikan dan pengaruhnya adalah positif sementara untuk variabel – variabel lainnya seperti reputasi penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan pada publik saat IPO, ROA , rasio hutang perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan. Dalam penelitian ini digunakan regresi berganda meskipun data tidak berdistribusi secara normal.

Nurhidayati dan Indriantoro (1998) melakukan penelitian dengan menguji hipotesis yang dikembangkan dalam konteks asimetri informasi diantara para pelaku pasar modal di pasar modal Indonesia. Hipotesis yang diajukan dalam penelitian adalah adanya pengaruh auditor, penjamin emisi, persentase saham yang ditahan oleh pemegang saham lama, umur perusahaan, dan ukuran perusahaan terhadap tingkat *underpriced*. Hasil dari penelitian terhadap perusahaan – perusahaan yang melakukan IPO dalam periode 1995 – 1996 tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan faktor – faktor diatas terhadap tingkat *underpriced*.

Erlina (2004) telah melakukan penelitian juga tentang pengaruh *underpricing* terhadap besaran perusahaan, umur perusahaan, reputasi penjamin emisi, dan kondisi pasar pada perusahaan sektor manufaktur dan non manufaktur di Bursa Efek Jakarta yang diperoleh sampel sebanyak 52 perusahaan. Hasil penelitian tersebut menyatakan hanya umur perusahaan berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *underpricing*.

Untuk lebih jelasnya penelitian terdahulu dapat diperhatikan pada Tabel 2.1 berikut.

**Tabel 2.1**  
**Ringkasan Penelitian Terdahulu**

No.	Tahun	Nama	Variabel	Hasil
1.	1999	Rufnialfian	Reputasi auditor, reputasi <i>underwriter</i> , besaran perusahaan dan profitabilitas	Reputasi auditor, reputasi <i>underwriter</i> , besaran perusahaan dan profitabilitas secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap tingkat <i>underpricing</i> IPO di Bursa Efek Jakarta, sedangkan secara parsial hanya besaran perusahaan yang berpengaruh positif terhadap <i>underpricing</i> .
2.	1994	Kunz Aggarwal	Asimetri informasi dan persaingan antar bankir investasi dan lembaga perusahaan	Asimetri informasi dan persaingan antar bankir investasi berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat <i>underpricing</i> IPO di Swiss
3.	2000	Imam Gozali dan Mudrik mansur	Reputasi <i>underwiter</i> , jumlah saham yang masih ditahan pemegang saham lama, skala perusahaan, umur perusahaan, ROA, serta <i>financial leverage</i>	3 variabel yang berpengaruh terhadap tingkat <i>underpricing</i> di Bursa Efek Jakarta dengan periode penelitian tahun 1997 – 2000 secara signifikan negatif adalah reputasi <i>underwriter</i> , ROA, dan positif yaitu <i>financial leverage</i> .
4.	1998	Nurhidayati dan Indriantoro	Auditor, <i>underwriter</i> , persentase saham yang ditahan oleh pemegang saham lama, umur perusahaan, dan ukuran perusahaan	Auditor, <i>underwriter</i> , persentase saham yang ditahan oleh pemegang saham lama, umur perusahaan, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat <i>underpriced</i> .

No.	Tahun	Nama	Variabel	Hasil
5	2001	Syukriy	Total aktiva, ROE, Presentase saham yang ditawarkan, Jenis industri	ROE dan Jenis Industri berpengaruh signifikan negatif terhadap <i>Underpricing</i>
6	1995	How, Izan, Monroe	Umur perusahaan, reputasi akuntan, jumlah laporan yang sudah diaudit akuntan, kondisi pasar, tingkat hutang, dan rasio efek dari kepemilikan.	Hasilnya adalah bahwa jarak hari dari pendaftaran prospektif hingga pencatatan, besaran IPO dan biaya penjaminan emisi berpengaruh secara signifikan terhadap <i>underpricing</i> .
7	1999	Rina Trisnawati	Reputasi penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan pada publik saat IPO, ROA, rasio hutang perusahaan	Menyimpulkan bahwa hanya umur perusahaan yang memiliki pengaruh secara signifikan dan pengaruhnya adalah positif sementara untuk variabel – variabel lainnya seperti reputasi penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan pada publik saat IPO, ROA, rasio hutang perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan.
8	1997	Payamta	Variabel keuangan( laba perlembar, <i>Proceeds</i> , Tipe penawaran, dan indeks rata-rata industri) dan variabel signaling ( kualitas <i>underwriter</i> , <i>proceeds</i> yang ditujukan untuk investasi, <i>financial leverage</i> , dan <i>rate of return asset</i> ) terhadap variabel perubahan harga saham	Variabel <i>proceeds</i> untuk investasi, ROA, <i>financial leverage</i> berpengaruh signifikan terhadap perubahan harga saham yang lain tidak berpengaruh signifikan.
9	2001	Salis	Reputasi <i>underwriter</i> , reputasi auditor, umur, jumlah saham yang ditawarkan, % saham yang ditahan	Reputasi <i>underwiter</i> , reputasi auditor, umur, jumlah saham yang ditawarkan secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i> saham perbankan
10	2004	Erlina	Besaran perusahaan, umur perusahaan, reputasi penjamin emisi, kondisi pasar	Hanya variabel umur perusahaan yang berpengaruh negatif pada <i>underpricing</i> .

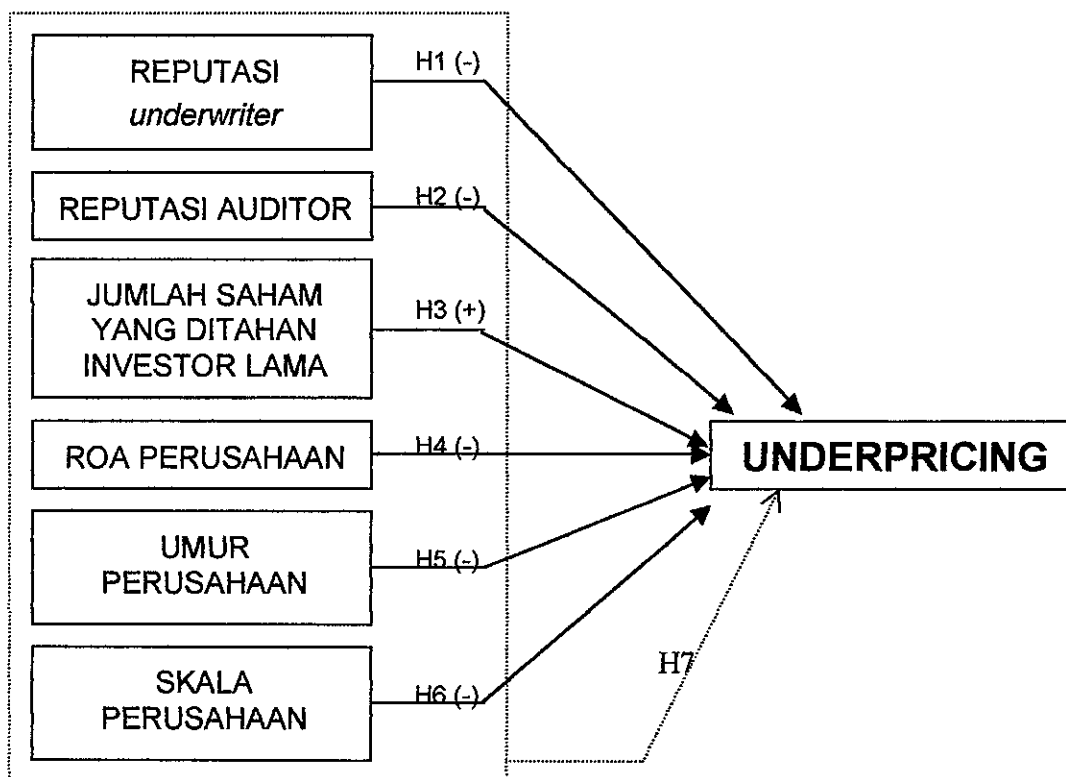
Sumber : berbagai jurnal yang diolah

Adapun perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada pemilihan variabel yang mempengaruhi tingkat *underpricing* merupakan kombinasi dari beberapa variabel-variabel yang dipilih dari penelitian sebelumnya. Selain itu penentuan periode yang lebih panjang dari tahun 1996 sampai tahun 2002 serta penggolongan perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Jakarta dengan volume rata-rata perdagangan yang paling besar.

## 2.2. Kerangka Pemikiran Teoritis dan Perumusan Hipotesis

Berdasar telaah pustaka di atas maka dapat dibuat kerangka pemikiran teoritis sebagai berikut :

**Gambar 2.1**  
**Kerangka Pemikiran Teoritis**



### 2.3. Perumusan Hipotesis

Hipotesis yang akan diuji untuk membuktikan terjadi tidaknya fenomena *underpricing* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dinyatakan sebagai berikut:

- H1 : Variabel Reputasi penjamin emisi berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.
- H2 : Variabel reputasi auditor berpengaruh negatif tingkat *underpricing*.
- H3 : Variabel jumlah saham yang ditahan investor lama berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*.
- H4 : Variabel ROA perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.
- H5 : Variabel umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.
- H6 : Variabel skala perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.
- H7 : Secara bersama – sama variabel reputasi penjamin emisi, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan investor lama, ROA, umur perusahaan, skala perusahaan berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*.

#### 2.4. Definisi Operasional Variabel

Pengertian dari masing – masing variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Reputasi penjamin emisi mempunyai dua fungsi di IPO yaitu menjamin saham itu dan membentuk harga penawaran. Reputasi *underwriter* disini diproksikan dengan frekuensi *underwriter* memberikan jasa penjaminan emisi pada sampel yang ada. Hal ini menunjukkan bahwa semakin sering *underwriter* dalam melakukan penjaminan emisi saham maka semakin berpengalaman dalam menentukan harga perdana pada perusahaan IPO ( How, 1995 ).
2. Reputasi auditor dalam hal ini diklasifikasikan sebagai auditor yang profesional berdasarkan pada jumlah klien go public yang pernah ditangani. Auditor yang mempunyai banyak klien go public berarti auditor tersebut mendapat kepercayaan yang lebih besar dari klien untuk membawa nilai perusahaan klien ke pasar modal. Reputasi auditor disini diproksikan dengan frekuensi auditor menangani kliennya pada sampel yang ada ( Hidayati dan Indriantoro, 1998).
3. Jumlah saham yang ditahan investor lama dihitung sebagai selisih dari persentase total saham dikurangi dengan jumlah persentase saham yang ditawarkan di masyarakat (Hidayati dan Indriantoro, 1998).
4. ROA ( *Return on Asset* ) perusahaan. diukur dengan menggunakan persentase dari *net income after tax* dibagi dengan *average total asset* (Ghozali dan Mansur, 2002).

5. Umur perusahaan diukur sejak perusahaan tersebut berdiri berdasar akta pendirian sampai dengan saat perusahaan tersebut melakukan penawaran saham. Informasi mengenai tanggal pendirian dan tanggal penawaran diperoleh dari prospektus ringkas (Ghozali dan Mansur, 2002).
6. Skala perusahaan diukur dari jumlah total aktiva perusahaan tahun terakhir sebelum perusahaan tersebut *go public* di pasar modal (Ghozali dan Mansur, 2002).
7. Pada penelitian ini *underpricing* dihitung sebagai perbandingan antara selisih harga saham pada hari pertama penutupan (*closing price*) pada pasar sekunder dengan harga penawaran (perdana) di pasar primer dibagi dengan harga penawaran (perdana) dalam bentuk persentase. Pada penelitian ini *underpricing* bisa dibentuk sebuah rumus sebagai berikut menurut Kunz dan Aggarwal (1994) :

$$\text{Underpricing} = \frac{(P1 - P0)}{P0} \times 100\%$$

Keterangan :

P0 = harga penawaran perdana

P1 = harga penutupan

Untuk lebih memudahkan dalam memahami definisi operasional diatas, dibawah ini dibuat tabel ikhtisar variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini.

**Tabel 2.2.**  
**Ihktisar Variabel Independen dan Dependen yang Mempengaruhi *Underpricing***

<b>Variabel</b>	<b>Definisi Operasional</b>	<b>Indikator</b>
Reputasi Underwriter	Peringkat penjamin emisi diproksikan dari frekwensi penjaminan saham dari banyaknya jumlah klien yang dijamin pada IPO	Jumlah klien
Reputasi Auditor	Peringkat auditor diukur dari jumlah klien go-publik yang pernah ditanganinya	Jumlah klien
Jumlah saham yang ditahan investor lama	Selisih dari persentase total saham dikurangi jumlah persentase saham yang ditawarkan di masyarakat	Persen
Return On Asset	Persentase <i>net income after tax</i> dibagi <i>average total asset</i>	Persen
Umur Perusahaan	Jumlah tahun sejak perusahaan berdiri sampai perusahaan listing	Tahun
Skala Perusahaan	Jumlah total aktiva tahun terakhir sebelum perusahaan listing	Rupiah
<i>Underpricing</i>	Penentuan harga di pasar perdana lebih rendah dibanding harga saham sekunder pada saham yang sama	Prosentase dari Harga penawaran perdana dikurangi dengan harga penutupan pada hari pertama di pasar sekunder dibagi dengan harga penawaran perdana

Sumber : Berbagai jurnal yang diolah

### **BAB III METODE PENELITIAN**

Penelitian dilakukan untuk menguji hipotesis yang diajukan dengan menggunakan metode penelitian yang telah dirancang sesuai dengan variabel-variabel yang akan diteliti agar mendapatkan hasil penelitian yang akurat. Pembahasan yang ada dalam metode penelitian mencakup jenis dan sumber data, populasi dan sampel, metode pengumpulan data dan teknik analisa.

#### **3.1. Jenis dan Sumber Data**

Dalam upaya menjawab permasalahan yang ada, maka data yang dibutuhkan sebagai input untuk dianalisis adalah berupa data kuantitatif, mengingat dari serangkaian observasi atau pengukuran, hasilnya dapat dinyatakan dalam bentuk angka. Disamping data kuantitatif, jenis data yang relevan untuk dikumpulkan dapat pula diklasifikasikan menurut cara memperolehnya, jenis data yang dipakai di dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang melakukan IPO pada periode 1996 – 2002 di Bursa Efek Jakarta. Data – data tersebut diambil sumbernya dari Capital Market Directory, Daftar kurs efek, JSX, Montly Bussiness News, Majalah Investor, Kompas yang digunakan untuk memperoleh data mengenai reputasi penjamin emisi,

reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan investor lama, ROA perusahaan, umur perusahaan, skala perusahaan.

### **3.2 Populasi**

Populasi dari penelitian ini adalah semua perusahaan di sektor manufaktur yang *go publik* dan mengalami *undepricing* pada penawaran perdananya selama periode 1996 - 2002. Jumlah populasi dalam penelitian ini sebanyak 33 perusahaan. Meskipun jumlah populasi penelitian relatif sedikit namun jumlah populasi ini memenuhi syarat untuk dianalisis dengan analisis regresi. Hair *et al* (1998) menyatakan bahwa apabila jumlah pengamatan relatif sedikit maka peneliti perlu memastikan bahwa temuannya adalah valid. Mengingat obyek penelitian dalam penelitian ini adalah seluruh anggota populasi bukan sampel maka hasil temuan penelitian ini mampu mencerminkan kondisi populasi yang sesungguhnya.

### **3.3. Metode Pengumpulan Data**

Data diperoleh dengan cara *non participant observation* yaitu dengan mengolah data laporan keuangan perusahaan yang melakukan IPO selama periode 1996 – 2002 dari *Indonesian Capital Market Directory*, pojok BEJ Universitas Diponegoro, Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM) Semarang berupa data-data mengenai hal-hal yang berkaitan dengan penelitian ini .

### 3.4. Teknik Analisis Data

Pada penelitian ini teknik analisis data dilakukan dengan menggunakan teknik analisis regresi berganda untuk mengolah dan membahas data yang telah diperoleh dan untuk menguji hipotesis yang diajukan. Teknik analisis regresi dipilih untuk digunakan pada penelitian ini karena teknik regresi berganda dapat menyimpulkan secara langsung mengenai pengaruh masing-masing variabel bebas yang digunakan secara parsial ataupun secara bersama-sama. Hair *et al* (1998) menyatakan bahwa regresi berganda merupakan teknik statistik untuk menjelaskan keterkaitan antara variabel terikat dengan beberapa variabel bebas. Fleksibilitas dan adaptifitas dari metode ini mempermudah peneliti untuk melihat suatu keterkaitan dari beberapa variabel sekaligus. Regresi berganda juga dapat memperkirakan kemampuan prediksi dari serangkaian variabel bebas terhadap variabel terikat (Hair *et al.*, 1998).

Hipotesis dalam penelitian ini diuji dengan memakai model regresi berganda untuk memperoleh gambaran yang menyeluruh mengenai hubungan antara variabel dependen (*underpricing*) dan variabel independen (reputasi *underwriter*, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan investor lama, ROA, umur perusahaan, skala perusahaan). Untuk mengetahui apakah ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen maka model analisis regresi berganda yang dibuat adalah sebagai berikut :

$$\text{UDP} = a + b1 (\text{UND}) + b2 (\text{AUD}) + b3 (\text{KEPEM}) + b4 (\text{ROA}) + b5 (\text{UMUR}) + b6 (\text{UKR}) + \varepsilon$$

Keterangan :

UDP = *Underpricing* hari pertama penutupan

*a* = Konstanta

*b1-b6* = Koefisien regresi dari setiap independen variabel

Und = Reputasi penjamin emisi

Aud = Reputasi auditor

Kepem = Jumlah saham yang ditahan investor lama ( kepemilikan)

ROA = Return On Assets

Umur = Umur perusahaan

Ukr = Skala perusahaan

### 3.4.1. Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian gejala asumsi klasik dilakukan agar hasil analisis regresi memenuhi kriteria *BLUE* (*best linear unbiased estimator*). Uji asumsi klasik terdiri dari uji normalitas data, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas dan uji multikolinearitas.

#### 3.4.1.1 Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk melihat apakah suatu data terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov satu arah. Hair *et al* (1996) mengemukakan bahwa normalitas data dapat dilihat dengan uji Kolmogorov Smirnov. Apabila nilai Z statistiknya tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi secara normal. Uji Kolmogorov

Smirnov dipilih dalam penelitian ini karena uji ini dapat secara langsung menyimpulkan apakah data yang ada terdistribusi normal secara statistik atau tidak. Sementara uji normalitas data yang lain seperti dari statistika deskriptif dirasakan tidak efisien karena memerlukan kesimpulan tambahan.

#### **3.4.1.2 Uji Autokorelasi.**

Autokorelasi terjadi apabila penyimpangan terhadap suatu observasi dipengaruhi oleh penyimpangan observasi yang lain atau terjadi korelasi diantara kelompok observasi menurut waktu dan tempat. Konsekwensi dari adanya otokorelasi dalam suatu model regresi adalah bahwa varians sampel tidak menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu.

Untuk mendiagnosis adanya otokorelasi dalam suatu model regresi dapat dilakukan melalui pengujian terhadap nilai Durbin Watson dengan ketentuan sebagai berikut (Algifari, 1997) :

Kurang dari 1,10	: Ada otokorelasi
1,10 hingga 1,54	: Tanpa kesimpulan
1,55 hingga 2,46	: Tidak ada otokorelasi
2,46 hingga 2,90	: Tanpa Kesimpulan
Lebih dari 2,91	: Ada otokorelasi

#### **3.4.1.3 Uji Heteroskedastisitas**

Heterokedastisitas terjadi apabila tidak adanya kesamaan deviasi standar nilai variabel dependen pada setiap variabel independen. Bila

terjadi gejala heterokedastisitas akan menimbulkan akibat varians koefisien regresi menjadi minimum dan *confidence interval* melebar sehingga hasil uji signifikansi statistik tidak valid lagi.

Heterokedastisitas dapat dideteksi dengan uji Glejser. Dalam uji Glejser, model regresi linier yang digunakan dalam penelitian ini diregresikan untuk mendapatkan nilai residualnya. Kemudian nilai residual tersebut diabsolutkan dan dilakukan regresi dengan semua variabel independen, bila terdapat variabel independen yang berpengaruh secara signifikan terhadap residual absolut maka terjadi heterokedastisitas dalam model regresi ini (Gunawan Sumodiningrat, 1996).

#### **3.4.1.4 Uji Multikolinearitas**

Multikolinearitas terjadi jika terdapat hubungan linier antara independen variabel yang dilibatkan dalam model. Jika terjadi gejala multikolinearitas yang tinggi, *standard error* koefisien regresi akan semakin besar dan mengakibatkan *confidence interval* untuk pendugaan parameter semakin lebar, dengan demikian terbuka kemungkinan terjadi kekeliruan, menerima hipotesis yang salah dan menolak hipotesis yang benar. Uji asumsi klasik seperti multikolinearitas dapat dilaksanakan dengan jalan meregresikan model analisis dan melakukan uji korelasi antar *independent variable* dengan menggunakan *Variance Inflation Factor (VIF)*. Batas dari *VIF* adalah 10 dan nilai *tolerance value* adalah 0,1. Jika nilai *VIF* lebih besar dari 10 dan nilai *tolerance value* kurang dari 0,1 maka terjadi multikolinearitas. Bila terdapat gejala multikolinieritas di

antara variabel independen, maka penanggulangannya adalah dengan mengeluarkan salah satu variabel tersebut dari model.

### 3.4.2. Uji Hipotesa Parsial (Uji t) dan Uji hipotesis Simultan (Uji F)

Dari hasil regresi yang diperoleh kemudian dilakukan pengujian untuk mengetahui apakah koefisien regresi yang diperoleh mempunyai pengaruh yang signifikan atau tidak, baik secara simultan atau parsial dan mengetahui pula seberapa besar pengaruhnya. Dalam hal ini ada 2 bentuk pengujian yaitu untuk Uji t digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini secara parsial, sementara uji F dilakukan untuk menguji pengaruh semua variabel bebas terhadap variabel terikat secara bersama-sama atau simultan. Pada penelitian ini hipotesis 1 sampai dengan hipotesis 6 diuji dengan menggunakan uji t. Pada uji t, nilai t hitung akan dibandingkan dengan nilai t tabel, apabila nilai t hitung lebih besar daripada t tabel maka  $H_a$  diterima dan  $H_0$  ditolak, demikian pula sebaliknya. Nilai t hitung dihitung dengan rumus :

$$t \text{ hitung} = \frac{b}{\sigma b}$$

Dimana :

$b$  = Koefisien regresi variabel independen

$\sigma b$  = Deviasi standar koefisien variabel independen

Sementara itu pengujian hipotesis 7 akan dilakukan dengan uji F. Uji F dilakukan dengan membandingkan nilai F hitung dengan nilai F tabel, apabila nilai F hitung lebih besar daripada F tabel maka  $H_a$  akan

diterima dan  $H_0$  akan ditolak, demikian pula sebaliknya. Nilai F hitung dihitung dengan rumus :

$$F \text{ hitung} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (n - k)}$$
$$= \frac{ESS / (k - 1)}{RSS / (n - k)}$$

Dimana :

$R^2 = \text{Explained sum of squares (ESS)} / \text{Koefisien determinasi}$

$1 - R^2 = \text{Residual sum of squares (RSS)}$

$n = \text{Jumlah sampel}$

$k = \text{Jumlah variabel}$

## BAB IV

### ANALISIS DATA

#### 4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian

##### 4.1.1. Pasar Modal Indonesia

Kegiatan pasar modal Indonesia mulai aktif kembali pada tahun 1996 sejak diberlakukannya kebijakan baru pemerintah tentang deregulasi pasar modal. Kebijakan pemerintah tersebut memberikan rangsangan bagi perkembangan pasar modal di Indonesia. Kebijakan yang paling berpengaruh terhadap perkembangan pasar modal adalah kebijakan di bulan Oktober dan Desember 1988 yang isinya antara lain mempermudah pengaturan bagi perusahaan yang akan *go public* dan membolehkan pihak asing untuk memiliki sampai dengan 49% dari total saham perusahaan yang dicatatkan di bursa.

Kebijakan ini disusul oleh Keputusan Menteri Keuangan bulan Desember 1990 mengenai Privatisasi Bursa Efek Jakarta dan diperkenalkan konsep yang mapan tentang pengungkapan (*disclosure*). Dengan ini beberapa perusahaan mulai menemukan alternatif baru untuk mendapatkan dana segar yang relatif lebih murah guna mengembangkan operasional mereka.

Privatisasi Bursa Efek Jakarta menjadi tuntutan yang mendesak pada saat itu mengingat bursa sudah mulai tumbuh, sementara aturan-

aturan yang dikeluarkan oleh Bapepam sebagai pengelola bursa belum memadai dan bahkan juklak yang ada belum dipahami oleh peserta bursa. Privatisasi Bursa Efek Jakarta telah menjadi titik awal bagi membenahan perdagangan yang efisien dan penyelenggaraan kelembagaan yang demokratis. Efisiensi perdagangan di bursa tentu saja memberikan kontribusi positif dalam perkembangan pasar modal, ditambah lagi dengan diluncurkannya Undang-Undang Pasar Modal pada bulan Oktober 1995 yang berisi peraturan rinci tentang peran BAPEPAM sebagai pembina pasar modal, keamanan investor, penyempurnaan institusi pasar modal, dan penyempurnaan infrastruktur pasar modal yang telah memberikan iklim kondusif untuk berkembangnya pasar modal lebih lanjut.

Pasar Modal Indonesia memberikan andil yang cukup besar bagi perkembangan perekonomian dari suatu negara. Biaya intermediasi modal yang biasanya diperoleh pihak bank sebagai kompensasi dari pinjaman yang diberikan akan dapat dikurangi dan memberikan nilai tambah bagi suatu perusahaan bila fungsi pasar modal berjalan dengan baik. Secara umum pasar modal berfungsi untuk :

1. Menyediakan dan menjamin kelangsungan pasar modal tersebut.
2. Menjamin dan mengusahakan pembentukan harga yang wajar.
3. Membantu menyediakan keuangan bagi perusahaan.
4. Memberikan laporan yang berkesinambungan dan akurat tentang perdagangan yang terjadi.
5. Menerbitkan informasi tentang perusahaan yang listing.

6. Ikut menjamin keamanan kepemilikan sekuritas terutama dari penipuan yang sering terjadi.

Masyarakat yang diharapkan akan bertindak sebagai investor mempunyai peranan yang cukup besar dalam ikut menggerakkan perkembangan Pasar Modal Indonesia. Sekuritas yang ditawarkan baik di lantai bursa maupun di pasar perdana tidak akan mendapatkan tanggapan dari masyarakat apabila mereka masih sangat awam. Sebaliknya golongan tertentu yang memahami pasar modal memperoleh potensi keuntungan apabila tidak memanfaatkan peluang yang ada oleh karena itulah usaha pemerintah untuk mengembangkan pasar modal semakin meningkat.

#### **4.1.2 Sejarah Pasar Modal Indonesia**

Bursa efek didirikan pertama kali di Indonesia pada tahun 1912 oleh 13 perusahaan Belanda dan berlokasi di Batavia (Jakarta). Dalam perkembangannya kemudian tahun 1925 didirikan 2 perusahaan sekuritas lain yaitu di Semarang dan Surabaya. Pada awal tahun 1940 Bursa Efek tersebut telah ditutup, karena meletusnya perang dunia kedua pada tahun 1939 sehingga pasar modal menjadi *vacum* dan tidak ada perkembangannya.

Pemerintah orde lama membentuk suatu badan yang disebut PPUE (Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek) yang bertugas untuk melakukan kajian tentang kemungkinan dibentuknya Bursa Efek pasca kemerdekaan. Pada tahun 1952 PPUE membuka Bursa Efek di Jakarta

yang diharapkan terjadi pada waktu itu , maka pada tahun 1958 kegiatan Bursa Efek dihentikan.

Pada masa orde baru mengalami tahap pembentukan pasar modal meliputi pembentukan , stimulasi, kebangkitan, kestabilan dan keamanan. Tahap pembentukan pasar modal Indonesia dimulai tahun 1970 – 1987, pada tahun 1970 dibentuk tim Uang dan Pasar Modal dan pada tahun 1976 dibentuk BAPEPAM dan Danareksa yang merupakan perusahaan investasi. Pasar modal Indonesia tahun 1977 mulai aktif dan diresmikan. Pada tahun 1992 Bursa Efek Jakarta mulai berubah bentuknya menjadi perusahaan swasta. PT. Bursa Efek Jakarta mulai berubah bentuknya menjadi perusahaan swasta.

#### **4.1.3 Profil Obyek Penelitian**

Dalam penelitian ini yang menjadi obyek penelitian adalah perusahaan – perusahaan di sektor manufaktur yang melakukan Initial Public Offering (IPO) dan mengalami *underpriced* di Bursa Efek Jakarta selama periode 1996 – 2002 dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Selama periode penelitian tercatat ada 33 perusahaan sektor manufaktur yang melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta dan mengalami *underpricing* dapat dilihat pada tabel 4.1

**Tabel 4.1.**  
**Perusahaan Sektor Manufaktur yang melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta dan Mengalami *Underpricing* periode 1996 - 2002**

NO.	NAMA PERUSAHAAN	<i>LISTING DATE</i>
1	PT. Cahaya Kalbar, Tbk	9-Jul-96
2	PT. Surya Dumai Industri, Tbk	24-Jul-96
3	PT. Kedaung Setia Industrial , Tbk	29-Jul-96
4	PT. Selamat Sampurna, Tbk	9-Sep-96
5	PT. Pelangi Indah Canindo, Tbk	23-Sep-96
6	PT. Alumindo Light Metal, Tbk	2-Jan-97
7	PT. Daya Sakti Unggul Corporation, Tbk	25-Mar-97
8	PT. Eterindo Wahanatama, Tbk	16-May-97
9	PT. Inti Keramik Alamasri Industri, Tbk	4-Jun-97
10	PT. PT Asia Inti Selera, Tbk	11-Jun-97
11	PT. Lautan Luas, Tbk	21-Jul-97
12	PT. Panasia Filament, Tbk	22-Jul-97
13	PT. Jakarta Kyoei Steel Work, Tbk	6-Aug-97
14	PT. Ricky Putra Globalindo, Tbk	15-Jan-98
15	PT. Tirta Mahakam Plywood Industry, Tbk.	13-Dec-99
16	PT. Tunas Baru Lampung Tbk	14-Feb-00
17	PT. Surya Intrindo Makmur Tbk	28-Mar-00
18	PT. Asiaplast Industries Tbk	01-May-00
19	PT. Fortune Mate Indonesia Tbk	30-Jun-00
20	PT. Summitplast Interbenua Tbk	03-Jul-00
21	PT. Andhi Chandra Automotive Products Tbk	04-Dec-00
22	PT. Betonjaya Manunggal Tbk	18-Jul-01
23	PT. Colorpak Indonesia Tbk	30-Nov-01
24	PT. Daeyu Orchid Indonesia Tbk	15-Jun-01
25	PT. Kimia Farma Tbk	04-Jul-01
26	PT. Lapindo Packaging Tbk	17-Jul-01
27	PT. Arwana Citramulia	17-Jul-01
28	PT. Plastpack Prima Industri	16-Mar-01
29	PT. Pyridam Farma Tbk	16-Oct-01
30	PT. Ryane Adibusana Tbk	17-Oct-01
31	PT. Cipta Panelutama Tbk	20-Mar-02
32	PT. Sugi Sama Persada	19-Jun-02
33	PT. Inti Indah Karya Plasindo	14-Oct-02

Sumber : Data BEJ yang diolah

#### 4.1.3.1 Reputasi *Underwriter*

Pada tabel 4.2. berikut ini akan diklasifikasikan *underwriter* menurut jumlah emiten yang dijamin pada periode 1996 – 2002

NO.	Nama Underwriter	Jumlah emiten yang dijamin	Prosentase (%)
1	Trimegah Sekuritas	5	15,15
2	Danareksa Sekuritas	3	9,09
3	Dinamika Usaha Jaya	2	6,06
4	Usaha Bersama Sekuritas	2	6,06
5	Ciptadana Sekuritas	2	6,06
6	Aspac Upindo Sekuritas	1	3,03
7	Bhakti Investama	1	3,03
8	Asjaya Indosurya Securities	1	3,03
9	Panin Sekuritas	1	3,03
10	WI Carr Indonesia	1	3,03
11	Daiwa Indonesia Securities	1	3,03
12	Vickers Ballas Tamara	1	3,03
13	Jardine Fleming Nusantara	1	3,03
14	Mashill Jaya Securities	1	3,03
15	Andalan Artha Advisindo	1	3,03
16	Agung Securities	1	3,03
17	Sucorinvest Central Gani	1	3,03
18	Kresna Graha Sekurindo	1	3,03
19	Danatama Makmur	1	3,03
20	PDFCI	1	3,03
21	Asia Kapitalindo Securities	1	3,03
22	Harita Kencana Securities	1	3,03
23	Millenium Atlantic Securities	1	3,03
24	Dhanawibawa Inti Cemerlang	1	3,03
<b>Total</b>		<b>33</b>	<b>100</b>

Sumber : Data BEJ yang diolah

Pada tabel diatas dapat dilihat bahwa perusahaan yang melakukan penjaminan emisi sebanyak 5 (lima) kali terdapat 1 (satu) perusahaan, kemudian penjaminan emisi sebanyak 3 (tiga) kali ada 1 (satu) *underwriter*. Selanjutnya ada 3 (tiga) perusahaan *underwriter* yang masing – masing melaksanakan penjaminannya sebanyak 2 (dua) kali

dan ada 19 perusahaan *underwriter* yang melakukan penjaminannya sebanyak 1 (satu) kali.

#### 4.1.3.2 Reputasi Auditor

Pada tabel 4.3. berikut ini akan diklasifikasikan auditor menurut jumlah emiten yang ditangani pada periode 1996 – 2002

**Tabel 4.3**  
**Klasifikasi Auditor berdasarkan pada Jumlah emiten yang ditangani**  
**Periode 1996 - 2002**

No.	Nama Auditor	Jumlah Emiten yang Ditangani	Persentase (%)
1	Bambang Sulistiyanto & Rekan	1	3,03
1	Hans Tuanakotta & Mustofa	6	18,18
2	Johan Melonda & Rekan	3	9,09
3	Prasetio, Sarwoko & Sandjaja	14	42,42
4	J. Tanjil & Rekan	1	3,03
5	Doli, Bambang & Sudarmadji	3	9,09
6	Riza, Andiek & Zainuddin	1	3,03
7	Amir Abadi Jusuf & Aryanto	3	9,09
8	Rasin, Ichwan & Co.	1	3,03
	<b>Total</b>	<b>33</b>	<b>100</b>

Sumber : Data BEJ yang diolah

Pada tabel diatas dapat dilihat bahwa auditor yang profesional yaitu auditor yang paling banyak mengaudit laporan keuangan sebuah perusahaan yang go publik adalah Prasetio, Sarwoko dan Sandjaja dengan jumlah 14 perusahaan yang ditangani kemudian disusul Hans Tuanakotta dan Mustofa yang mengaudit sebanyak 6 emiten. Doli, Bambang dan Sudarmadji dan auditor bernama Amir Abadi Jusuf, Aryanto serta Johan Melonda dan Rekan masing – masing menangani sebanyak 3 emiten.

Bambang Sulistiyanto dan rekan, kemudian Riza, Andiek dan Zainuddin ,serta J. Tanjil dan rekan kemudian Rasin, Ichwan dan Co mengaudit masing- masing sebanyak 1 (satu) perusahaan.

#### 4.1.3.3 Jumlah Saham yang Ditahan Investor Lama

Jumlah saham yang masih ditahan investor lama merupakan indikasi banyak sedikitnya pengungkapan informasi privat perusahaan , karena sedikitnya informasi privat perusahaan yang diketahui oleh emiten bisa mengakibatkan pihak perusahaan menghadapi tingkat ketidakpastian yang tinggi. Demikian pula sebaliknya , apabila jumlah saham yang ditahan investor lama sedikit maka tingkat ketidakpastian perusahaan akan semakin kecil. Jadi semakin besar saham yang masih ada di tangan investor lama menunjukkan semakin besar tingkat *underpriced* perusahaan.

**Tabel 4.4**  
**Persentase Saham yang Ditahan Investor Lama**

No	Kepemilikan	Jumlah	Prosentase
1	<= 50%	1	3,03
2	51-59%	3	9,09
3	60-69%	11	33,33
4	70-79%	11	33,33
5	80-89%	6	18,18
6	90-99%	1	3,03
<b>Total</b>		<b>33</b>	<b>100</b>

Sumber : Data BEJ yang diolah

Dalam penelitian ini ada 11 perusahaan atau 33,33 % dari jumlah sampel penelitian yang jumlah persentase saham ditahan investor lama

masing – masing sebesar 60-69 % dan 70-79%, jumlah tersebut merupakan jumlah yang paling tinggi kemudian disusul oleh 6 perusahaan yang jumlah kepemilikannya terletak pada 80-89 %. Kemudian ada 3 (tiga) perusahaan yang persentase kepemilikan saham ditahannya sebesar 51-59%, sedangkan prosentase saham yang ditahan investor lama lainnya masing – masing terdapat 1 perusahaan.

#### 4.1.3.4 Return On Asset ( ROA )

Di bawah ini akan disajikan klasifikasi ROA yang dilihat prosentasenya.

**Tabel 4.5**  
**Klasifikasi ROA Perusahaan Dilihat dari Persentasenya**

No	ROA	Jumlah	Prosentase
1	<5%	18	54,54
2	5,1%-6,0%	0	0
3	6,1%-7,0%	3	9,09
4	7,1%-8,0%	1	3,03
5	8,1%-9,0%	4	12,12
6	9,1%-10%	2	6,06
7	>10%	5	15,15
<b>Total</b>		<b>33</b>	<b>100</b>

Sumber : data BEJ yang diolah

Kalau melihat data diatas ternyata ada lebih dari 54% atau 18 perusahaan yang mempunyai ROA dibawah 5%. Sedangkan yang mempunyai ROA diatas 10 % ada 5 (lima) emiten. Untuk kondisi ekonomi yang normal tentunya hasil ini kurang memuaskan , tetapi karena mulai tahun 1997 telah terjadi krisis ekonomi yang besar yang diakibatkan oleh pengaruh makro ekonomi menyebabkan kondisi perusahaan menengah keatas banyak yang tidak bisa bertahan.

Dari 33 perusahaan tersebut, emiten yang mempunyai ROA paling tinggi adalah PT. Ricky Putra Globalindo Tbk yaitu sebesar 24,45% dan yang mempunyai ROA terendah adalah PT.Cipta Panelutama Tbk yaitu sebesar – 4,58 %.

#### 4.1.3.5 Umur Perusahaan ( Emiten)

Agar dapat menjelaskan profil umur perusahaan yang menjadi obyek penelitian secara keseluruhan, maka pada tabel berikut ini disajikan klasifikasi perusahaan berdasarkan pada umur perusahaan sejak perusahaan berdiri hingga listing di bursa Efek Jakarta (BEJ).

**Tabel 4.6**  
**Klasifikasi Perusahaan Berdasarkan Umur Perusahaan Sejak Berdiri**  
**Sampai Listing di BEJ**

No	Umur Emiten	Jumlah Emiten	Prosentase (%)
1	<= 10 Tahun	12	36,36 %
2	11-20 Tahun	12	36,36%
3	21-30 Tahun	6	18,18 %
4	31-40 Tahun	1	3,03%
5	41-50 Tahun	2	6,06 %
6	>=50 Tahun	0	0 %
<b>Total</b>		<b>33</b>	<b>100%</b>

Sumber : Data BEJ yang diolah

Dengan melihat tabel diatas dapat diketahui bahwa perusahaan yang berumur < = 10 tahun dan 11-20 tahun menempati peringkat tertinggi dalam hal keberaniannya listing di Bursa Efek Jakarta, yaitu sebesar 12 perusahaan atau 36,36% dari keseluruhannya. Sedang perusahaan yang berumur 21 – 30 tahun berjumlah 6 perusahaan atau 18,18%, yang

berumur 31 - 40 tahun sebesar 1 perusahaan atau 3,03 % dan berumur 41 – 50 tahun sebesar 6,06 % secara keseluruhan.

#### 4.1.3.6 Ukuran Perusahaan (Emiten)

Total aktiva yang digunakan dalam penelitian ini adalah total aktiva tahun terakhir sebelum perusahaan melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta. Penelitian yang dilakukan oleh Kim, Krinsky dan Lee (1993) menunjukkan adanya hubungan negatif antara skala perusahaan dengan tingkat *underpricing*. Temuan ini menunjukkan bahwa semakin besar skala perusahaan, maka tingkat *underpricing* perusahaan akan rendah. Demikian pula sebaliknya apabila perusahaan berukuran kecil cenderung lebih tinggi *underpricingnya* dibandingkan perusahaan dengan ukuran besar.

**Pada Tabel 4.7  
Klasifikasi Skala / Ukuran Perusahaan diperoleh Berdasarkan Jumlah Total Aset Tahun Terakhir Sebelum Perusahaan Listing di BEJ**

No.	Total Asset (Rp Jt)	Besaran Perusahaan	Jumlah	Prosentase
1	<100.000	Kecil	12	36,36%
2	100.000-999.999	Menengah	21	63,63%
3	>1.000.000	Besar	0	0 %
<b>Total</b>			<b>33</b>	<b>100%</b>

Sumber : Data BEJ yang diolah

Pada tabel diatas dapat dilihat bahwa perusahaan yang berskala menengah menempati peringkat tertinggi yaitu sebesar 21 perusahaan atau 63,63 % sedangkan perusahaan yang berskala kecil berjumlah 12 atau 36,36 % dari keseluruhan.

## 4.2 Statistika Deskriptif

Tabel 4.8 di bawah ini adalah statistika deskriptif variabel – variabel pada penelitian yang dilakukan.

**Tabel 4.8**  
**Statistika Deskriptif Variabel – Variabel Penelitian**

	<b>N</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>	<b>Mean</b>	<b>Std.Deviation</b>
<b>UDP</b>	33	.03	4.80	.5928	.88908
<b>UND</b>	33	1.00	5.00	1.9697	1.44665
<b>AUD</b>	33	1.00	14.00	7.9697	5.44567
<b>KEPEM</b>	33	.45	.94	.7116	.10481
<b>ROA</b>	33	-.05	.24	.0682	.06383
<b>UMUR</b>	33	1.00	46.00	15.5455	10.96041
<b>UKR</b>	33	10516.00	964463.00	199430.8	224894.99097
<b>Valid N (listwise)</b>	33				

Sumber : Data Sekunder, diolah

UDP minimum dalam penelitian ini terjadi pada PT. Kedaung Setia Industrial, Tbk yaitu sebesar .03 atau 3 % sedangkan maksimum terjadi pada PT. Ryane Adibusana yaitu sebesar 4.80 atau 480 %. Rata – rata (mean) UDP dalam penelitian ini sebesar .5928 atau 59,28 %

UND minimum dalam penelitian ini terjadi pada PT. Cahaya Kalbar, PT. Kedaung Setia Industrial, PT. Selamat Sampurna, PT. Pelangi Indah Canindo, PT. Alumindo Light Metal Daya Sakti Unggul Corporation, PT. Eterindo Wahanatama, PT. Lautan Luas, PT. Jakarta Kyoei Steel Work, PT. Andhi Chandra Automotive Products, PT. Betonjaya Manunggal, PT. Colorpak Indonesia, PT. Daeyu Orchid Indonesia, PT. Lapindo Packaging, PT. Plastpack Prima Industri, PT. Ryane Adibusana, PT. Cipta Panelutama, PT. Sugi Sama Persada, PT. Inti

Indah Karya Plasindo yaitu sebesar 1 ( satu ) kali penjaminan, sedangkan maksimum terjadi pada PT. Asia Inti Selera, PT. Panasia Filament, PT. Ricky Putra Globalindo, PT. Tirta Mahakam Plywood Industry, PT. Prydam Farma yaitu sebesar 5 ( lima ) kali penjaminan. Rata - rata (mean) UND dalam penelitian ini adalah sebesar 1.9697.

AUD minimum pada penelitian ini terjadi pada PT. Cahaya Kalbar, PT. Fortune Mate Indonesia, PT. Daeyu Orchid Indonesia, PT. Ryane Adibusana yaitu sebesar 1 kali penanganan laporan keuangan perusahaan go publik, sedangkan maksimum terjadi pada PT. Surya Dumai Industri, PT. Kedaung Setia Industrial, PT. Selamat Sampurna, PT. Daya Sakti Unggul Corporation, PT. Eterindo Wahanatama, PT. Inti Keramik Alamasri Industri, PT. Lautan Luas, PT. Panasia Filament, PT. Jakarta Kyoei Steel Work, PT. Asioplast Industries, PT. Summitplast Interbenua, PT. Andhi Chandra Automotive Products, PT. Kimia Farma, PT. Arwana Citra Mulia yaitu sebesar 14 ( empat belas ) kali dalam penanganan laporan keuangan. Rata – rata ( mean ) AUD pada penelitian ini adalah sebesar 7.9697.

KEPEM minimum dalam penelitian ini terjadi pada PT. Ricky Putra Globalindo yaitu sebesar .45 atau 45 % sedangkan maksimum terjadi pada PT. Summitplast Interbenua yaitu sebesar .94 atau 94 %. Rata – rata (mean ) KEPEM pada penelitian ini sebesar .7243 atau 72,43 %.

ROA minimum dalam penelitian ini terjadi pada Ryane Adibusana yaitu sebesar -.05 atau – 5 % sedangkan maksimum terjadi pada PT.

Ricky Putra Globalindo yaitu sebesar .24 atau 24 %. Rata – rata ( mean ) ROA pada penelitian ini sebesar . 0682 atau 6,82 %.

UMUR minimum dalam penelitian ini terjadi pada PT. Ricky Putra Globalindo yaitu sebesar 1 tahun, sedangkan maksimum terjadi pada PT. Lautan Luas yaitu sebesar 46 tahun. Rata – rata (mean) UMUR dalam penelitian ini adalah 15.5455 tahun.

UKR minimum dalam penelitian ini terjadi pada PT. Lapindo Packaging yaitu sebesar 10.516 ( juta Rp), sedangkan maksimum terjadi pada PT. Kimia Farma yaitu sebesar 964.463 (juta Rp). Rata – rata (mean) UKR dalam penelitian ini sebesar 199430.8 (juta Rp).

#### **4.3. Pengujian Asumsi Klasik**

Suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat *best linear unbiased estimator* (Gujarati, 1997). Di samping itu suatu model dikatakan cukup baik dan dapat dipakai untuk memprediksi apabila sudah lolos dari serangkaian uji asumsi ekonometri yang melandasinya.

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat digunakan. Uji asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri dari uji normalitas data dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov, uji Heteroskedastisitas dengan menggunakan uji Glejser dan uji Multikolinearitas dengan

menggunakan *Variance Inflation Factors* (VIF) serta uji otokorelasi dengan menggunakan Durbin Watson statistik.

#### 4.3.1 Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk melihat bahwa suatu data terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov satu arah. Hipotesis yang menyatakan bahwa data terdistribusi tidak normal akan diuji dengan nilai *Z*. Hair *et al* (1998) mengemukakan bahwa normalitas data dapat dilihat dengan uji Kolmogorov Smirnov. Apabila nilai *Z* statistiknya tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi secara normal. Hal yang sama juga ditegaskan oleh Imam Ghozali (2001) yang menyatakan bahwa apabila nilai *Z* hitung > *Z* tabel, maka distribusi tidak normal. Uji Kolmogorov Smirnov satu arah dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 5 %. Bahkan agar lebih sederhana, pengujian ini dapat dilakukan dengan melihat tingkat probabilitas dari Kolmogorov Smirnov *Z* statistik. Pada Tabel 4.4 berikut, disajikan hasil uji Kolmogorov smirnov

**Tabel 4.9**  
**Hasil Uji Kolmogorov Smirnov**

Nama Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statitik	Probabilitas
UDP	0,516	0,606
UND	0,864	0,388
AUD	0,667	0,505
KEPEM	0,561	0,575
ROA	1,054	0,292
UMUR	0,990	0,322
UKR	0,628	0,530

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari Tabel 4.9 tersebut di atas dapat dilihat bahwa semua variabel yang digunakan dalam penelitian memiliki nilai  $Z$  dengan tingkat probabilitas yang lebih besar dari 5% yang artinya bahwa nilai  $Z$  tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan data tidak normal ditolak dan menerima hipotesis bahwa data terdistribusi secara normal.

#### 4.3.2. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas berarti varians variabel dalam model tidak sama (konstan). Konsekuensi adanya heteroskedastisitas dalam model regresi adalah penaksir (*estimator*) yang diperoleh menjadi tidak efisien, baik dalam sampel kecil maupun sampel besar meskipun penaksir yang diperoleh menggambarkan populasinya dan bertambahnya sampel yang digunakan akan mendekati nilai sebenarnya (konsisten). Hal ini disebabkan variansnya yang tidak minimum atau dengan kata lain tidak efisien.

Dalam penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Glejser. Uji Glejser dilakukan dengan meregresi variabel-variabel bebas dalam persamaan regresi dengan nilai residual sebagai variabel terikatnya. Apabila hasilnya signifikan maka dapat dikatakan terjadi heteroskedastisitas (Gunawan Sumodiningrat, 1996).

**Tabel 4.10**  
**Hasil Uji Glejser**

<b>Nama Variabel</b>	<b>t statistik</b>	<b>Signifikansi</b>
UND	-1,124	0,271
AUD	-1,592	0,123
KEPEM	1,010	0,322
ROA	0,143	0,887
UMUR	-0,082	0,935
UKR	-0,138	0,892

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari uji Glejser seperti yang terlihat pada Tabel 4.10. diketahui bahwa semua variabel bebas yang digunakan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat yaitu *absolute error* ini dapat dilihat dari tingkat signifikansi dari masing-masing variabel bebas yang diteliti, di mana tingkat signifikansi dari masing-masing variabel bebas tersebut lebih besar dari 5%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada heteroskedastisitas dalam persamaan regresi.

#### 4.3.3. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinearitas ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah terdapat inter korelasi yang sempurna diantara beberapa variabel bebas yang digunakan dalam model. Apabila terjadi gejala multikolinearitas, maka bisa mengakibatkan hal-hal sebagai berikut (Algifari, 1997):

1. Nilai koefisien regresi menjadi kurang dapat dipercaya.
2. Kesulitan dalam memisahkan pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel tergantung.

Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan *tolerance value* atau *Variance Inflation Factors (VIF)*. Batas *tolerance value* adalah 0,10 dan *Variance Inflation Factors (VIF)* adalah 10 (Hair *et al.*, 1998). Jika nilai

*tolerance value* di bawah 0,10 atau nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di atas 10 maka terjadi multikolinieritas. Hasil Uji multikolinieritas dengan menggunakan VIF dapat dilihat pada Tabel 4.11. berikut ini.

**Tabel 4.11**  
**Hasil Uji Multikolinieritas**

<b>Nama Variabel</b>	<b>Tolerance</b>	<b>VIF</b>
UDP	0,888	1,127
AUD	0,762	1,313
KEPEM	0,927	1,079
ROA	0,941	1,062
UMUR	0,941	1,062
UKR	0,674	1,484

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari Tabel 4.11. di atas dapat dilihat bahwa nilai *tolerance value* semua variabel berada di atas 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di bawah 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas dalam persamaan regresi berganda.

#### 4.3.4. Uji Otokorelasi

Otokorelasi menunjukkan adanya korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pada periode  $t-1$  (sebelumnya). Konsekuensi dari adanya otokorelasi dalam suatu model regresi adalah varians sampel tidak dapat menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu.

Untuk mendiagnosis adanya otokorelasi dalam suatu model regresi dilakukan melalui pengujian Durbin Watson dengan ketentuan sebagai berikut:

Kurang dari 1,1	Ada otokorelasi
1,1 hingga 1,54	Tanpa kesimpulan
1,55 hingga 2,46	Tidak ada otokorelasi
2,46 hingga 2,9	Tanpa kesimpulan
Lebih dari 2,9	Ada otokorelasi

**Tabel 4.12**  
**Hasil Uji Durbin Watson**

<b>Nilai Durbin Watson</b>	<b>Kesimpulan</b>
1,702	Tidak ada otokorelasi

Sumber : Data sekunder yang diolah

Berdasarkan Tabel 4.12. di atas dapat diketahui bahwa besarnya nilai Durbin Watson persamaan regresi pada penelitian ini adalah berada pada kisaran tidak ada otokorelasi, oleh sebab itu dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat otokorelasi pada persamaan regresi dalam penelitian ini.

#### **4.4 Analisis Variabel – variabel yang mempengaruhi *Underpricing***

##### **4.4.1 Uji t statistik (parsial)**

Uji t statistik dilakukan untuk menguji pengaruh antar variabel bebas terhadap variabel tidak bebas secara parsial dengan mengasumsikan bahwa variabel lain dianggap konstan.

Adapun hasil analisis regresi berganda adalah sebagai berikut :

**Tabel 4.13**

		Coefficients <sup>a</sup>					Collinearity Statistics	
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Tolerance	VIF
		B	Std. Error	Beta				
1	(Constant)	.330	1.1015154		.300	.767		
	UND	-9.417E-02	.040992167	-.153	-2.298	.028	.888	1.127
	AUD	-4.925E-02	.030750000	-.030	-1.600	.122	.762	1.313
	KEPEM	1.633	.545060080	.293	2.996	.005	.927	1.079
	ROA	-.132	.035996728	-.309	-3.667	.001	.941	1.062
	UMUR	-1.079E-02	.003982301	-.233	-2.712	.011	.941	1.062
	UKR	-8.198E-07	.000000384	-.207	-2.135	.041	.674	1.484

a. Dependent Variable: UDP

Dari tabel 4.13 diatas dapat dilihat bahwa tidak semua variabel bebas yang diteliti berpengaruh signifikan terhadap variabel terikatnya.

Berdasarkan tabel 4.13 diatas, maka dapat ditulis persamaan regresi sebagai berikut :

$$UDP = 0,330 - 0,09417UND - 0,04925AUD + 1,633KEPEM - 0,132ROA - 0,01079UMUR - 0,0000008198UKR + e$$

Keterangan,

UDP : tingkat *underpricing* (%)

UND : reputasi *underwriter* (frekuensi)

AUD : reputasi auditor (frekuensi)

KEPEM : jumlah saham yang ditahan investor lama (%)

ROA : *return on asset* (%)

UMUR : umur perusahaan (tahun)

UKR : skala perusahaan (Rp)

Variabel UND (reputasi *underwriter*) berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini dapat dilihat dari nilai t hitung variabel UND sebesar 2,298 yang lebih besar apabila dibandingkan dengan nilai t tabel dengan derajat bebas 32 dengan tingkat signifikansi 5% sebesar 1,960. Berdasarkan hal ini maka H1 yang menyatakan bahwa reputasi penjamin *underwriter* memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* diterima. Temuan ini konsisten dengan penelitian Holland dan Horton (1993) dan Salis Teguh Hartono (2001).

Namun temuan ini tidak konsisten dengan temuan Rina Trisnawati (1999) yang menemukan bahwa *underwriter* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* dan temuan Daljono (2000) yang menemukan bahwa reputasi *underwriter* memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini dapat terjadi karena pemeringkatan *underwriter* yang dilakukan pada penelitian Rina Trisnawati (1999) adalah dengan menggunakan variabel *dummy* dimana *underwriter* yang masuk kategori lima besar diberi notasi 1 dan yang tidak termasuk di dalamnya diberi notasi 0. Hal ini menyebabkan hasil penelitian yang bias karena sebagian *underwriter* tidak masuk dalam kategori lima besar. Sementara pada penelitian ini digunakan frekuensi penjaminan yang dihitung dari jumlah klien yang ditanganinya. Sehingga pada penelitian ini ditemukan hasil yang diharapkan yaitu reputasi *underwriter* memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*, hal ini menunjukkan bahwa penjamin emisi saham yang berkualitas akan cenderung berani menetapkan harga perdana

yang tinggi sebagai bagian dari penjaminan emisi yang dilakukannya serta akan menjaga nilai saham yang dijaminnya agar tidak jatuh pada hari pertama di perdagangkan di pasar sekunder minimal sama dengan harga perdananya.

Variabel reputasi auditor (AUD) tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*, hal ini dapat dilihat dari nilai  $t$  hitung variabel AUD sebesar 1,600 yang lebih kecil daripada nilai  $t$  tabel dengan derajat bebas 32 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,960. Berdasarkan hal ini maka H2 yang menyebutkan bahwa reputasi auditor memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* tidak dapat diterima.

Seperti halnya kebanyakan penelitian yang telah dilakukan, ternyata pada penelitian ini ditemukan pula bahwa variabel AUD (reputasi auditor) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Temuan ini konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya seperti penelitian yang telah dilakukan oleh Rina Trisnawati (1999), Salis Teguh Hartono (2001).

Tanda pada koefisien regresi untuk variabel reputasi auditor pada penelitian ini adalah negatif sebagaimana yang diharapkan, yang artinya semakin rendah reputasi *auditor* maka tingkat *underpricing* akan semakin besar. Daljono (2000) menyebutkan bahwa variabel ini tidak signifikan karena hanya 3 kantor akuntan publik yang besar saja yang mendominasi audit perusahaan yang akan melakukan *IPO*. Bahkan secara jelas ditunjukkan bahwa sebanyak 82,46% perusahaan yang melakukan *IPO*, laporan keuangannya diaudit oleh 3 besar akuntan publik saja. Hal yang sama juga

terjadi pada penelitian ini, dimana sebagian besar perusahaan yang melakukan proses penawaran saham perdana hanya menggunakan dua nama akuntan publik yaitu Prasetio, Sarwoko dan Sandjaja serta Hans Tuanakotta dan Mustofa untuk melakukan audit atas laporan keuangannya.

Variabel KEPEM (jumlah saham yang ditahan investor lama) berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini dapat dilihat dari nilai t hitung variabel KEPEM sebesar 2,996 yang lebih besar daripada nilai t tabel dengan derajat bebas 32 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,960. Berdasarkan hal ini maka H3 yang menyatakan bahwa besarnya saham yang ditahan investor lama memiliki pengaruh positif terhadap tingkat *underpricing* diterima.

Temuan ini konsisten dengan penelitian Beatty (1989) dan Lee *et al* (1993), dimana penelitian mereka juga ditemukan bahwa jumlah saham yang ditahan berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Namun hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Ghazali dan Mansur (2002) yang mengatakan bahwa jumlah saham yang ditahan investor lama tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Untuk memperoleh informasi privat ini investor harus mengeluarkan biaya guna pengambilan keputusan apakah membeli saham atau tidak sehingga menyebabkan investor ingin mendapatkan kompensasi yaitu menginginkan tingkat *underpricing* yang tinggi pula.

Variabel ROA (*Return On Asset*) berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini dapat dilihat dari nilai t hitung variabel

ROA sebesar 3,667 yang lebih besar apabila dibandingkan dengan nilai t tabel dengan derajat bebas 32 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,960. Berdasarkan hal ini maka H4 yang menyatakan bahwa ROA memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* diterima.

Temuan ini konsisten dengan penelitian Ghozali dan Mansur (2002) dimana penelitian mereka juga ditemukan bahwa ROA (*Return On Asset*) berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Namun hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Trisnawati (1998) yang mengatakan bahwa *Return On Asset* (ROA) tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa investor dalam membeli saham di pasar perdana sangat memperhatikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersihnya.

Variabel UMUR (umur perusahaan) berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini dapat dilihat pada nilai t hitung sebesar 2,712 yang lebih besar daripada nilai t tabel dengan derajat bebas 32 pada tingkat signifikansinya yaitu sebesar 5% sebesar 1,960. Pengaruh variabel umur perusahaan terhadap tingkat *underpricing* ini adalah negatif (-) dan besarnya koefisien regresi variabel ini adalah 0,01079. Sehingga disimpulkan untuk menerima H5 yang menyatakan umur perusahaan berpengaruh secara signifikan negatif terhadap tingkat *underpricing*.

Temuan ini konsisten dengan penelitian Salis (2002) dan Erlina (2003) dimana penelitian mereka menemukan bahwa umur perusahaan berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Namun hasil penelitian ini tidak

konsisten dengan penelitian Ghozali dan Mansur ( 2002 ) yang mengatakan bahwa umur perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*.

Semakin lama perusahaan berdiri maka akan semakin kecil tingkat *underpricing*. Perusahaan yang sudah lama berdiri akan dikenal oleh masyarakat, hal ini akan mengurangi asimetri informasi sehingga masyarakat terutama investor akan cenderung memiliki informasi yang memadai mengenai perusahaan ini pada saat penawaran perdana. Informasi yang memadai akan bisa mengurangi tingkat ketidakpastian investor akan prospek perusahaan kedepannya.

Variabel UKR (skala perusahaan) berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini dapat dilihat dari nilai t hitung variabel sebesar 2,135 yang lebih besar apabila dibandingkan dengan nilai t tabel dengan derajat bebas 32 dengan tingkat signifikansi 5% sebesar 1,960. Pengaruh dari variabel UKR (skala perusahaan) terhadap tingkat *underpricing* ini adalah negatif dan besarnya koefisien regresi variabel ini adalah 0,0000008198. Berdasarkan hal ini maka H6 yang menyatakan bahwa skala perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* diterima.

Temuan ini konsisten dengan penelitian Kim, Krinsky dan Lee (1993). Namun temuan ini tidak konsisten dengan temuan Ghozali, Mansur (2002) dan Hidayati, Indriantoro (1998) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*

Pada umumnya perusahaan yang besar lebih dikenal oleh masyarakat kalau dibandingkan perusahaan yang ukurannya kecil (Lee *et al*, 1996). Karena lebih dikenal, maka informasi mengenai perusahaan besar lebih banyak daripada perusahaan yang relatif kecil. Informasi yang memadai akan bisa mengurangi tingkat ketidakpastian investor akan prospek perusahaan ke depannya.

#### 4.4.2 Uji F Statistik (Simultan)

Uji F statistik untuk mengetahui pengaruh antar variabel bebas secara simultan terhadap variabel tergantung (Y).

**Tabel 4.14**  
**Tabel Anova**

Model	Sum of Square	df	Mean Square	F	Signifikansi
Regresi	28,051	6	4,675	6,825	0,000
Residual	17,799	26	0,685		
Total	42,850	32			
	R <sup>2</sup> : 0,612				

- a. Predictor : (Constant), UKR, UND ROA, AUD, KEPEM, UMUR  
b. Dependent variabel : UDP

Dari uji ANOVA atau F test, didapat F hitung sebesar 6,825 dengan tingkat probabilitas signifikansi 0,000. Karena tingkat probabilitas 0,000 jauh lebih kecil dari 0,05 atau 5%, maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *underpricing* atau dapat dikatakan bahwa variabel UND, AUD, KEPEM, ROA, UMUR dan UKR secara bersama – sama berpengaruh terhadap *underpricing* (UDP).

Sementara itu kemampuan persamaan regresi berganda adalah untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel terikat adalah 61,2 % sedangkan 38,8 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan

dalam persamaan regresi ini dengan nilai R adjusted 59,9 %. Melihat besarnya koefisien determinasi ini, maka persamaan regresi ini dapat dikatakan baik karena memiliki kemampuan untuk menjelaskan besarnya variasi dalam variabel terikat yang besarnya lebih besar daripada 5%.

## BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Kesimpulan

Tujuan penelitian ini adalah untuk meneliti faktor – faktor yang berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* dari perusahaan – perusahaan sektor manufaktur yang go publik di BEJ. Dari hasil pengujian yang dilakukan terhadap 33 perusahaan sektor manufaktur yang melakukan IPO tahun 1996 – 2002 diperoleh hasil bahwa :

1. Variabel reputasi *underwriter*, ROA perusahaan, umur perusahaan, ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing* pada tingkat signifikansi 5% dan variabel besarnya saham yang ditahan investor lama berpengaruh signifikan positif terhadap *underpricing* pada tingkat signifikansi 5%. Sedangkan variabel reputasi auditor tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap *underpriced*. Hasil ini menunjukkan bahwa peran auditor dalam pemeriksaan dan pengujian terhadap laporan keuangan perusahaan – perusahaan yang go publik belum memberikan keyakinan yang memadai di mata investor.
2. Persamaan regresi berganda yang digunakan dalam penelitian ini memiliki nilai F sebesar 6,825 yang signifikan pada tingkat 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel – variabel bebas merupakan faktor penjelas nyata bagi variasi dalam variabel terikat. Model yang digunakan mampu

menjelaskan besarnya variasi dalam variabel terikat sebesar 61,2% dan nilai  $R^2$  *adjustednya* atau menunjukkan kelayakan sebesar 59,9%.

3. Persamaan regresi di atas diperoleh hasil bahwa variabel yang paling dominan adalah variabel *Return on Asset* (ROA) dengan beta sebesar 0,309. Hal ini menunjukkan bahwa dari keenam variabel diatas yaitu reputasi *underwriter*, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan investor lama, ROA, umur perusahaan dan ukuran perusahaan, yang paling besar pengaruhnya terhadap *underpricing* adalah variabel *Return on Asset*.

## 5.2 Implikasi Kebijakan

### 5.2.1. Implikasi teoritis

Implikasi teoritis yang diperoleh dari penelitian ini adalah :

1. Penelitian ini sesuai dengan yang dilakukan Ghozali dan Mansur (2002) mengenai reputasi *underwriter* yang berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *underpricing*. Tetapi hasil ini bertentangan dengan penelitian oleh Nurhidayati dan Indriantoro (1998) karena *underwriter* tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Ketidak konsistenan ini dapat terjadi karena data yang digunakan oleh peneliti ini *underwriternya* bervariasi, sedang penelitian yang dilakukan indriantoro hanya ada 2 *underwriter* yang mendominasi penjaminan emisi efek.
2. Penelitian ini sesuai dengan yang dilakukan Nurhidayati dan Indriantoro (1998) mengenai reputasi auditor yang tidak

berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *underpricing*. Tetapi hasil ini bertentangan dengan penelitian oleh Beatty (1989) karena reputasi auditor berpengaruh terhadap *underpricing*. Kemungkinan perbedaan hasil penelitian tersebut, dikarenakan keadaan perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia dimana hanya 3 kantor akuntan publik yang besar saja yang mendominasi audit perusahaan yang akan melakukan *IPO*.

3. Penelitian ini sesuai dengan yang dilakukan Beatty (1989) dan Lee *et al* (1993) mengenai jumlah saham yang ditahan investor lama yang berpengaruh signifikan dan positif terhadap *underpricing*. Tetapi hasil ini bertentangan dengan penelitian Ghazali dan Mansur (2002) oleh karena jumlah saham yang ditahan investor lama tidak berpengaruh terhadap *underpricing*.
4. Penelitian ini sesuai dengan yang dilakukan Ghazali dan Mansur (2002) mengenai *Return On Asset* (ROA) yang berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *underpricing*. Hal ini dikarenakan bahwa investor dalam membeli saham di pasar perdana sangat memperhatikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersihnya. Tetapi hasil ini bertentangan dengan penelitian Trisnawati (1998) yang mengatakan bahwa *Return On Asset* (ROA) tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*.
5. Temuan ini konsisten dengan penelitian Salis (2002) dan Erlina (2003) dimana penelitian mereka menemukan bahwa umur

perusahaan berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Namun hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Ghozali dan Mansur ( 2002 ) yang mengatakan bahwa umur perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*.

6. Penelitian ini sesuai dengan yang dilakukan Kim, Krinsky dan Lee (1993). Namun temuan ini tidak konsisten dengan temuan Ghozali, Mansur ( 2002 ) dan Hidayati, Indriantoro ( 1998 ) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

### **5.2.2. Implikasi Manajerial**

Implikasi manajerial yang dihasilkan pada penelitian ini adalah :

1. Return on Asset berpengaruh terhadap *underpricing*. Maka suatu perusahaan yang akan go publik perlu memperhatikan tingkat ROAnya karena hal tersebut menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersihnya yang tentunya bisa menurunkan tingkat *underpricing*. Disisi investor ROA menjadi salah satu pertimbangan di dalam melakukan investasi terhadap saham – saham di lantai bursa.
2. Variabel jumlah saham yang ditahan investor lama berpengaruh terhadap *underpricing*. Perusahaan yang go publik perlu memperhatikan variabel tersebut karena kepemilikan saham oleh investor lama dalam hal ini perusahaan mempengaruhi banyak sedikitnya aliran informasi yang dapat diperoleh seorang investor baru sehingga untuk mengambil keputusan membeli saham atau tidak

diperlukan biaya cukup tinggi untuk mendapat informasi tersebut. Maka investor disini juga menginginkan *underpricing* yang tinggi pula.

3. Variabel umur perusahaan berpengaruh terhadap *underpricing*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang go publik perlu memperhatikan umur perusahaannya yang menunjukkan kinerja selama berdiri. Jika perusahaan tersebut berdiri dalam jangka waktu lama maka investor akan lebih percaya kepada perusahaan untuk tetap *survive* dalam jangka panjang.
4. Variabel reputasi underwriter berpengaruh terhadap *underpricing*. Perusahaan yang akan go publik perlu memilih *underwriter* yang mempunyai reputasi bagus dalam melakukan penjaminan emisi sahamnya , maka kemungkinan saham yang dijamin oleh *underwriter* tersebut bisa mendatangkan kesuksesan bagi emiten.
5. Skala perusahaan berpengaruh terhadap *underpricing*. Perusahaan yang akan go publik perlu memperhatikan skala perusahaannya karena perusahaan dengan skala besar biasanya lebih dikenal masyarakat. dan investor akan mendapatkan informasi yang memadai tentang perusahaan yang bisa mengurangi tingkat ketidakpastian investor akan prospek perusahaan kedepannya.
6. Reputasi auditor tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Sebelum ada bukti yang mendukung dan meyakinkan pemilihan auditor yang bereputasi maka hal tersebut tidak perlu dilakukan emiten.

### 5.3 Keterbatasan Penelitian

Adapun keterbatasan-keterbatasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Terbatasnya jumlah populasi dalam penelitian ini.
2. Dalam penelitian ini tidak bisa diketahui pengaruh tipe penjaminan terhadap preferensi auditor yang berkredibilitas karena di Indonesia hanya ada satu tipe penjaminan emisi , yaitu *full commitment* (Hidayati dan Indriantoro, 1998) .
3. Pengukuran reputasi auditor masih bersifat subyektif yaitu diukur berdasarkan jumlah klien. Pemingkatan berdasar kualitas maka tidak secara tepat dan akurat sebagaimana pemingkatan dengan dasar yang bersifat kuantitatif.
4. Variabel yang digunakan pada penelitian ini masih terbatas pada variabel signaling sedangkan masih ada variabel keuangan perusahaan yang dapat digunakan pada penelitian ini.

### 5.3 Saran

Setelah melakukan analisis pada penelitian ini ada beberapa saran yang bisa dijadikan masukan bagi para peneliti yang akan mengkaji ulang tentang faktor – faktor yang mempengaruhi *underpricing* pada masa datang.

1. Para investor dalam menanamkan modalnya di Bursa Efek Jakarta, khususnya di dalam membeli saham perusahaan di pasar dapat mempertimbangkan faktor – faktor seperti reputasi *underwriter*, jumlah

saham yang ditahan investor lama, ROA perusahaan, umur perusahaan, ukuran perusahaan karena ternyata faktor – faktor tersebut diatas berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpriced*.

2. Para peneliti yang tertarik untuk melakukan penelitian – penelitian dibidang yang sama bisa menggunakan variabel – variabel lain yang diperkirakan berpengaruh terhadap tingkat *underpriced*, misalnya variabel PER, EPS, kondisi politik, inflasi, tingkat suku bunga bank, tingkat pertumbuhan ekonomi lainnya.

## DAFTAR REFERENSI

- Abdullah Syukry (2001), "Fenomena *Underpricing* Dalam Penawaran Saham Perdana (IPO) dan Faktor-faktor yang Mempengaruhinya". **Jurnal Manajemen dan Bisnis**, Vol 3 No. 1 (Januari)
- Aggarwal and Pat Conroy (2000), Price Discovery in Initial Public Offerings and the Role of Lead Underwriter. **The Journal of Finance**, Vol IV no 6 (Desember)
- Beatty (1989), Auditor Reputation and The Underpricing of Initial Public Offering. **The Accounting Review** Vol LXIV, No. 4 (Oktober)
- Carter, Dark dan Singh (1998). Underwriter Reputation, Initial Returns, and The Long-Run Performance of IPO Stock. **Journal of Finance**, Vol LIII, No 1 (Februari)
- Ghozali (2001), **Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS**, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang
- Ghozali dan Mansur ( 2002 ), Analisis Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat *Underpriced* Di Bursa Efek Jakarta, **Jurnal Bisnis Dan Akuntansi**, Vol.4 N0.1
- Dianata Eka Putra (2002), **Berburu Uang Di Pasar Modal**, Effhar dan Dahara Prize, Semarang
- Hanafi (1998), Efisiensi Emisi Saham Baru Di Bursa Efek Jakarta (1989-1994) . **Kelola**, No 17/VII/1998
- How J.C.Y C.(1995), Differential Information And Underpricing of Initial Public Offering: Australia Evidence, **Accounting and Finance**, May
- Jain and Omesh Kini (1999), The Life Cycle of Initial Public Offering Firm. **Journal of Business Finance and Accounting** (Nov/Dec)
- Johnson dan Miller (1988). Investment Banker Prestige and The Underpricing of Initial Public Offering. **Journal of Financial Management/Summer**
- Kasim Alli, Jot Yau and Kenneth Yung (1994), The Underpricing Of IPOs Of Financial Institutions, **Journal Of Business Finance and Accounting**, 21(7) October

- Kim, Krinsky dan Lee (1993). Motives for Going Public and Underpricing: New Finding From Korea. **Journal of Business and Accounting**, 20(2) (Januari)
- Kiyas, Halil (2000), The Initial and After Market; Evidence From Istambul Stock Exchange. **Journal Of Multinational Finance Management**. Vol X, p. 213-227.
- Kunz.R.M. and Aggarwal (1994), Why IPO are Underpriced; Evidence Room Switzerland, **Journal of Banking and Finance**
- Lee, Taylor dan Walter (1996), Australia IPO Pricing In The Short and Long Run, **Journal Of Banking and Finance**, p. 1189 – 1210.
- Mauer and Lemma W. Senbet (1992), The Effect of Secondary Market on Pricing of Initial Public Offering : Theory and Evidence. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol 27 (Maret)
- Mc Guinness (1992), An Examination of The Underpricing of Initial Public Offering in Hong Kong 1980-1990. **Journal of Business Finance and Accounting**, 19(2) (January)
- Nurhidayati (1998), Analisis Faktor – Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underpriced Pada Penawaran Perdana Di Bursa Efek Jakarta. **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, 1998, Vol 13 No.1, 21 – 30
- Nancy D.Ursel and Paul Ljucovic (1998), The Impact of Bank Ownership of Underwriters on the Underpricing of Initial Public Offering, **Canadian Journal of Administrative Sciences** 15(1), 17-27
- Pagano, Panetta dan Zingales (1998), Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. **Journal of Finance**, Vol. LIII No 1 (February)
- Payamta (1997), Pengaruh Variabel-Variabel Keuangan dan Signaling Terhadap Penentuan Harga Pasar Saham di Bursa Efek Jakarta, **Makalah Seminar Universitas Sebelas Maret Surakarta**
- Ritter (1991), The Long-Run Performance of Initial Public Offering. **Journal Of Finance**, Vol XLVI No 1 (Maret)
- Rufnialfian (1999), Analisis Pengaruh Reputasi Auditor, Reputasi Underwriter, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Underpricing pada Penawaran Perdana. **Skripsi S1, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta**

- Richard Carter and Steven Manaster (1990), Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, **The Journal Of Finance**, Vol XLV, No.4 September
- Rina Trisnawati (1999) Pengaruh Informasi Prospektus Pada Return Saham dipasar modal, **Makalah seminar Universitas Brawijaya Malang** 24-25 September
- Salis (2001), Analisis Underpricing Perusahaan Perbankan Pada Penawaran Perdana di Bursa Efek Jakarta. **Tesis S2, Universitas Diponegoro, Semarang**
- Suad Husnan (1996), Tha First Issues Market: The Case of The Indonesian Bull Market, **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol.2 No.1.**
- Sawidji Widoatmodjo (2004), **Jurus Jitu Go Public**, PT Elex Media Komputindo, Jakarta