

Anal
a c

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI TINGKAT *UNDERPRICING*
PADA PENAWARAN SAHAM PERDANA (IPO)
(Studi Pada Perusahaan Go Publik Yang Terdaftar
di Bursa Efek Jakarta Tahun 1999-2003)**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat
untuk menyelesaikan Program Pascasarjana
pada program Magister Manajemen Pascasarjana
Universitas Diponegoro**

Oleh :

**Siti Ariawati
NIM. C4A001097**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2005**



SERTIFIKASI

Saya, *Siti Ariawati*, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya 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.

Siti Ariawati

Februari 2005


PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
TINGKAT *UNDERPRICING* PADA
PENAWARAN SAHAM PERDANA (IPO)
(Studi Pada Perusahaan Go Publik Yang Terdaftar di Bursa Efek
Jakarta Tahun 1999-2003)**

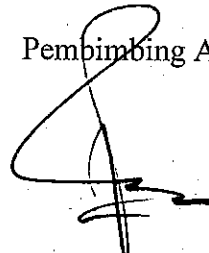
yang disusun oleh Siti Ariawati, NIM C4A001097
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 11 Februari 2005
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



Drs. H. Kholiq Mahfud, M.Si.

Pembimbing Anggota



Drs. Prasetyono, M.Si.

Semarang, 28 Februari 2005

Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

Several researchs and empirical evidence shows that underpricing phenomenon were a common phenomenon and frequently found in both developed market and emerging market. Neverthelless those researchs tend to generate different conclusion about factors which may affected underpricing. In This study, factors such as company size (SIZE), delayed listing time (DELAY), underwriter reputation (UWQ), market condition (MARKET), rentability (ROI), and financial leverage (LEVERAGE) will studied its impact toward underpricing.

Data in this study were obtained from company prospectuses, Indonesian Capital Market Directory, Bisnis Indonesia Daily Newspaper, and BAPEPAM. Sampel had been taken by using purposive sampling method with two criterions such as conducted IPO during period 1999 – 2003 and underpriced. By those criterions, 71 companies were obtained as samples. Multiple regression used as data analysis technique.

The finding shows there are not all of variables studied have significant impact toward underpricing partially. Variables those have significant impact toward underpricing were company size (LnSIZE), underwriter reputation (UWQ) and financial leverage (LEVERAGE). Company size (SIZE) and underwriter reputation (UWQ) have negative and significant impact toward underpricing, meanwhile financial leverage (LEVERAGE) have positive and significant impact toward underpricing. Other variables such as delayed listing time (DELAY), market condition (MARKET) and rentability (ROI) do not have a significant impact toward underpricing but those variables have sign of regression coefficient as expected. Simultaneously all independent variable have significant impact toward underpricing.

ABSTRAK

Berbagai penelitian dan bukti empiris menunjukkan bahwa fenomena *underpricing* merupakan fenomena yang senantiasa terjadi dan seringkali dijumpai baik pada pasar modal yang sudah maju maupun pasar modal yang sedang berkembang. Namun penelitian-penelitian yang telah dilakukan tersebut masih menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya tingkat *underpricing*. Pada penelitian ini, faktor-faktor seperti besaran perusahaan (SIZE), waktu *listing* (DELAY), reputasi penjamin emisi (UWQ), kondisi pasar (MARKET), rentabilitas (ROI) dan *financial leverage* (LEVERAGE) akan diteliti pengaruhnya terhadap tingkat *underpricing*.

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari prospektus perusahaan, *Indonesian Capital Market Directory*, *Harian Bisnis Indonesia* dan BAPEPAM. Sampel dalam penelitian ini diambil dengan menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria melakukan IPO pada periode tahun 1999 hingga 2003 dan mengalami *underpricing*. Berdasarkan kedua kriteria tersebut maka sebanyak 71 perusahaan terpilih sebagai sampel penelitian. Teknik analisis data yang dipergunakan adalah teknik analisis regresi berganda.

Hasil penelitian ini adalah bahwa tidak semua variabel bebas yang diteliti memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* secara parsial. Variabel yang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* adalah besaran perusahaan (LnSIZE), reputasi penjamin emisi (UWQ) dan *financial leverage* (LEVERAGE). Variabel bebas besaran perusahaan (SIZE) dan reputasi penjamin emisi (UWQ) memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* sedangkan variabel *financial leverage* (LEVERAGE) memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Variabel waktu *listing* (DELAY), kondisi pasar (MARKET) dan rentabilitas (ROI) tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Secara bersama-sama seluruh variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Allah SWT, karena hanya atas ridho dan rahmat-Nya tesis ini dapat diselesaikan dengan baik. Pada kesempatan ini, penulis juga menyampaikan terima kasih yang sedalam-dalamnya kepada berbagai pihak yang telah memberikan bimbingan, perhatian baik langsung maupun tidak langsung, antara lain :

1. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, sebagai direktur program Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
2. Drs. H. Kholiq Mahfud, M.Si. sebagai dosen pembimbing utama yang telah memberikan masukan dan bimbingan hingga selesainya tesis ini.
3. Drs. Prasetiono, M.Si. sebagai dosen pembimbing anggota yang telah memberikan bimbingan dan perhatian sungguh-sungguh sejak awal penulisan tesis ini hingga selesai.
4. Para dosen Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu pengetahuan dan wawasan keilmuan kepada penulis.
5. Segenap staf dan karyawan Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah menyediakan fasilitas-fasilitas yang diperlukan bagi penulis untuk menyelesaikan studi di Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
6. Bapak dan Ibu tercinta yang senantiasa memberikan dukungan moril dan materiil kepada penulis baik dalam suka maupun duka.

7. Rekan-rekan kuliah angkatan XV sore dan angkatan XX sore di Program Studi Magister Manajemen Undip yang selalu memberikan dorongan semangat dan bantuan kepada penulis.
8. Berbagai pihak yang tidak dapat disebutkan satu demi satu, yang turut memberikan bantuan dalam menyelesaikan tesis ini.

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan. Akhir kata, teriring harapan semoga tesis ini dapat bermanfaat meskipun penulis menyadari sepenuhnya bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna.

Semarang, Februari 2005


Siti Ariawati

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Pengesahan	iii
Abstract	iv
Abstrak	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Tabel	xi
Daftar Gambar	xii
Daftar Lampiran	xiii
BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	12
1.3. Tujuan Penelitian.....	13
1.4. Kegunaan Penelitian.....	14
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN	
2.1. Telaah Pustaka.....	15
2.1.1. Investasi.....	15
2.1.2. Saham.....	16
2.1.3. <i>Return</i> Saham.....	18
2.1.4. Pasar Perdana dan Pasar Sekunder.....	19
2.1.5. <i>Valuation and Pricing</i>	20
2.1.6. <i>Underpricing</i>	21
2.1.7. Kondisi Asimetri Informasi dan <i>Underpricing</i>	22
2.1.8. Faktor-Faktor Yang mempengaruhi Terjadinya <i>Underpricing</i>	23
2.1.8.1. Besaran Perusahaan.....	25
2.1.8.2. Jangka Waktu <i>Listing</i>	26
2.1.8.3. Reputasi Penjamin Emisi.....	27
2.1.8.4. Kondisi Pasar.....	28
2.1.8.5. Rentabilitas.....	29
2.1.8.6. <i>Financial Leverage</i>	31
2.2. Penelitian Terdahulu.....	32
2.3. Perbedaan Penelitian Dengan Penelitian Terdahulu.....	38
2.4. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	40
2.5. Perumusan Hipotesis.....	41
2.6. Definisi Operasional Variabel.....	41

BAB III METODE PENELITIAN	
3.1. Jenis dan Sumber Data.....	47
3.2. Populasi dan Sampel.....	48
3.3. Metode Pengumpulan Data.....	48
3.4. Teknik Analisis.....	49
3.4.1. Pengujian Hipotesis.....	50
3.4.2. Pengujian Asumsi Klasik.....	51
3.4.1.1. Uji Normalitas Data.....	52
3.4.1.2. Uji Otokorelasi.....	52
3.4.1.3. Uji Heteroskedastisitas.....	53
3.4.1.4. Uji Multikolinieritas.....	53
BAB IV ANALISIS DATA	
4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian.....	55
4.1.1. Besaran Perusahaan Obyek Penelitian.....	55
4.1.2. Penjamin Emisi Efek Yang Digunakan Obyek Penelitian.....	56
4.1.3. Laba / Rugi Bersih Obyek Penelitian.....	57
4.1.4. Hutang Perusahaan Obyek Penelitian.....	58
4.2. Statistika Deskriptif Variabel-Variabel Yang Digunakan...	58
4.2.1. Statistika Deskriptif Variabel LnSIZE.....	59
4.2.2. Statistika Deskriptif Variabel DELAY.....	60
4.2.3. Statistika Deskriptif Variabel UWQ.....	60
4.2.4. Statistika Deskriptif Variabel MARKET.....	61
4.2.5. Statistika Deskriptif Variabel ROI.....	61
4.2.6. Statistika Deskriptif Variabel LEVERAGE.....	62
4.2.7. Statistika Deskriptif Variabel UNDP.....	62
4.3. Analisis Data.....	63
4.3.1. Pengujian Asumsi Klasik.....	63
4.3.1.1. Uji Normalitas Data.....	63
4.3.1.2. Uji Heteroskedastisitas.....	64
4.3.1.3. Uji Multikolinieritas.....	66
4.3.1.4. Uji Otokorelasi.....	67
4.3.2. Pengujian Hipotesis.....	68
4.3.2.1. Pengujian Hipotesis 1.....	70
4.3.2.2. Pengujian Hipotesis 2.....	71
4.3.2.3. Pengujian Hipotesis 3.....	72
4.3.2.4. Pengujian Hipotesis 4.....	73
4.3.2.5. Pengujian Hipotesis 5.....	74
4.3.2.6. Pengujian Hipotesis 6.....	75
4.3.2.7. Pengujian Hipotesis 7.....	76
4.3.3. Variabel Bebas Yang Paling Berpengaruh Terhadap Variabel Terikat.....	76
BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	
5.1. Kesimpulan.....	78

5.1.1 Kesimpulan Hipotesis.....	78
5.1.2 Kesimpulan Penelitian.....	79
5.2. Implikasi Kebijakan.....	80
5.3. Keterbatasan Penelitian.....	81
5.4. Agenda Penelitian Yang Akan Datang.....	82

DAFTAR TABEL

TABEL		Halaman
1.1.	Nama Emiten dan Besarnya <i>Underpricing/Overpricing</i>	10
2.1.	Ringkasan Penelitian Terdahulu.....	37
2.2.	Ikhtisar Definisi Operasional Variabel.....	45
4.1.	Klasifikasi Total Aset Perusahaan.....	55
4.2.	Penjamin Emisi Efek Perusahaan.....	56
4.3.	Laba / Rugi Bersih Obyek Penelitian.....	57
4.4.	Hutang Perusahaan-Perusahaan Obyek Penelitian.....	58
4.5.	Statistika Deskriptif Variabel Yang Digunakan.....	59
4.6.	Hasil Uji Kolmogorov Smirnov.....	64
4.7.	Hasil Uji Glejser.....	65
4.8.	Hasil Uji Multikolinieritas.....	67
4.9.	Hasil Uji Durbin Watson.....	68
4.10.	Hasil Analisis Regresi Berganda.....	69

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis.....	40

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1. Data Yang Digunakan Untuk Analisis Regresi Berganda
- Lampiran 2. Output Statistika Deskriptif
- Lampiran 3. Output Uji Normalitas Data
- Lampiran 4. Output Uji Heteroskedastisitas
- Lampiran 5. Output Analisis Regresi Berganda

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Pasar modal di Indonesia semakin berkembang dengan adanya serangkaian deregulasi pasar modal yang dilakukan oleh pemerintah. Pasar modal telah menjadi salah satu alternatif pilihan bagi perusahaan untuk mendapatkan dana investasi sehingga perusahaan yang menjual sahamnya di pasar modal semakin meningkat. Dengan semakin banyaknya saham di pasar modal, investor dapat memilih saham apa yang akan dibelinya. Saham yang banyak diminati akan mengalami kenaikan harga demikian sebaliknya.

Perkembangan pasar modal di Indonesia merupakan indikator bahwa pasar modal merupakan alternatif investasi disamping perbankan dan juga menunjukkan bahwa kepercayaan pemodal akan investasi di Pasar Modal Indonesia cukup baik (Suad Husnan, 1996). Pasar modal (*capital market*) merupakan tempat perdagangan instrumen keuangan (sekuritas) baik dalam bentuk modal sendiri (*stock*) maupun hutang (*bonds*) memiliki andil yang cukup besar bagi perekonomian suatu negara. Perkembangan perekonomian suatu negara dapat diukur dari seberapa jauh kemajuan pasar modal dan industri sekuritas pada pasar yang dimaksud.

I.P.G. Suta (1988) dalam H.I. Diananingsih (2003) menjelaskan bahwa pasar modal bermanfaat sebagai sarana untuk meningkatkan efisiensi alokasi sumber dana yang menunjang terciptanya perekonomian sehat. Selain itu, pasar modal bermanfaat juga untuk meningkatkan perekonomian negara dan

memperbaiki struktur modal perusahaan serta mengurangi ketergantungan hutang luar negeri pada sektor swasta. Kehadiran pasar modal memperbanyak alternatif pilihan perusahaan dalam menciptakan sumber dana (khususnya dalam jangka panjang).

Pasar modal Indonesia sebagai alternatif sumber dana masyarakat telah berkembang melalui SK Menkeu No 323 / KMK / 10 / 1992 tentang pengalihan pengoperasian pasar modal dari Bapepem kepada PT Bursa Efek Jakarta, maka perkembangan pasar modal terus mengalami peningkatan. Hal ini terlihat dengan semakin banyaknya perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan nilai transaksi yang meningkat dari tahun ke tahun. Paket-paket deregulasi pemerintah telah menempatkan posisi pasar modal sejajar dengan perbankan sebagai sumber bagi perusahaan, artinya dengan melakukan penawaran saham perdana (*initial public offering-IPO*), perusahaan akan memperoleh dana dari investor secara resmi melalui pasar modal.

Sejak tahun 1977, pasar modal Indonesia telah berkembang dengan pesat. Hal ini terlihat dengan semakin banyaknya perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan nilai transaksi yang meningkat dari tahun ke tahun. Paket-paket deregulasi pemerintah (Paket Desember 1987, Paket Oktober 1998, dan Paket Desember 1998) telah menempatkan posisi pasar modal sejajar dengan perbankan sebagai sumber dana bagi perusahaan. Hal ini berarti dengan melakukan penawaran saham perdana (*initial public offering-IPO*), perusahaan akan memperoleh dana dari investor secara resmi melalui pasar modal. Berbeda dengan dana yang diperoleh dari bank sebagai pinjaman yang harus dikembalikan dengan

beban bunga, sedangkan dana dari investor tidak akan dikembalikan, kecuali perusahaan melakukan penarikan atau pembelian kembali atas saham-saham yang sedang beredar.

IPO adalah kegiatan penawaran saham ke publik untuk pertama kali. Undang-undang No 8 tahun 1995 tentang pasar modal (Abdullah Syukriy, 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. Perusahaan yang melakukan *IPO* berarti perusahaan tersebut *go public*. Perusahaan yang *go publik* adalah perusahaan dalam kondisi tahapan pertumbuhan suatu perusahaan dan merupakan langkah penting pertama dalam evolusi sebuah perusahaan publik (Pagano *et al.*, 1998), dan itu merupakan pilihan dan bukan keharusan.

Jain dan Kini (1994) menyatakan bahwa motivasi perusahaan melakukan *IPO* adalah untuk ekspansi keuangan atau modal, sedangkan menurut Pagano *et al.* (1998) tujuan perusahaan melakukan *IPO* bukan sekedar hanya untuk pertumbuhan keuangan tetapi lebih kepada penyeimbangan kembali keuangan mereka setelah melakukan investasi yang besar. Perusahaan melakukan *IPO* juga dengan alasan untuk mendapatkan nilai pasar untuk aset mereka, melalui penjualan perusahaan yang secara berangsur-angsur baik melalui pengurangan dalam hak kepemilikan maupun melalui akuisisi.

Suad Husnan (1998) menyatakan ada dua alasan mengapa perusahaan melakukan *IPO* yaitu untuk perluasan usaha dan perusahaan tak ingin menambah hutang baru dan kedua untuk mengganti sebagian hutang dengan ekuitas yang

diperoleh dari penawaran perdana. Sedangkan menurut Usman *et al.* (dalam Abdullah Syukriy, 2001) terdapat tiga tujuan, *pertama* untuk perluasan usaha, *kedua* untuk memperbaiki struktur modal dan *ketiga* untuk *divestment* atau pengalihan pemegang saham. Sedangkan dilihat dari segi manfaat dari perusahaan yang *go publik* adalah *pertama* perusahaan akan memperoleh dana yang relatif besar dan diterima sekaligus (tidak per termin), *kedua* dana yang diperoleh dapat digunakan untuk memperluas usaha dan memperbaiki struktur modal, dan yang *ketiga* untuk meniacu perusahaan untuk lebih profesional dikarenakan tuntutan dari publik/pemegang saham serta yang keempat agar perusahaan menjadi dikenal oleh masyarakat.

Di samping memiliki manfaat perusahaan yang *go public* memiliki kewajiban atau konsekuensi yang harus dilakukan yaitu *pertama* perusahaan harus mengikuti peraturan-peraturan pasar modal dan dikenakan kewajiban untuk melakukan pelaporan secara terbuka (*full disclosure*), *kedua* manajemen perusahaan harus bersifat terbuka, *ketiga* adanya kewajiban perusahaan untuk membayar deviden kepada para pemegang saham, serta yang keempat manajemen perusahaan harus dapat meningkatkan pertumbuhan perusahaan.

Masalah *IPO* atau penawaran saham perdana merupakan salah satu masalah yang menarik. Karena *IPO* yang dilakukan oleh Badan Usaha Milik Negara dan Badan Usaha Milik Swasta memberikan *initial return* yang positif yang cukup besar bagi pemodal segera setelah saham-saham tersebut diperdagangkan di bursa saham (Salis T.H., 2001). Kondisi ini disebut sebagai *underpricing*, yang menunjukkan sebenarnya harga saham pada waktu penawaran

perdana relatif murah. Sehingga timbul pertanyaan bagaimana hal ini bisa terjadi dan apakah bagi emiten (perusahaan yang mengeluarkan saham) merasa dirugikan kalau penawaran perdananya murah.

Harga saham yang ditawarkan pada saat melakukan *IPO* merupakan faktor yang penting dalam menentukan berapa besar jumlah dana yang diperoleh perusahaan (emiten). Jumlah dana yang diterima emiten adalah jumlah perkalian antara jumlah lembar saham yang ditawarkan dengan harga per lembar saham. Jika harga tinggi, maka jumlah dana yang diterima juga besar. Demikian juga sebaliknya. Hal ini mengakibatkan emiten menginginkan harga yang lebih tinggi lagi agar dapat memperoleh dana yang lebih besar lagi. Tetapi perlu diperhatikan dari sisi pembeli, mereka menginginkan harga perdana yang rendah sehingga dapat memperoleh "*return*" pada pasar sekunder yang berupa *capital gain*.

Harga perdana yang tinggi akan mengurangi atau bahkan menghilangkan *return* awal (*initial return*). Dengan adanya perbedaan kepentingan tersebut dimana emiten ingin memperoleh dana yang lebih besar dan investor menginginkan *return*, mengakibatkan terjadinya *underpricing*, yakni adanya selisih positif antara harga penutupan saham (*closing price*) pada hari pertama di pasar sekunder dengan harga perdana di pasar perdana, yang disebut dengan *initial return* bagi investor.

Bagi emiten *underpricing* tentunya merugikan dikarenakan perusahaan tidak memperoleh dana yang lebih besar (Carter dan Manaster, 1990). *Underpricing* merupakan fenomena yang terjadi di pasar modal termasuk di Indonesia (M. Hanafi, 1997). *Underpricing* terjadi juga di Amerika Serikat (Ritter,

1991), pasar modal Hongkong (Mc Guinness, 1992), Korea (Kim *et al.*, 1993) Australia (How, 1995 dan Lee *et al.*, 1996 serta di Kuala Lumpur (Ranko *et al.*, 1998).

Bukti empiris pada penerbitan saham perdana (*IPO*) oleh Logue (1973), Ibbotson (1975), Ritter (1984), Ibbotson *et al.* (1998) dalam Mauer dan Senbet (1992) mengindikasikan bahwa pada saat *IPO* secara rata-rata menawarkan harga dibawah perdagangan pasar sekunder dengan contoh pada periode 1960 sampai dengan 1987. Ibbotson *et al.* (1998) melaporkan rata-rata *underpricing* sebesar 16,37 persen. Kemudian Ibbotson dan Jaffe (1975) serta Ritter (1984) mencatat bahwa isu pasar yang baru menunjukkan perputaran dari *return initial* yang tinggi yang kemudian diikuti oleh *initial return* yang rendah bahkan negatif. Ritter (1987) menemukan bahwa rata-rata *IPO* dengan metode *full commitment* meningkat harganya sebesar 14,8 persen pada hari pertama setelah penerbitan. Sedangkan dengan *best effort* peningkatan tersebut adalah 47,8 persen.

Dari temuan-temuan di atas, menunjukkan bahwa *underpricing* secara substansial memang terjadi (Ross *et al.*, 1990). Penelitian terjadinya *underpricing* juga dilakukan oleh How (1995), dengan menggunakan 340 perusahaan industri di Australia selama periode 1980-1990 dan hasilnya signifikan. Kiyas (2000) secara empiris menguji *return awal* dan *after market* pada penawaran perdana di Turki. Sampel yang digunakan terdiri dari 163 perusahaan yang terdaftar dan diperdagangkan di *Istanbul Stock Exchange* selama periode 1990-1996. Hasilnya menunjukkan bahwa penawaran perdana di Turki mengalami *underpricing* selama hari pertama perdagangan sebesar 13,1%. Tingkat *underpricing* awal sebesar

11,7% untuk perusahaan-perusahaan industri, 15% untuk perusahaan-perusahaan *financial* dan 17,6% untuk yang lainnya. Secara ringkas berbagai studi yang mengamati penawaran perdana di *emerging market* secara konsisten menemukan adanya *underpricing* awal. Ritter dalam Ross *et al.* (1999) menyatakan bahwa Amerika Serikat bukan satu-satunya negara yang mengalaminya. Fenomena *underpricing* terjadi hampir di seluruh negara, sekalipun tingkat *underpricing* berbeda di satu negara dari negara yang lain. Termasuk di Indonesia juga terjadi *underpricing* (M. Hanafi, 1997; M. Hanafi dan Suad Husnan, 1991).

Scherman (1992) menemukan bahwa besaran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*, sekalipun tidak dinyatakan apakah pengaruh tersebut negatif atau positif. Menurut Kim *et al.* (1993) dan Carter *et al.* (1998) semakin besar skala perusahaan maka semakin kecil tingkat *underpriced*. Perusahaan yang berskala besar cenderung lebih dikenal masyarakat jika dibandingkan dengan perusahaan kecil. Jika tingkat informasi yang dimiliki investor tinggi maka tingkat ketidakpastian di masa yang akan datang dapat diramalkan. Oleh karena itu investor dapat mengambil keputusan yang tepat berdasarkan ukuran perusahaan, jika dibandingkan dengan pengambilan keputusan tanpa informasi yang berkenaan dengan ukuran perusahaan, sehingga tingkat *underpriced* perusahaan yang berskala besar cenderung lebih kecil jika dibandingkan dengan perusahaan yang berskala besar. Sedangkan penelitian Abdullah Sukriy (2000), Kiyamaz (2000) mendukung penelitian tersebut yang menyatakan berpengaruh signifikan negatif.

Rock (1986) menyatakan bahwa saham yang terjual dengan cepat karena tingkat permintaan yang tinggi maka akan mengakibatkan tingkat *underpricing* yang tinggi juga, sebaliknya dengan waktu yang lebih lama, semakin rendah tingkat *underpricing*. How (1990) menyatakan bahwa semakin pendek waktu untuk *listing* semakin besar tingkat *underpricing*.

Dalam penelitian How (1995), variabel reputasi penjamin emisi yang diprosikan dengan pendapatan *underwriter* berpengaruh secara signifikan negatif dengan *underpricing*. Hal ini disebabkan karena adanya beban moral dari *underwriter* yang bertanggung jawab menjual saham emiten. Dengan pendapatan tinggi, yang diperoleh dari prosentase dari jumlah saham yang terjual, akan mendorong *underwriter* untuk berusaha menjual sebanyak mungkin lembar saham. Hal ini menunjukkan pula bahwa *underwriter* 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 ini konsisten dengan penelitian di Amerika Serikat oleh McDonald dan Fischer (1972), Louge (1973), Block dan Stanley (1980), Beatty dan Ritter (1986), Chalk dan Peavy (1986) dan Shiller (1980).

Kiyamaz (2000) menyatakan bahwa kondisi pasar tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing* namun tanda koefisien regresinya adalah positif. Penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh M.F. Djeni Indrajati Widjaja (2000), dan Arifin Sabeni (2002) yang hasilnya mengatakan

bahwa variabel *market* tidak mempengaruhi terjadinya *underpricing* dan tanda koefisien regresinya adalah negatif.

Daljono (2000) menggunakan metode yang sama dalam penelitiannya di Bursa Efek Jakarta dengan periode pengamatan selama tahun 1990 hingga 1997 menemukan bahwa reputasi penjamin emisi efek dan *financial leverage* berpengaruh signifikan terhadap tingkat *initial return* sementara reputasi *auditor*, umur perusahaan, kepemilikan saham yang ditawarkan ke publik, *Return on Asset (ROA)* dan *Solvability Ratio* tidak berpengaruh secara signifikan.

Dari berbagai penelitian di atas dapat dijelaskan terdapat ketidakkonsistenan hasil penelitian, baik yang dilakukan di Indonesia maupun di luar negeri, sehingga masih perlu dilakukan penelitian kembali terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing*. Pada Tabel 1.1. berikut ini akan ditampilkan besarnya selisih antara harga di pasar perdana dan harga penutupan hari 1 pada saham-saham perusahaan manufaktur dan non manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Jakarta pada periode tahun 1999 hingga 2003.

Tabel 1.1.
Nama Emiten dan Besarnya *Underpricing/Overpricing*

No.	Nama Emiten	Tanggal Listing	Harga Perdana	Harga Hari I	<i>Underpricing</i>
1	P.T. Ciputra Surya	15-Jan-99	125	150	20.00%
2	P.T. Bintuni Minaraya	16-Apr-99	1925	2150	11.69%
3	P.T. Ciptojaya Kontrindoreksa	19-May-99	250	400	60.00%
4	P.T. Bank Victoria	30-Jun-99	100	200	100.00%
5	P.T. Bahtera Adimina Samudra	8-Nov-99	625	700	12.00%
6	P.T. Bank Danpac	3-Dec-99	500	575	15.00%
7	P.T. Tirta Mahakam Plywood	13-Dec-99	875	975	11.43%
8	P.T. Bintang Mitra Semestaraya	29-Dec-99	500	1100	120.00%
9	P.T. Alfa Retailindo	18-Jan-00	550	1100	100.00%
10	P.T. Trimegah Securities	31-Jan-00	2000	5300	165.00%
11	P.T. Adindo Foresta Indonesia	2-Feb-00	500	950	90.00%
12	P.T. Tunas Baru Lampung	14-Feb-00	2200	2375	7.95%
13	P.T. Dharma Samudra Fishing Industries	24-Mar-00	900	1150	27.78%
14	P.T. Surya Intrindo Makmur	28-Mar-00	500	975	95.00%
15	P.T. Kridaperdana Indahgraha	30-Mar-00	1225	1450	18.37%
16	P.T. Asiaplast Industries	17-Apr-00	1200	1200	0.00%
17	P.T. Bank Mega	1-May-00	600	1100	83.33%
18	P.T. Panin Sekuritas	31-May-00	550	700	27.27%
19	P.T. Bank Central Asia	31-May-00	1400	1400	0.00%
20	P.T. Fortune Mate Indonesia	30-Jun-00	500	825	65.00%
21	P.T. Summitplast Interbenua	3-Jul-00	800	1010	26.25%
22	P.T. Bank Buana Indonesia	28-Jul-00	700	825	17.86%
23	P.T. Jakarta Artha Graha	2-Aug-00	600	595	-0.83%
24	P.T. Bank Arta Niaga Kencana	2-Nov-00	500	550	10.00%
25	P.T. Rimo Catur Lestari	10-Nov-00	500	475	-5.00%
26	P.T. Andhi Chandra Automotive P	4-Dec-00	875	1325	51.43%
27	P.T. Dyviacom Intrabumi	11-Dec-00	250	295	18.00%
28	P.T. Gowa Makassar Tourism Development	11-Dec-00	575	1050	82.61%
29	P.T. Tempo Inti Media	8-Jan-01	300	495	65.00%
30	P.T. Bank Nusa Parahyangan	15-Jan-01	525	550	4.76%
31	P.T. Plastpack Prima Industri	16-Mar-01	200	510	155.00%
32	P.T. Indosiar Visual Mandiri	22-Mar-01	650	675	3.85%
33	P.T. Indo Farma	17-Apr-01	250	230	-8.00%
34	P.T. Kopitime Dotcom	23-Apr-01	250	300	20.00%
35	P.T. Indoexchange Dotcom	17-May-01	125	115	-8.00%
36	P.T. Bhakti Capital Indonesia	8-Jun-01	250	265	6.00%
37	P.T. Daeyu Orchid Indonesia	15-Jun-01	150	150	0.00%
38	P.T. Wahana Phoenix Mandiri	22-Jun-01	175	505	188.57%
39	P.T. Kimia Farma	4-Jul-01	200	210	5.00%
40	P.T. Danasupra Erapacific	6-Jul-01	500	550	10.00%

41	P.T. Bank Eksekutif International	13-Jul-01	140	195	39.29%
42	P.T. Asia Kapitalindo	13-Jul-01	200	260	30.00%
43	P.T. Lapindo Packaging	17-Jul-01	200	450	125.00%
44	P.T. Arwana Citramulia	17-Jul-01	120	140	16.67%
45	P.T. Betonjaya Manunggal	18-Jul-01	120	315	162.50%
46	P.T. Metamedia Technologies	18-Jul-01	200	235	17.50%
47	P.T. Lamicitra Nusantara	18-Jul-01	125	240	92.00%
48	P.T. Karkayasa Profilia	20-Jul-01	100	110	10.00%
49	P.T. Akbar Indo Makmur Stimec	20-Jul-01	250	730	192.00%
50	P.T. Panorama Sentrawisata	18-Sep-01	500	625	25.00%
51	P.T. Pyridam Farma	16-Oct-01	105	200	90.48%
52	P.T. Ryane Adibusana	17-Oct-01	100	580	480.00%
53	P.T. Roda Panggon Harapan	22-Oct-01	120	445	270.83%
54	P.T. Centrin Online	1-Nov-01	125	380	204.00%
55	P.T. Infoasia Teknologi Global	15-Nov-01	200	240	20.00%
56	P.T. Central Korporindo Internasional	21-Nov-01	105	220	109.52%
57	P.T. Integrasi Teknologi	26-Nov-01	150	105	-30.00%
58	P.T. Colorpak Indonesia	30-Nov-01	200	410	105.00%
59	P.T. Limas Stockhomindo	28-Dec-01	350	510	45.71%
60	P.T. Fortune Indonesia	17-Jan-02	130	220	69.23%
61	P.T. Anta Tour and Travel	18-Jan-02	125	210	68.00%
62	P.T. Fishindo	18-Jan-02	125	160	28.00%
63	P.T. Cipta Panelutama	20-Mar-02	200	340	70.00%
64	P.T. Fatra Polindo Nusantara	21-Mar-02	450	495	10.00%
65	P.T. Abdi Bangsa	3-Apr-02	105	175	66.67%
66	P.T. Jasuindo Tiga Perkasa	16-Apr-02	225	365	62.22%
67	P.T. Anugrah Tambak	17-Apr-02	300	300	0.00%
68	P.T. United Capital Insurance	18-Apr-02	210	330	57.14%
69	P.T. Bank Swadesi	1-May-02	250	325	30.00%
70	P.T. Sugi Sama Persada	19-Jun-02	120	200	66.67%
71	P.T. Kresna Securities	28-Jun-02	215	145	-32.56%
72	P.T. Apexindo	10-Jul-02	550	550	0.00%
73	P.T. Bank Bumiputera	15-Jul-02	120	135	12.50%
74	P.T. Surya Citra mandiri	16-Jul-02	1100	1150	4.55%
75	P.T. Gema Grahasarana	12-Aug-02	225	170	-24.44%
76	P.T. Inti Indah Karya Plasindo	14-Oct-02	450	670	48.89%
77	P.T. Artha Securities	5-Nov-02	255	255	0.00%
78	P.T. Bank Kesawan	15-Nov-02	550	625	13.64%
79	P.T. Trust Finance	28-Nov-02	170	195	14.71%
80	P.T. Artha Pacific Securities	18-Dec-02	250	255	2.00%
81	P.T. Tambang Batubara Bukit Asam	23-Dec-02	575	600	4.35%
82	P.T. Arona Binasejati	6-May-03	700	700	0.00%
83	P.T. Pelayaran Tempura Mas	16-Jul-03	575	575	0.00%
84	P.T. Bank Mandiri (Persero)	14-Jul-03	675	850	25.93%
85	P.T. Bank Rakyat Indonesia (Persero)	10-Nov-03	875	975	11.43%
86	P.T. Perusahaan Gas Negara (Persero)	15-Dec-03	1500	1550	3.33%

Sumber : Bisnis Indonesia & BAPEPAM, diolah

Dari Tabel 1.1. tersebut, terlihat bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran perdana di Bursa efek Jakarta periode 1999-2003 sebesar 86 perusahaan, ternyata pada saat hari pertama diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta yang mengalami *underprice* sebanyak 71 perusahaan (82,56%), yang mengalami *overpricing* sebanyak 7 perusahaan (8,14%), sedangkan yang mengalami harga wajar sebesar 8 perusahaan (9,30%).

1.2. Perumusan Masalah

Dari latar belakang dapat dirumuskan bahwa *underpricing* merupakan fenomena menarik yang perlu dianalisis lebih lanjut. Berbagai faktor dapat mempengaruhi munculnya fenomena *underpricing*. Berbagai temuan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* menunjukkan hasil yang tidak konsisten.

Dengan pertimbangan tersebut maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah faktor besaran perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap terjadinya *underpricing*?
2. Apakah faktor jangka waktu *listing* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap terjadinya *underpricing*?
3. Apakah faktor reputasi penjamin emisi (*underwriter*) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap terjadinya *underpricing*?
4. Apakah faktor kondisi pasar mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap terjadinya *underpricing*?

5. Apakah faktor *rentabilitas* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap terjadinya *underpricing*?
6. Apakah faktor *financial leverage* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap terjadinya *underpricing*?
7. Apakah faktor besaran perusahaan, jangka waktu *listing*, reputasi penjamin emisi, kondisi pasar, *rentabilitas* dan *financial leverage* secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap terjadinya *underpricing*?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk menganalisis pengaruh faktor besaran perusahaan terhadap tingkat *underpricing*.
2. Untuk menganalisis pengaruh faktor jangka waktu *listing* terhadap tingkat *underpricing*.
3. Untuk menganalisis pengaruh faktor reputasi penjamin emisi (*underwriter*) terhadap tingkat *underpricing*.
4. Untuk menganalisis pengaruh faktor kondisi pasar terhadap tingkat *underpricing*.
5. Untuk menganalisis pengaruh faktor *rentabilitas* terhadap tingkat *underpricing*.
6. Untuk menganalisis pengaruh faktor *financial leverage* terhadap tingkat *underpricing*.

7. Untuk menganalisis pengaruh faktor besaran perusahaan, jangka waktu listing, reputasi penjamin emisi (*underwriter*), kondisi pasar, *rentabilitas* dan *financial leverage* terhadap tingkat *underpricing* secara simultan.

1.4. Kegunaan Penelitian

Kegunaan penelitian ini adalah:

1. Bagi penjamin emisi efek dan perusahaan akan melakukan *initial public offering* diharapkan penelitian ini dapat menjadi masukan dalam mengambil langkah-langkah yang perlu untuk mencapai *fair price*.
2. Bagi emiten diharapkan dapat menggunakan harga yang terbaik untuk menentukan strategi dan pengambilan keputusan investasi yang tepat.
3. Bagi kalangan akademisi maupun para peneliti yang berminat terhadap studi pasar modal, hasil penelitian ini diharapkan bisa digunakan sebagai dasar untuk mengembangkan penelitian lebih lanjut.

BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1. Investasi

Investasi menurut Farid Harianto dan Siswanto Sudomo (1998) diartikan sebagai suatu kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih dari satu *asset* selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan dan atau peningkatan nilai investasi. Jogiyanto Hartono (1998) membagi investasi menjadi dua yaitu investasi langsung dan investasi tak langsung. Investasi langsung dilakukan dengan membeli langsung aktiva keuangan dari suatu perusahaan baik melalui perantara atau dengan cara lain, sedangkan investasi tak langsung dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi. Contoh investasi langsung adalah membeli aktiva keuangan yang dapat diperjual-belikan di pasar uang, pasar modal atau pasar turunan. Contoh investasi tak langsung adalah membeli reksadana.

Berdasarkan pengertian oleh Farid Harianto dan Siswanto Sudomo (1998), maka memegang kas atau uang tunai bukan merupakan investasi, sedangkan menabung di bank merupakan investasi karena mendapat *return* atau keuntungan berupa bunga. Pembelian saham merupakan investasi karena memberikan keuntungan dalam bentuk deviden maupun dalam bentuk *capital gain*. Tujuan investasi adalah untuk memperoleh penghasilan dalam usaha meningkatkan kesejahteraan baik sekarang maupun di masa datang. Definisi investasi yang lain

menyebutkan bahwa investasi merupakan suatu kegiatan penempatan dana pada satu atau lebih dari satu aset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan dan atau peningkatan nilai investasi (Jones, 1996).

Pengertian investasi tersebut menunjukkan bahwa tujuan investasi adalah meningkatkan kesejahteraan investor, baik sekarang maupun di masa yang akan datang. Pada umumnya para investor mempunyai sifat tidak menyukai resiko (*risk averse*), yaitu apabila mereka dihadapkan pada suatu kesempatan investasi yang mempunyai resiko tinggi maka para investor tersebut akan mensyaratkan tingkat keuntungan yang lebih besar. Suad Husnan (1998) menyatakan bahwa semakin tinggi resiko suatu kesempatan investasi, maka semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor. Konsep ini juga berlaku pada investasi dalam saham

2.1.2. Saham

Di antara surat-surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal, saham biasa (*common stock*) adalah yang paling dikenal di kalangan masyarakat. Menurut Elton dan Gruber (1995), saham adalah menunjukkan hak kepemilikan pada keuntungan dan aset dari sebuah perusahaan.

Secara sederhana, saham dapat didefinisikan sebagai berikut : “Saham adalah surat berharga sebagai bukti penyertaan atau pemilikan individu maupun institusi dalam suatu perusahaan”. Makna “surat berharga” adalah sesuatu yang mempunyai nilai dan tentunya dapat diperjualbelikan. Nilai saham berdasarkan fungsinya dapat dibagi atas tiga jenis yaitu (Robbert Ang, 1997):

- **Par Value** (Nilai Nominal). Nilai nominal suatu saham adalah nilai yang tercantum pada saham yang bersangkutan yang berfungsi untuk tujuan akuntansi.
- **Base Price** (Nilai / harga dasar). Harga dasar suatu saham baru merupakan harga perdananya. Sehingga nilai dasar merupakan hasil perkalian antara harga dasar dengan jumlah saham yang diterbitkan.
- **Market Price** (Nilai / harga pasar). Harga pasar merupakan harga yang paling mudah ditentukan karena harga pasar merupakan harga suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung. Jadi harga pasar inilah yang menyatakan naik turunnya suatu saham. Jika harga pasar ini dikalikan dengan jumlah saham yang diterbitkan (*outstanding shares*) maka akan didapatkan *market value*.

Persentase kepemilikan ditentukan oleh besarnya persentase jumlah saham terhadap keseluruhan saham perusahaan. Seseorang yang memiliki saham suatu perusahaan dapat dikatakan sebagai pemilik perusahaan walaupun jumlah sahamnya hanya beberapa lembar.

Pemegang saham mempunyai hak dan tanggung jawab seperti halnya seorang pemilik perusahaan. Mereka mempunyai hak untuk menentukan arah dan kebijaksanaan umum perusahaan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Tentunya hak mereka dibatasi oleh persentase jumlah saham yang mereka miliki karena berlakunya prinsip "*one share one vote*".

2.1.3. Return Saham

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan di masa mendatang. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi, dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* historis ini berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) dan resiko di masa mendatang.

Suad Husnan (1998) membedakan pendapatan saham menjadi dua yaitu pendapatan dalam bentuk deviden dan *capital gain* yang merupakan kelebihan harga beli. Teori portofolio mensyaratkan bahwa apabila resiko yang ditanggung oleh para pemegang saham meningkat maka saham tersebut akan memperoleh *return* saham yang besar, sehingga dapat dikatakan ada hubungan positif antara resiko dan *return* saham.

Konsep *risk* dan *return* mempunyai peranan yang sangat besar di mana perilaku investor seringkali didasarkan pada konsep ini. Suad Husnan (1998) mengungkapkan teori keuangan yang membahas tentang analisis investasi baik itu saham maupun bukan saham selalu menunjukkan pada setiap investasi yang memiliki resiko tinggi, para pemodal mensyaratkan tingkat *return* yang semakin tinggi pula.

2.1.4. Pasar Perdana dan Pasar Sekunder

Menurut Peter Salim (1986) dalam Robbert Ang (1997), *go public* adalah menawarkan saham atau obligasi untuk dijual kepada umum untuk pertama kalinya. Dari definisi tersebut di atas, dapat disimpulkan bahwa yang ditawarkan dalam peristiwa *go public* adalah saham atau obligasi. Berarti di sini ada pihak penerbit saham atau obligasi, perusahaan penerbit saham atau obligasi ini disebut emiten atau investee. Makna pertama kalinya menyatakan bahwa istilah *go public* hanya dipakai pada waktu pertama kalinya perusahaan menjual saham atau obligasinya. Transaksi penawaran umum (*Initial Public Offering*) penjualan saham pertama kali ini disebut pasar perdana (*primary market*). Jadi makna *Go Public* ditujukan untuk perusahaannya, sedangkan kegiatan yang dilakukan dalam rangka penawaran umum penjualan saham perdana tersebut disebut *IPO (Initial Public Offering)*.

Berikut ini digambarkan perbedaan antara pasar perdana dan pasar sekunder.

1. *Primary market* (pasar perdana) yaitu pasar modal dimana saham dan sekuritas lainnya dijual pertama kali (penawaran umum) sebelum saham dan sekuritas tersebut dicatatkan di bursa. Harga saham di pasar perdana ini ditentukan oleh emiten dan penjamin emisi (*underwriter*) berdasarkan faktor-faktor fundamental perusahaan dan faktor lain yang perlu diidentifikasi. *Underwriter* selain menentukan harga saham bersama dengan emiten, juga melakukan proses penjualannya.

2. *Secondary Market* (pasar sekunder) adalah pasar modal di mana saham dan sekuritas lainnya diperjualbelikan kepada umum setelah masa penjualan di pasar perdana. Harga saham di pasar ini ditentukan oleh permintaan dan penawaran yang dipengaruhi berbagai faktor intern seperti kebijakan *earning per share* atau kebijakan deviden dan faktor ekstern seperti kebijakan moneter dan inflasi.

IPO merupakan penawaran saham di pasar perdana yang dilakukan perusahaan yang hendak go public. Pasar perdana merupakan pasar di mana terjadi pembelian saham dari perusahaan (emiten) oleh investor untuk pertama kalinya (Syaiful Ali dan Jogiyanto Hartono, 2000). Undang-Undang Republik Indonesia No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal mendefinisikan penawaran umum sebagai kegiatan penawaran yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang telah diatur dalam undang-undang tersebut dan peraturan pelaksanaannya.

2.1.5. *Valuation dan Pricing*

Hal terpenting yang harus ada dalam suatu *IPO* domestik maupun kombinasi adalah nilai dan harga. Nilai mengacu kepada perkiraan berapa nilai perusahaan sesungguhnya (*value of the firm*) dan nilai moneter yang diharapkan dari *IPO* ini berdasarkan kapitalisasi dari perusahaan. Untuk dapat melakukan valuasi, penjamin emisi akan melakukan *preliminary valuation* yang biasanya membandingkan emisi saham dari emiten bersangkutan dengan perusahaan-

perusahaan sejenis yang sudah tercatat di bursa (*comparable analysis*). Valuasi dilakukan dengan analisis mendalam atas proyeksi keuangan calon emiten. Perusahaan penjamin emisi cenderung melakukan *negative adjustment* atas proyeksi keuangan emiten karena memang sifat penjamin emisi adalah konservatif. Proses valuasi merupakan proses dalam proses penjaminan emisi yang tidak kalah pentingnya bagi calon emiten.

Sedangkan penetapan harga bukan sepenuhnya merupakan cerminan dari nilai perusahaan, akan tetapi merupakan proses pendiskontoan terhadap proyeksi keuangan calon emiten. Hal ini disebabkan penjamin emisi dan investor menjadi agak kebal terhadap emisi-emisi dengan perbedaan *price to earning ratio* yang besar terhadap rata-rata PE perusahaan sejenis. Investor lebih menyukai saham-saham yang telah tercatat di bursa meskipun memiliki PER yang tinggi, karena alasan telah memiliki *secondary market track record*.

2.1.6. Underpricing

Underpricing didefinisikan sebagai *return positif* yang diterima investor di pasar perdana yang diperoleh dari selisih antara harga surat berharga pada saat penawaran umum (*offering price*) dengan harga surat berharga saat penutupan hari pertama *listing* di pasar sekunder (Balvers *et al*, 1988 dalam Rina Trisnawati, 1999).

Rumus untuk menghitung *underpricing* adalah sebagai berikut (Kunz dan Aggarwal, 1994):

$$UP = \frac{P1 - P0}{P0} * 100\%$$

Dimana:

Po = Harga Penawaran Perdana

P1 = Harga penutupan pada hari pertama di pasar sekunder

UP = *Underpricing*

2.1.7. Kondisi Asimetri Informasi dan *Underpricing*

Kondisi asimetri informasi telah secara luas diangkat ke permukaan berkaitan dengan fenomena *underpricing* pada *Initial Public Offering*. Hipotesis asimetri informasi merekomendasikan adanya informasi yang tidak sempurna di antara para pelaku pasar. Seberapa jauh emiten bersedia membuka diri dengan menyajikan informasi secara lengkap dan jujur akan berpengaruh terhadap keseimbangan penyebaran informasi di pasar. Salah satu teori yang muncul dari keadaan ini adalah teori segmentasi pasar.

Teori ini membagi pasar menjadi dua bagian berdasarkan aksesibilitas partisipan pasar terhadap informasi perusahaan. Pertama, pasar perdana merupakan pasar yang aksesibel oleh sebagian investor. Kedua, pasar sekunder yang aksesibel oleh seluruh pelaku pasar. Kondisi ini mengandung pengertian bahwa emiten biasanya sulit memberikan transparansi secara total. Akibat informasi pada pasar perdana tidak seluruhnya menyebar dan akan menimbulkan kondisi di mana

investor mempunyai informasi lebih (*informed investor*) dan investor yang mempunyai sedikit informasi (*uninformed investor*).

Kondisi asimetri informasi tercipta antara *informed* dan *uninformed investor* (Rock, 1986). Kondisi asimetri informasi yang terjadi di bursa membawa implikasi tersendiri terhadap penilaian harga saham perdana yang memerlukan pertimbangan yang lebih kompleks daripada sekedar model penilaian yang mengandalkan atribut-atribut fundamental.

Ketika emiten melakukan penawaran perdana di pasar modal, informasi mengenai nilai perusahaan dan potensi permintaan pasar terhadap saham yang ditawarkan perusahaan terdistribusi di antara emiten, penjamin emisi dan investor. Oleh karena itu *underprice* atau *underpricing* pada penawaran perdana seringkali digunakan secara sengaja oleh penjamin emisi untuk bisa menjamin permintaan penuh terhadap saham baru dan karenanya untuk mengurangi kemungkinan kerugian yang disebabkan oleh ketidak pastian mengenai nilai perusahaan (Leonard Panjaitan, 2001).

2.1.8. Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Terjadinya *Underpricing*

Penelitian-penelitian yang telah ada menyebutkan bahwa terdapat berbagai faktor yang menyebabkan terjadi *underpricing*. Balvers (1988) menyebutkan bahwa *underpricing* dapat disebabkan oleh reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, tipe penjamin emisi dan indikator industri. Carter dan Dark (1992) menyatakan bahwa reputasi penjamin emisi efek, prosentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan dan

gross proceeds serta simpangan baku dari *return* memiliki pengaruh terhadap *underpricing*.

Lee *et al.* (1996) menggunakan besarnya *IPO*, ukuran perusahaan, umur perusahaan, waktu pencatatan, asimetri informasi dan adanya opsi serta besarnya kepemilikan yang ditahan oleh pemegang saham lama sebagai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *underpricing*. Rina Trisnawati (1999) menggunakan faktor-faktor seperti reputasi *auditor*, reputasi penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan, umur emiten, ROA dan *financial leverage* sebagai faktor yang dapat mempengaruhi terjadinya *underpricing*.

Kebanyakan faktor tersebut juga digunakan oleh Daljono (2000) untuk menjelaskan faktor penyebab terjadinya *underpricing*. Daljono (2000) menggunakan faktor seperti reputasi penjamin emisi, reputasi *auditor*, *financial leverage*, umur, kepemilikan yang ditawarkan ke publik, ROA dan *solvability ratio*. Sementara itu Kiyamaz (2000) memperkirakan bahwa faktor-faktor seperti ukuran perusahaan, umur perusahaan, *proceeds*, kondisi pasar, harga yang ditawarkan, jarak waktu pengumuman, banyaknya investor kelembagaan dan banyaknya saham yang ditawarkan dapat berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Pada penelitian ini faktor-faktor yang dikaji adalah besaran perusahaan, waktu *listing*, reputasi penjamin emisi, kondisi pasar, rentabilitas yang diukur dari ROA dan *financial leverage* yang diukur dari DER.

2.1.8.1. Besaran Perusahaan

Ukuran perusahaan menurut Nurhidayanti dan Indriantoro (1998) dapat dijadikan sebagai proksi tingkat ketidakpastian, karena perusahaan yang berskala besar cenderung lebih dikenal masyarakat jika dibandingkan dengan perusahaan kecil. Jika tingkat informasi yang dimiliki investor tinggi maka tingkat ketidakpastian dimasa yang akan datang dapat diramalkan. Oleh karena itu investor dapat mengambil keputusan yang tepat berdasarkan ukuran perusahaan, jika dibandingkan dengan pengambilan keputusan tanpa informasi yang berkenaan dengan ukuran perusahaan, sehingga tingkat *underpriced* perusahaan yang berskala besar cenderung lebih kecil jika dibandingkan dengan perusahaan yang berskala kecil. Perusahaan yang kecil tingkat penyebaran informasi mengenai perusahaan keluar perusahaan belum begitu banyak (belum banyak informasi yang dipublikasikan), oleh karena itu investor yang ingin memperoleh tentang kondisi perusahaan yang berskala kecil akan memerlukan biaya, biaya yang timbul ini oleh investor diharapkan dapat dikompensasi dengan tingkat *underpriced* yang lebih tinggi.

Tingkat ketidakpastian perusahaan yang berskala besar pada umumnya rendah karena dengan skala yang tinggi perusahaan cenderung tidak dipengaruhi pasar, sebaliknya dapat mewarnai dan mempengaruhi keadaan pasar secara keseluruhan. Keadaan ini dapat dinyatakan sebagai kecilnya tingkat resiko perusahaan berskala besar sehingga dalam jangka panjang perusahaan yang berskala besar memiliki tingkat resiko yang kecil juga. Sebaliknya perusahaan yang berskala kecil tingkat ketidakpastiannya dimasa yang akan datang besar

sehingga tingkat resiko secara longterm perusahaan berskala kecil akan besar. Menurut Kim *et al.* (1993) dan Carter *et al.* (1998), semakin besar skala perusahaan maka akan semakin kecil pula tingkat ketidakpastian saham di masa yang akan datang.

Scherman (1992) menemukan bahwa besaran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*, sekalipun tidak dinyatakan apakah pengaruh tersebut positif atau negatif. Menurut Kim *et al.* (1993) dan Carter *et al.* (1998) semakin besar skala perusahaan semakin kecil tingkat *underpriced* dan semakin kecil pula tingkat ketidakpastian saham di masa yang akan datang. Sedangkan penelitian Abdullah Sukriy (2000) menemukan bahwa pengaruh ukuran perusahaan terhadap tingkat *underpricing* adalah signifikan negatif.

2.1.8.2. Jangka Waktu *Listing*

Semakin pendek waktu suatu perusahaan untuk *listing*, menunjukkan kesiapan dari perusahaan baik dari fundamental (baik kondisi keuangan maupun non keuangan) untuk terdaftar di pasar bursa (H.I. Diananingsih, 2003). Semakin cepat suatu perusahaan melakukan *listing* semakin menunjukkan kesiapan dari perusahaan dan sebaliknya. Hal ini akan menjadi informasi bagi investor untuk mengambil keputusan membeli saham tersebut, sehingga akan mengakibatkan saham *underpriced*.

Rock (1986) menyatakan bahwa sangat beralasan bila saham suatu saham terjual dengan cepat karena memiliki tingkat permintaan yang tinggi dan hal akan mengakibatkan *underpricing*, demikian pula sebaliknya. How *et al.* (1995)

menyatakan bahwa semakin pendek waktu untuk *listing*, semakin besar tingkat *underpricing*. Taylor dan Walter (1990) menemukan adanya pengaruh negatif yang signifikan dari jangka waktu *listing* terhadap tingkat *underpricing*.

2.1.8.3. Reputasi Penjamin Emisi

Dalam konteks *asymetri information* di antara emiten dan investor menggunakan *advisor* yang profesional, yaitu auditor dan *underwriter* atau penjamin emisi (Holland dan Horton, 1993). Status dari *advisor* yang profesional dapat berpengaruh terhadap kedua belah pihak. *Pertama*, *advisor* yang berkualitas tinggi akan mengurangi kesempatan emiten untuk berlaku curang dalam menyajikan informasi yang tidak akurat di pasar. Bagi investor, emiten mempunyai informasi yang tidak menyesatkan mengenai prospek emiten di masa yang akan datang. *Kedua*, *advisor* yang berkualitas tinggi pada umumnya mempunyai pengalaman lebih banyak sehingga dapat meramalkan harga pasar lebih akurat dibandingkan dengan *advisor* yang belum berpengalaman.

Johnson dan Miller (1988) dalam penelitiannya menyatakan bahwa ada hubungan negatif antara level *banker prestige* dengan tingkat *underpricing*. Sedangkan penelitian dari Magginson dan Weiss (1991), reputasi *underwriter* yang diprosikan dengan *marketshare* dari *underwriting* juga menemukan hal yang sama. Temuan yang serupa juga ditemukan dalam penelitian Carter dan Manaster (1990) yang memproksikannya dengan jumlah perusahaan yang ada, serta How (1995) memproksikannya dengan pendapatan *underwriter* dan frekuensi melakukan penjaminan emisi pada sampel yang ada.

Frekuensi penjaminan emisi adalah frekuensi dari *underwriter* memberikan jasa penjaminan emisi pada sampel yang ada. Dengan asumsi bahwa semakin sering *underwriter* dipilih untuk melakukan penjaminan emisi, maka reputasi *underwriter* semakin tinggi. Hal ini didasarkan pada "*reputational capital paradigm*", di mana perusahaan yang memiliki reputasi yang tinggi memiliki konsumen yang lebih banyak dikarenakan konsumen akan merasa senang dengan kualitas yang dari jasa yang diberikan dan tidak akan meninggalkannya untuk beralih kepada yang lain

Penelitian dari Carter dan Manaster (1993) menyatakan bahwa variabel penjamin emisi ini merupakan *variable dummy*. Variabel ini ditentukan dengan meranking penjamin emisi sesuai dengan pangsa pasarnya. Dari 26 sampel penjamin emisi, lima diantaranya dikategorikan sebagai "kualitas tinggi" (*high quality*), dan mempunyai hubungan yang signifikan dengan tingkat *underpricing*. Kim *et al.* (1993) membuktikan bahwa reputasi *underwriter* mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan terjadinya kenaikan harga saham (*underpricing*).

2.1.8.4. Kondisi Pasar

Kondisi pasar diwakili oleh tingkat *return* pasar pada hari di mana suatu saham perusahaan mulai diperdagangkan pertama kalinya di pasar sekunder. Kondisi pasar akan mempengaruhi perilaku pasar dalam menentukan harga saham perdana perusahaan yang dijamin. Kondisi pasar adalah keadaan pasar modal, ini biasanya tercermin dalam perbedaan angka indeks harga saham. Arifin Sabeni (2000) mengemukakan jika ada pengaruh kondisi pasar, berarti terjadi peningkatan

harga pada pasar sekunder lebih disebabkan oleh pengaruh dari kondisi pasar sebelumnya. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif yang signifikan antara kondisi pasar dengan *underpricing*. Namun Kiyamaz (2000) mengemukakan bahwa kondisi pasar tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *initial return* dan tanda dari koefisien regresi kondisi pasar ini adalah positif.

Su (1999) dalam H.I. Diananingsih (2003) menemukan bahwa kondisi pasar di sekitar penawaran perdana berpengaruh secara positif signifikan terhadap *return* perusahaan di hari pertama, yang berarti perusahaan memang telah mengatur waktu yang tepat untuk melakukan penawaran perdana. Loughran *et al.* (1994) menyatakan bahwa perusahaan akan memilih waktu penawaran pada waktu kondisi pasar cenderung bagus. Hal ini ditandai dengan meningkatnya indeks harga saham gabungan di sekitar waktu penawaran tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa kondisi pasar di sekitar penawaran perdana berpengaruh secara positif signifikan terhadap *return* perusahaan di hari pertama.

2.1.8.5. Rentabilitas

Return on Asset (ROA) merupakan salah satu rasio rentabilitas / profitabilitas, yaitu rasio yang menunjukkan seberapa efektifnya perusahaan beroperasi sehingga menghasilkan keuntungan / laba bagi perusahaan (Clara E.S., 2001). Hal yang senada juga dinyatakan oleh Robbert Ang (1997) yang menyebutkan bahwa rasio ROA digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan cara memanfaatkan aktiva yang

dimilikinya. Rasio ini merupakan rasio yang terpenting di antara rasio rentabilitas yang ada. ROA kadang-kadang disebut juga ROI (*return on investment*). Dalam kaitannya dengan IPO, rentabilitas perusahaan yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian IPO sehingga mengurangi tingkat *underpricing* (Daljono, 2000).

Kim *et al.* (1993) menyatakan bahwa profitabilitas memberikan informasi kepada pihak luar perusahaan mengenai efektifitas operasional perusahaan. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang lebih tinggi. Laba merupakan informasi yang penting bagi investor dalam pengambilan keputusan. Dengan profitabilitas yang tinggi akan menarik lebih banyak investor untuk melakukan investasi sehingga permintaan akan saham perusahaan meningkat. Akibatnya harga saham akan naik dan perubahan harga di antara transaksi yang terjadi semakin kecil. Dengan demikian ada hubungan negatif antara profitabilitas dengan tingkat *underpricing*. Semakin tinggi profitabilitasnya maka semakin rendah tingkat *underpricing*.

Rentabilitas perusahaan yang tinggi akan menyakinkan investor akan prospek perusahaan di masa mendatang, hal ini akan mengurangi tingkat ketidakpastian (*ex ante uncertainty*), namun sebaliknya jika rentabilitas perusahaan sangat rendah maka investor akan cenderung meminta kompensasi dari harga saham yang ditawarkan perusahaan sebagai kompensasi atas ketidakpastian yang ditanggung investor. Sehingga pengaruh ROI ini rentabilitas terhadap tingkat *underpricing* adalah negatif.

2.1.8.6. *Financial Leverage*

Secara teoritis *financial leverage* menunjukkan resiko suatu perusahaan dan faktor ini menunjukkan kondisi *ex-ante uncertainty* (Kim *et al.*, 1993) dalam Rina Trisnawati (1999). *Financial leverage* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar hutangnya dengan modal yang dimilikinya.

Financial leverage ini sangat berkaitan erat dengan penciptaan suatu struktur modal yang dapat mempengaruhi struktur kebijakan di mana selanjutnya dapat mempengaruhi kemampuan suatu perusahaan untuk membuat berbagai pilihan strategi (Jensen, 1986). Struktur modal yang tepat adalah sebagai suatu keputusan kritis untuk berbagai organisasi bisnis. Selain keputusan tersebut adalah penting karena adanya kebutuhan untuk memaksimalkan keuntungan pada berbagai macam organisasi bisnis, keputusan tersebut juga berdampak pada suatu kemampuan perusahaan untuk dapat berjalan dengan lingkungan bersaingnya.

Keputusan pendanaan berkaitan dengan sumber dana, baik yang berasal dari dalam (internal) maupun dari luar (eksternal) perusahaan. Sumber dana internal berasal dari dana yang terkumpul dari laba yang ditahan yang berasal dari hasil kegiatan perusahaan. Sedangkan sumber dana eksternal berasal dari pemilik atau peserta yang merupakan komponen modal sendiri yang dapat diperoleh melalui *IPO* dan dana yang berasal dari para kreditur yang merupakan modal pinjaman atau hutang.

Financial leverage ini dapat diproksikan oleh DER (Leonard Panjaitan, 2001) Perusahaan yang memiliki tingkat *financial leverage* tinggi akan lebih cenderung menggunakan dana hasil *IPO* nya untuk membayar hutangnya daripada

untuk kegiatan investasi guna melakukan ekspansi baru. Daljono (2000) menyatakan bahwa apabila *financial leverage* tinggi, menunjukkan risiko suatu perusahaan tinggi pula. Para investor dalam melakukan keputusan investasi tentu akan mempertimbangkan informasi *financial leverage*. Oleh sebab itu tingkat ketidakpastiannya akan semakin tinggi dan menyebabkan semakin tingginya tingkat *underpricing*. Sehingga pengaruh *financial leverage* terhadap tingkat *underpricing* adalah positif.

2.2. Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu mengenai *IPO* memfokuskan pada besarnya *initial return* yang didefinisikan sebagai *return* yang diterima investor di pasar perdana yang diperoleh dari selisih antara harga surat berharga pada saat penawaran umum (*offering price*) dengan harga surat berharga saat penutupan hari pertama *listing* di pasar sekunder (Balvers, 1988). Dalam penelitian ini dikemukakan bahwa *auditor* yang bereputasi dan penjamin emisi yang bereputasi berpengaruh negatif terhadap *initial return*. Keduanya akan mengurangi tingkat *initial return*.

Balvers (1988) menguji pengaruh reputasi *auditor* dengan tingkat *initial return* dengan menggunakan *control variable* penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, tipe penjamin emisi dan indikator perusahaan minyak dan gas yang disebut sebagai *ex-ante uncertainty*. Dengan menggunakan teknik analisis regresi berganda diperoleh hasil bahwa reputasi *auditor*, reputasi penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, tipe

penjamin emisi dan indikator perusahaan minyak dan gas berpengaruh signifikan terhadap *initial return*.

Hasil penelitian Carter dan Dark (1992) dalam Rina Trisnawati (1999) menunjukkan bahwa *initial return* dipengaruhi oleh reputasi penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, *gross proceed* dan simpangan baku *return*. Penelitian ini kemudian diperluas oleh Christy *et al.* (1996) dengan menguji *return* saham setelah 15 hari dari tanggal *IPO*. Hasilnya adalah variabel-variabel yang telah diuji ternyata tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham setelah 15 hari dari tanggal *IPO*.

Senbet (1992) dan Mc Guinness (1992) menjelaskan bahwa fenomena *initial return* disebabkan oleh adanya asimetri informasi. Baron (1982) menyatakan bahwa asimetri informasi ini dapat terjadi antara penjamin emisi efek dengan perusahaan emiten. Sementara itu Rock (1986) mengemukakan bahwa asimetri informasi terdapat pada investor yang memiliki cukup informasi (*informed investor*) dan investor yang kurang memiliki informasi yang memadai (*uninformed investor*). *Informed investor* yang mengetahui informasi lebih banyak mengenai prospek perusahaan emiten akan membeli saham-saham *IPO* yang *underpriced* saja. Sementara *uninformed investor* melakukan pembelian secara sembarangan pada baik saham-saham *IPO* yang *overpriced* maupun *underpriced* karena tidak memiliki informasi yang memadai.

Kunz dan Aggarwal (1994) meneliti mengenai terjadinya *underpriced* di Swiss dengan periode penelitian dari tahun 1983–1989 menemukan bahwa asimetri informasi dan persaingan antar bankir investasi berpengaruh secara signifikan

terhadap *initial return* sementara itu bagian untuk lembaga dan pengalaman perusahaan tidak signifikan. Dalam penelitian ini, Kunz dan Aggarwal (1994) menggunakan metode *cross section regression*.

How *et al.* (1995) meneliti pengaruh resiko pada 20 hari setelah *IPO*, besaran *IPO*, umur perusahaan, reputasi akuntan, 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 prospektus hingga pencatatan, kondisi pasar, tingkat hutang dan rasio efek dari kepemilikan. Hasilnya adalah bahwa jarak hari dari pendaftaran prospektus hingga pencatatan, besaran *IPO* dan biaya penjaminan emisi berpengaruh secara signifikan sementara variabel lainnya tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *initial return*.

Dengan metode yang sama Lee *et al.* (1996) melakukan penelitian untuk *IPO* di Australia. Pada penelitian ini digunakan variabel-variabel seperti besarnya *IPO*, total aset, umur perusahaan, waktu untuk pencatatan, asimetri informasi dan adanya opsi serta besarnya kepemilikan yang ditahan. Hasil penelitian ini adalah umur perusahaan, waktu pencatatan dan jumlah kepemilikan yang ditahan berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *initial return*.

Sementara itu di Bursa Efek Jakarta, penelitian-penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi terjadinya *initial return* telah banyak pula dilakukan di antaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Rina Trisnawati (1999) yang menggunakan metode regresi berganda untuk menjelaskan terjadinya fenomena *initial return* dengan menggunakan variabel-variabel yang dimuat dalam

prospektus seperti reputasi *auditor*, reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan pada publik saat *IPO*, *Return on Asset (ROA)* dan rasio hutang perusahaan. Penelitian ini menyimpulkan bahwa hanya umur perusahaan yang memiliki pengaruh secara signifikan dan pengaruhnya adalah positif sementara itu variabel-variabel lainnya tidak berpengaruh secara signifikan.

Daljono (2000) menggunakan metode yang sama dalam penelitiannya di Bursa Efek Jakarta dengan periode pengamatan selama tahun 1990 hingga 1997 menemukan bahwa reputasi penjamin emisi efek dan *financial leverage* berpengaruh signifikan terhadap tingkat *initial return* sementara reputasi *auditor*, umur perusahaan, kepemilikan saham yang ditawarkan ke publik, *Return on Asset (ROA)* dan *Solvability Ratio* tidak berpengaruh secara signifikan.

Kiyamaz (2000) dalam penelitian di *Istanbul Stock Exchange* menggunakan faktor-faktor seperti ukuran perusahaan, umur perusahaan, *proceeds*, kondisi pasar, harga yang ditawarkan, jarak waktu pengumuman, banyaknya investor kelembagaan dan banyaknya saham yang ditawarkan terhadap *initial return*. Pada penelitian ini ditemukan bahwa faktor-faktor yang berpengaruh secara signifikan terhadap terjadinya *initial return* adalah ukuran emiten, jarak waktu pengumuman *IPO* terhadap peristiwa *IPO*, banyaknya investor kelembagaan dan banyaknya saham yang dikeluarkan.

Scherman (1992) menemukan bahwa besaran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*, sekalipun tidak dinyatakan apakah pengaruh tersebut positif ataupun negatif. Kim *et al.* (1993) meneliti tentang bagaimana pengaruh profitabilitas dan *leverage finansial* terhadap *return* awal

dalam penawaran saham perdana di pasar modal Korea. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa kedua variabel tersebut secara signifikan berpengaruh terhadap *return* awal. Di mana profitabilitas memberikan informasi kepada pihak luar perusahaan mengenai efektifitas operasional perusahaan, di mana profitabilitas yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang lebih tinggi. Laba merupakan informasi yang penting bagi investor dalam pengambilan keputusan. Dengan profitabilitas yang tinggi akan menarik lebih banyak investor untuk melakukan investasi sehingga permintaan akan saham perusahaan meningkat. Akibatnya harga saham akan naik dan perubahan harga di antara transaksi yang terjadi semakin kecil. Dengan demikian ada hubungan negatif antara profitabilitas dengan tingkat *underpricing*. Semakin tinggi profitabilitasnya maka semakin rendah tingkat *underpricing* (Kim *et al.*, 1993).

Lee (1995) menemukan bahwa tingkat *return* awal dipengaruhi oleh faktor jumlah saham yang ditawarkan, jumlah aktiva, umur perusahaan, waktu *listing*, standar deviasi dan prosentase saham yang ditahan oleh pemilik lama.

Secara ringkas penelitian terdahulu mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *underpricing* dapat dilihat pada Tabel 2.1. berikut ini.

Tabel 2.1.

Ringkasan Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Tahun	Variabel	Teknik Analisis	Hasil Penelitian
1	Balvers	1988	Reputasi auditor, penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, tipe penjamin emisi dan indikator industri	Regresi Berganda	Reputasi Auditor, penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, tipe penjamin emisi dan indikator industri berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i>
2	Beatty	1989	Reputasi <i>underwriter</i> , umur klien, tipe penjaminan, % saham yang ditahan, indikasi <i>oil</i> dan <i>gas</i> , reputasi auditor.	<i>Two Stage Regression</i>	Reputasi <i>underwriter</i> , umur klien, tipe penjaminan, % saham yang ditahan, indikasi <i>oil</i> dan <i>gas</i> , reputasi auditor berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i>
3	Carter and Manaster	1990	Reputasi <i>underwriter</i> , <i>insider</i> , saham yang ditawarkan, Umur.	<i>Logistic Regression</i>	Reputasi <i>underwriter</i> , <i>insider</i> , saham yang ditawarkan, Umur berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i>
4	Taylor dan Walter	1990	Penundaan <i>listing</i>	Regresi	Penundaan <i>listing</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i>
5	Carter dan Dark	1992	Reputasi penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, <i>gross proceeds</i> , simpangan baku <i>return</i>	Regresi Berganda	Reputasi penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, <i>gross proceeds</i> , simpangan baku <i>return</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i>
6	David M. and Lemma W. S	1992	Beta, besarnya saham yang ditawarkan, umur, <i>rerisk</i>	Korelasi	Besarnya saham yang ditawarkan, umur, <i>rerisk</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i>
7	Kim <i>et al.</i>	1993	Kualitas <i>underwriter</i> , kepemilikan yang ditahan, besarnya saham yang ditawarkan, investasi, hutang, RRA, <i>forced</i>	<i>Multivariate Regression</i>	Kualitas <i>underwriter</i> , kepemilikan yang ditahan, besarnya saham yang ditawarkan, investasi, RRA berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i>
8	How <i>et al.</i>	1995	Reputasi <i>underwriter</i> (pendapatan dan frekuensi penjaminan), ketidakpastian pasar, jumlah saham yang ditawarkan, umur perusahaan, reputasi akuntan, reputasi ahli, frekuensi laporan, <i>delay</i> , kondisi pasar, tingkat hutang	<i>Multivariate Least Square Regression</i>	Reputasi <i>underwriter</i> (pendapatan dan frekuensi penjaminan), jumlah saham yang ditawarkan, reputasi ahli, frekuensi laporan, dan <i>delay</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i>
9	Jelic and Soadowni	1995	Besarnya perusahaan, % saham yang ditahan pemilik, pengalaman perusahaan, umur perusahaan, reputasi auditor	Korelasi Regresi	Besarnya perusahaan, % saham yang ditahan pemilik, pengalaman perusahaan, umur perusahaan, reputasi auditor berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i>
10	Lee <i>et al.</i>	1996	Besarnya <i>IPO</i> , total aset, umur perusahaan, waktu untuk pencatatan, asimetri informasi dan	Regresi Berganda	Umur perusahaan, waktu pencatatan dan jumlah kepemilikan yang ditahan

			adanya opsi serta besarnya kepemilikan yang ditahan		berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i>
11	Carter	1998	Reputation <i>underwriter</i> , saham yang ditawarkan, umur, <i>standart deviation and return</i>	Korelasi	Reputasi <i>underwriter</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i>
12	Rina Trisnawati	1999	Reputasi <i>auditor</i> , reputasi penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan, umur emiten, ROA dan <i>financial leverage</i> .	Regresi Berganda	Umur emiten berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i>
13	Kiyamaz	2000	Ukuran perusahaan, umur perusahaan, <i>proceeds</i> , kondisi pasar, harga yang ditawarkan, jarak waktu pengumuman, banyaknya investor kelembagaan dan banyaknya saham yang ditawarkan.	Regresi Berganda	Ukuran emiten, jarak waktu pengumuman <i>IPO</i> dengan peristiwa <i>IPO</i> , investor kelembagaan dan banyaknya saham yang dikeluarkan berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i>
14	Daljono	2000	Reputasi penjamin emisi, <i>financial leverage</i> , reputasi auditor, umur, kepemilikan yang ditawarkan ke publik, ROA dan <i>Solvability Ratio</i>	Regresi Berganda	<i>Financial leverage</i> dan reputasi <i>underwriter</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i>
15	Salis T.H.	2001	Reputasi <i>underwriter</i> , reputasi auditor, umur, jumlah saham yang ditawarkan, % saham yang ditahan	Regresi Berganda	Reputasi <i>underwriter</i> , reputasi auditor, umur, jumlah saham yang ditawarkan berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i>
16	Abdullah Syukriy	2001	Total aktiva, ROE, presentase saham yang ditawarkan, jenis industri	Regresi Berganda	ROE dan jenis industri berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i>

Sumber : Berbagai penelitian diringkaskan.

Dari berbagai penelitian di atas dapat dijelaskan terdapat ketidakkonsistenan hasil penelitian, baik yang dilakukan di Indonesia maupun di luar negeri, sehingga masih perlu dilakukan penelitian kembali terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing*.

2.3. Perbedaan Penelitian Dengan Penelitian Terdahulu

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Rina Trisnawati (1999) dan Daljono (2000) dengan menggunakan variabel tertentu yang digunakan oleh kedua peneliti tersebut yaitu reputasi penjamin emisi efek, umur perusahaan,

rentabilitas dan *financial leverage* serta ditambah variabel yang berbeda yaitu besaran perusahaan, dan kondisi pasar saham.

Variabel-variabel yang digunakan pada penelitian Rina Trisnawati (1999) dan Daljono (2000) tersebut di atas digunakan kembali dalam penelitian ini karena kedua peneliti tersebut memperoleh hasil yang berbeda pada penelitiannya sehingga dirasakan perlu untuk dilakukan pengujian kembali dengan variabel yang sama. Besaran perusahaan, dan kondisi pasar dipergunakan dalam penelitian ini dilandasi dengan pemikiran bahwa secara umum, variabel-variabel ini jarang digunakan sehingga perlu diteliti lebih lanjut mengenai pengaruh dari variabel-variabel ini terhadap tingkat *initial return*. Meskipun demikian variabel ini pernah digunakan oleh Kiymaz (2000) di *Istanbul Stock Exchange* namun masih sedikit penelitian di Bursa Efek Jakarta yang menggunakan variabel ini.

Dibandingkan dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini memiliki beberapa perbedaan. Perbedaan pertama, penelitian Rina Trisnawati melakukan penelitian dari tahun 1994-1995 di mana periode tersebut merupakan periode sebelum terjadinya krisis ekonomi di Indonesia, sedangkan periode penelitian ini melanjutkan penelitiannya yaitu 1999-2003 yang merupakan periode setelah terjadinya krisis ekonomi di Indonesia, selain itu penelitian ini memasukkan variabel jangka waktu listing, reputasi penjamin emisi dan kondisi pasar.

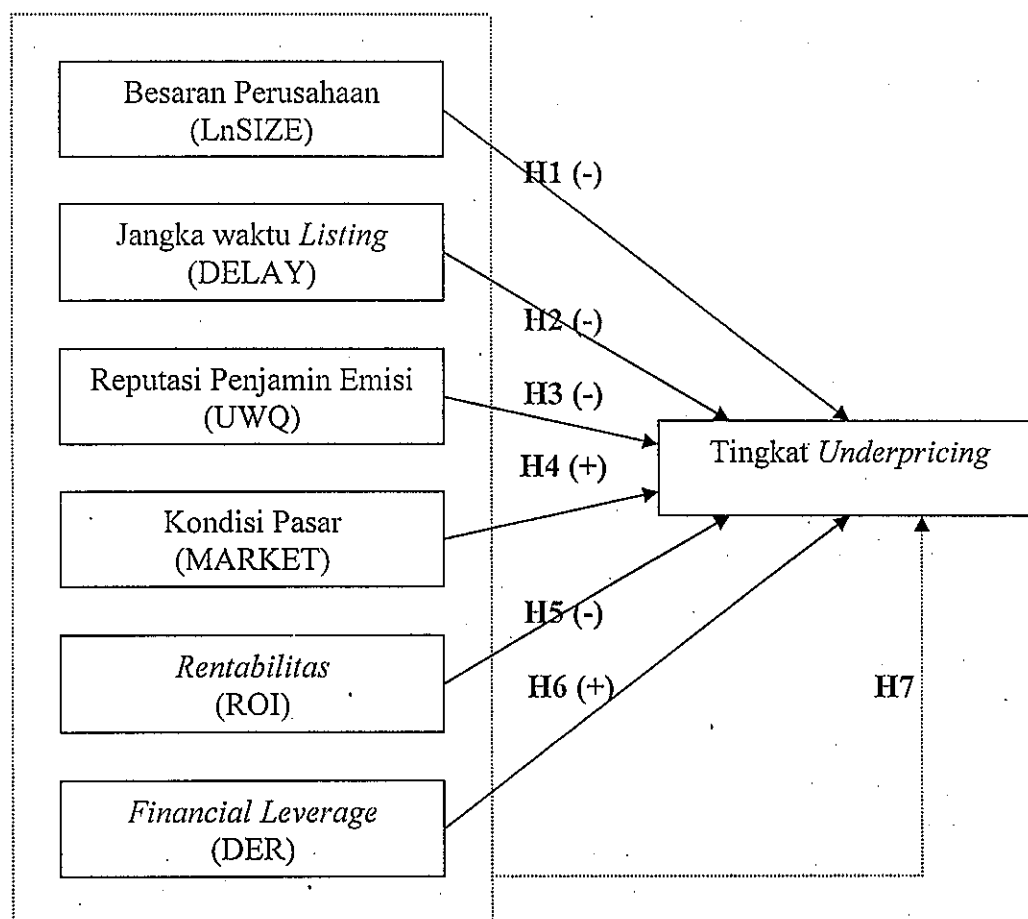
2.4. Kerangka Pemikiran Teoritis

Dari penjelasan tinjauan teoritis dan hasil dari penelitian-penelitian terdahulu maka yang menjadi variabel-variabel dalam penelitian ini adalah : besaran perusahaan, waktu *listing*, reputasi penjamin emisi, kondisi pasar, *rentabilitas* dan *financial leverage* sebagai variabel *independent* (variabel bebas) dan tingkat *underpricing* sebagai variabel *dependent* (variabel terikat).

Pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dapat digambarkan pada Gambar 2.1. berikut ini.

Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran Teoritis



2.5. Perumusan Hipotesis

Hipotesis adalah suatu pernyataan mengenai konsep-konsep yang dapat dinilai benar atau salah untuk diujikan secara empiris (Copper dan Emory, 1996). Jadi hipotesis merupakan suatu rumusan yang menyatakan adanya hubungan tertentu atau antar dua variabel atau lebih. Hipotesis ini bersifat sementara, dalam arti dapat diganti dengan hipotesis lain yang lebih tepat dan lebih benar berdasar pengujian.

Dalam penelitian ini, hipotesis yang diajukan dan yang akan diuji adalah sebagai berikut :

H1 : Besaran perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*

H2 : Waktu *listing* berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*

H3 : Reputasi penjamin emisi berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*

H4 : Kondisi pasar berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*

H5 : Rentabilitas berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*

H6 : *Financial leverage* berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*

H7 : Besaran perusahaan, waktu *listing*, reputasi penjamin emisi, kondisi pasar, rentabilitas dan *financial leverage* secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*

2.6. Definisi Operasional Variabel

Pengertian dari masing – masing variabel dalam penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. *Underpricing*

Underpricing didefinisikan sebagai *return* positif yang diterima investor di pasar perdana yang diperoleh dari selisih antara harga surat berharga pada saat penawaran umum (*offering price*) dengan harga surat berharga saat penutupan hari pertama *listing* di pasar sekunder (Balvers *et al*, 1988 dalam Rina Trisnawati, 1999).

Perhitungan *underpricing*, dihitung dengan rumus dari Kunz dan Aggarwal (1994) :

$$UP = \frac{(P1 - P0)}{P0} \times 100$$

Dimana P_0 : harga penawaran perdana

P_1 : harga penutupan pada hari pertama di pasar sekunder

UP : *underpricing*

2. Besaran perusahaan

Ukuran yang digunakan untuk variabel ini adalah jumlah total aktiva perusahaan tahun terakhir sebelum perusahaan *listing* di pasar modal (Abdullah Syukriy, 2001). Dalam penelitian ini akan digunakan total aktiva yang ditransformasi ke logaritma natural (Ln).

3. Jangka waktu *listing*

Merupakan jumlah hari dari prospectus disahkan sampai dengan tanggal *listing* di pasar modal (How, 1995).

4. Reputasi penjamin emisi (*Underwriter*) :

Reputasi *underwriter* disini diproksikan dengan frekuensi *underwriter* memberikan jasa penjaminan emisi pada sampel yang ada (How, 1995).

5. Kondisi pasar

Kondisi pasar diwakili oleh tingkat *return* pasar pada hari di mana suatu saham perusahaan mulai diperdagangkan pertama kalinya di pasar sekunder. Beberapa penelitian seperti penelitian Kiyamaz (2000) dan D.E. Wardhani (2003) menggunakan variabel ini dalam penelitiannya. Tingkat *return* pasar ini dihitung dengan cara sebagai berikut :

$$\text{Return pasar} = \left[\frac{IHS\text{G}_{close} - IHS\text{G}_{open}}{IHS\text{G}_{open}} \right] \times 100 \%$$

Dimana :

$IHS\text{G}_{close}$ = IHSG penutupan pada hari dimana suatu saham pertama kalinya diperdagangkan di pasar sekunder.

$IHS\text{G}_{open}$ = IHSG pembukaan pada hari dimana suatu saham pertama kalinya diperdagangkan di pasar sekunder.

Return IHSG digunakan sebagai *proxy return* pasar karena pergerakan IHSG mewakili pergerakan saham-saham di Bursa Efek Jakarta secara keseluruhan. Kiyamaz (2000) dalam penelitiannya di *Istanbul Stock Exchange* juga menggunakan *return Composite Stock Price Index* yang ada di *Istanbul Stock Exchange* untuk mewakili *return* pasar di *Istanbul Stock Exchange*.

6. Rentabilitas

Rentabilitas dalam penelitian ini diwakili oleh rasio ROA (seringpula disebut dengan ROI). Rasio ROA digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan cara memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Rasio ini merupakan rasio yang terpenting di antara rasio rentabilitas yang ada. ROA seringpula disebut juga ROI (*return on investment*). Nilai ROI atau ROA dapat diukur dengan rumus (Robbert Ang, 1997) :

$$ROA = \frac{NIAT}{TA}$$

Dimana :

ROA : *Return on Assets* seringkali disebut dengan ROI (*Return on Investment*)

NIAT : Net Income After Tax

TA : Total Assets

7. Financial Leverage

Variabel ini diukur dengan rasio *DER*. Cara yang sama juga dilakukan oleh Kim *et al.* (1993) dan Rina Trisnawati (1999). Robbert Ang (1997) menyatakan bahwa *DER* dapat dihitung dengan rumus :

$$DER = \frac{TD}{TSE}$$

Dimana :

DER : *Debt to Equity Ratio*

TD : *Total Debt*

TSE : *Total Shareholder's Equity*

Untuk lebih memudahkan dalam memahami definisi operasional di atas, berikut ini dibuat tabel ikhtisar variabel yang digunakan dalam penelitian ini

Tabel 2.2.

Ikhtisar Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Notasi	Definisi	Skala / Indikator	Referensi
1	<i>Underpricing</i>	UNDP	<i>return</i> positif yang diterima investor di pasar perdana yang diperoleh dari selisih antara harga surat berharga pada saat penawaran umum (<i>offering price</i>) dengan harga surat berharga saat penutupan hari pertama <i>listing</i> di pasar sekunder	$UP = \frac{P1 - P0}{P0} * 100\%$ Po : harga penawaran perdana P1 : harga penutupan pada hari pertama di pasar sekunder UP : <i>underpricing</i>	Balvers <i>et al.</i> (1988) dan Kunz dan Aggarwal (1994)
2	Besaran perusahaan	Ln SIZE	Diukur dari jumlah total aktiva untuk tahun terakhir sebelum perusahaan melakukan IPO	Total aktiva ditransformasi ke logaritma natural	Nurhidayati dan Indriantoro (1998), Kim <i>et al.</i> (1993)
3	Jangka waktu <i>listing</i>	DELAY	Jumlah hari dari Prospektus disahkan sampai dengan tanggal perusahaan	Jumlah hari	How (1993) dan H.I. Diananingsih (2003)

			<i>listing</i>		
4	Reputasi penjamin emisi / <i>underwriter</i>	UWQ	Peringkat penjamin emisi saham atau <i>underwriter</i> , diukur dari banyaknya jumlah klien pada emiten / perusahaan yang dijamin	Jumlah klien	How (1995) dan D.E. Wardhani (2003)
5	Kondisi pasar	MARKET	Kondisi pasar diukur dari return pasar pada hari dimana suatu saham perusahaan mulai diperdagangkan pertama kalinya di pasar sekunder	$\left[\frac{IHS_{close} - IHS_{open}}{IHS_{open}} \right] \times 100 \%$	Kiyamaz (2000) dan D.E. Wardhani (2003)
6	Rentabilitas diukur dengan ROA atau seringkali disebut dengan ROI	ROI	Rasio laba setelah pajak atau Net Income After Tax (NIAT) terhadap total aset	$ROA = \frac{NIAT}{TA}$	Robbert Ang (1997) dan Daljono (2000)
7	<i>Financial Leverage</i> diukur dengan DER	LEVERAGE	Perbandingan antara seluruh hutang, baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang dengan modal sendiri	$DER = \frac{TD}{TSE}$	Robbert Ang (1997), Rina Trisnawati (1999) dan L. Panjaitan (2001)

Sumber : Beberapa Jurnal dan Literatur.

BAB III METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Sebagai 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. Di samping data kuantitatif, jenis data yang relevan untuk dikumpulkan dapat pula diklasifikasikan pula menurut cara memperolehnya dan waktu pengumpulannya. Berdasarkan cara memperolehnya, jenis data yang dipakai di dalam penelitian ini adalah data sekunder.

Data yang digunakan berupa harga saham perdana, harga saham penutupan pada hari pertama, besarnya perusahaan yang diproksi dengan total asset, *delay listing* yang diproksi dengan jumlah hari dari prospektus disahkan sampai dengan perusahaan *listing* di bursa, reputasi *underwriter* yang diproksi dengan frekuensi *underwriter* melakukan jasa penjaminan emisi pada sampel yang ada, ROI dan DER serta kondisi pasar yang diproksi dari *return* pasar pada hari pertama perdagangan saham untuk setiap masing-masing saham yang dihasilkan dari IHSG penutupan pada hari pertama perdagangan dikurangi dengan IHSG pembukaan dibagi dengan IHSG penutupan.

Berikut ini adalah sumber data yang digunakan dalam penelitian ini :

1. Data harga perdana, total aset, *underwriter*, ROI dan DER diperoleh dari prospektus penawaran saham masing-masing perusahaan yang melakukan IPO.

2. Data harga penutupan saham pada hari pertama, data IHSG pembukaan dan penutupan pada saat *listing* diperoleh dari Harian Bisnis Indonesia.
3. Data tanggal pernyataan efektif (disahkannya) untuk penawaran saham diperoleh dari BAPEPAM.

3.2. Populasi dan Sampel

Dalam penelitian ini populasi obyek penelitian ini adalah semua perusahaan yang *go public* yang melakukan penawaran perdana (*IPO*) selama periode 1999-2003 di Bursa Efek Jakarta. Semua perusahaan *go public* yang melakukan IPO di BEJ pada tahun 1999-2003 sebanyak 86 perusahaan. Dengan menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria, perusahaan yang *go public*, terdaftar di Bursa Efek Jakarta, dan mengalami *underpriced*, yaitu perusahaan yang harga penawaran saham pada saat IPO lebih rendah dibandingkan harganya pada saat penutupan di pasar sekunder hari pertama. Jumlah sampel dalam penelitian ini sebanyak 71 perusahaan. Dengan perhitungan bahwa dari 86 perusahaan yang melakukan *IPO* ternyata 7 perusahaan mengalami *overpriced* dan 8 perusahaan tidak mengalami *underpriced* atau *overpriced*, sehingga harus dikeluarkan dari sampel.

3.3. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Pengumpulan data dimulai dengan tahap penelitian pendahuluan yaitu melakukan studi kepustakaan dengan mempelajari buku-buku dan bacaan-

bacaan lain yang berhubungan dengan pokok bahasan dalam penelitian ini. Pada tahap ini juga dilakukan pengkajian data yang dibutuhkan, yaitu mengenai jenis data yang dibutuhkan, ketersediaan data, cara memperoleh data, dan gambaran cara pengolahan data. Tahapan selanjutnya adalah penelitian pokok yang digunakan untuk mengumpulkan keseluruhan data yang dibutuhkan guna menjawab persoalan penelitian dan memperkaya literatur untuk menunjang data kuantitatif yang diperoleh.

3.4. Teknis Analisis

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). Sementara itu, model regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\text{UNDP} = a - b_1(\text{LnSIZE}) - b_2(\text{DELAY}) - b_3(\text{UWQ}) + b_4(\text{MARKET}) - b_5(\text{ROI}) + b_6(\text{DER}) + \varepsilon$$

- Di mana :
- UNDP : *Underpricing*
- a : konstanta
- b1...b6 : koefisien regresi
- LnSIZE : Besaran perusahaan (Ditransformasi ke Logaritma Natural)
- DELAY : Waktu *listing*
- UWQ : Reputasi *underwriter*
- MARKET : Kondisi pasar
- ROI : Rentabilitas (diwakili oleh ROI)
- DER : *Financial leverage* (diwakili oleh DER)
- ε : *error term*.

3.4.1. Pengujian Hipotesis

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 / 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

σb = 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_o akan ditolak, demikian pula sebaliknya. Nilai F hitung dihitung dengan rumus :

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

Dimana :

R^2 = *Explained sum of squares* (ESS) / Koefisien determinasi

$1 - R^2$ = *Residual sum of squares* (RSS)

n = Jumlah sampel

k = Jumlah variabel

3.4.2. 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.

3.4.2.1. 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.

3.4.2.2. 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

3.4.2.3. 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).

3.4.2.4. 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.

BAB IV ANALISIS DATA

4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian

Obyek penelitian dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*) dan mengalami *underpriced* di Bursa Efek Jakarta selama periode tahun 1999-2003. Selama periode penelitian tercatat sebanyak 71 perusahaan yang melakukan IPO dan mengalami *underpriced*. Pada bagian berikutnya akan dibahas mengenai besaran perusahaan, penjamin emisi, laba / rugi bersih dan hutang perusahaan.

4.1.1. Besaran Perusahaan Obyek Penelitian

Besaran perusahaan dilihat dari total aset perusahaan Total aset yang digunakan dalam penelitian ini adalah total aset tahun terakhir sebelum perusahaan melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta. Klasifikasi skala perusahaan berdasarkan total aset yang dimilikinya dapat dilihat pada Tabel 4.1. berikut ini.

Tabel 4.1.

Klasifikasi Total Aset Perusahaan

No.	Total Aset (Dalam Juta Rupiah)	Jumlah	Prosentase
1.	< 100.000	29	40,85%
2.	100.000 – 1.000.000	33	46,48%
3.	> 1.000.0000	9	12,67%
	Total	71	100%

Sumber : Prospektus dan *Indonesian Capital Market Directory*, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.1. tersebut maka dapat diketahui bahwa sebanyak 29 (40,85%) perusahaan memiliki total aset kurang dari Rp. 100 milyar, sebanyak 33 (46,48%) perusahaan memiliki total aset antara Rp. 100 milyar hingga Rp. 1 trilyun dan sebanyak 9 (12,67%) perusahaan memiliki total aset yang lebih besar dari Rp. 1 trilyun.

4.1.2. Penjamin Emisi Efek Yang Digunakan Obyek Penelitian

Penjamin Emisi Efek merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dari proses *IPO* karena peranannya yang sangat besar pada masa tersebut. Agar dapat diketahui penjamin emisi efek yang menjamin emisi saham-saham perusahaan dalam penelitian ini maka pada Tabel 4.2. berikut ini akan diklasifikasikan penjamin emisi efek berdasarkan frekuensi melakukan penjaminan efek pada *IPO* perusahaan yang ditangani.

Tabel 4.2.

Frekuensi Penjamin Emisi Melakukan *Underwriting*

No.	Frekuensi Penjaminan Emisi	Jumlah	Prosentase
1.	< 4 kali	26	89,65%
2.	4 - 10 kali	2	6,90%
3.	> 10 kali	1	3,45
Total		29	100%

Sumber : Prospektus dan *Indonesian Capital Market Directory*, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.2. di atas maka dapat diketahui bahwa ternyata terdapat 29 penjamin emisi yang berbeda yang digunakan oleh perusahaan yang menjadi obyek penelitian dalam proses *IPO*. Kebanyakan penjamin emisi tersebut

(89,65%) pernah menjamin emisi efek antara sekali hingga empat kali, sebanyak 2 penjamin emisi efek pernah melakukan penjaminan emisi dengan frekuensi antara 5 hingga 10 kali dan hanya satu penjamin emisi efek yang telah melakukan penjaminan emisi dengan frekuensi lebih dari 10 kali.

4.1.3. Laba / Rugi Bersih Obyek Penelitian

Pada bagian ini akan diberikan gambaran mengenai laba / rugi bersih dari perusahaan-perusahaan yang menjadi obyek penelitian. Pada Tabel 4.3. berikut ini dapat dilihat ringkasan secara umum dari laba / rugi bersih perusahaan.

Tabel 4.3.

Laba / Rugi Bersih Perusahaan-Perusahaan Obyek Penelitian

Laba / (Rugi)	Jumlah	%
Rugi	7	9,85%
Laba < Rp. 100 Milyar	57	80,27%
Laba Rp. 100 Milyar s/d Rp. 1 Trilyun	4	5,63%
Laba > Rp. 1 Trilyun	3	4,25%

Sumber : Prospektus dan *Indonesian Capital Market Directory*, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.3. di atas maka dapat diketahui bahwa sebanyak 7 perusahaan (9,85%) masih membukukan rugi bersih pada saat melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Jakarta. Perusahaan yang mengalami kerugian bersih terbesar adalah P.T. Metamedia Technologies dengan kerugian Rp. 26,291 milyar. Sebanyak 57 perusahaan (80,27%) membukukan laba bersih kurang dari Rp. 100 milyar, dan sebanyak 4 perusahaan (5,63%) membukukan laba bersih

antara Rp. 100 milyar hingga Rp. 1 trilyun. Sebanyak 3 perusahaan (4,25%) membukukan laba bersih lebih dari Rp. 1 trilyun.

4.4. Hutang Perusahaan Obyek Penelitian

Pada bagian ini akan diberikan gambaran mengenai hutang dari perusahaan-perusahaan yang menjadi obyek penelitian. Pada Tabel 4.4. berikut ini dapat dilihat ringkasan secara umum dari hutang perusahaan.

Tabel 4.4.

Hutang Perusahaan-Perusahaan Obyek Penelitian

Hutang	Jumlah	%
< Rp. 100 Milyar	46	64,78%
Rp. 100 Milyar s/d Rp. 1 Trilyun	19	26,77%
> Rp. 1 Trilyun	6	8,45%

Sumber : Prospektus dan *Indonesian Capital Market Directory*, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.4. tersebut di atas maka dapat diketahui bahwa sebanyak 46 perusahaan (64,78%) memiliki hutang kurang dari Rp. 1 milyar. Dari tabel yang sama pula dapat diketahui bahwa sebanyak 19 perusahaan (26,77%) memiliki hutang antara Rp. 100 miliar hingga Rp. 1 trilyun. Sementara itu sebanyak 6 perusahaan (8,45%) memiliki hutang lebih dari Rp. 1 trilyun.

4.2. Statistika Deskriptif Variabel-Variabel Yang Digunakan

Statistika deskriptif variabel-variabel yang digunakan pada penelitian ini seperti variabel besaran perusahaan ($\ln\text{SIZE}$), waktu *listing* (DELAY), reputasi

penjamin emisi (UWQ), kondisi pasar (MARKET), rentabilitas (ROI), *financial leverage* (LEVERAGE) dan tingkat *underpricing* (UNDP) akan dibahas pada bagian ini. Pada Tabel 4.5. berikut ini dapat dilihat ringkasan statistika deskriptif dari variabel-variabel yang digunakan pada penelitian ini.

Tabel 4.5.

Statistika Deskriptif Variabel Yang Digunakan

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Deviasi Standard
LnSIZE	71	8,90	16,07	11,9895	1,56734
DELAY (Hari)	71	7	444	28,39444	50,55647
UWQ (Frekuensi)	71	1	14	5,7887	4,64425
MARKET (%)	71	-3	14	0,35	2,475
ROI %	71	-124	25	2,15	16,724
LEVERAGE (X)	71	0,03	17,2	1,558	2,64685
UNDP (%)	71	2	480	61,96	76,097

Berbagai sumber, diolah.

4.2.1. Statistika Deskriptif Variabel LnSIZE

Berdasarkan Tabel 4.5. dapat dilihat bahwa nilai rata-rata variabel besaran perusahaan (LnSIZE) adalah sebesar 11,9898 atau sebesar Rp. 673.059.900.000, hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan yang melakukan IPO merupakan perusahaan dengan kategori menengah. Nilai tertinggi dari besaran perusahaan adalah sebesar 16,07 (dalam logaritma natural) atau senilai Rp. 9.544.341.000.000 yang dimiliki oleh PT. Bank Buana Indonesia yang bergerak di industri perbankan, sedangkan nilai terkecil dari besaran perusahaan adalah sebesar 8,9 (dalam logaritma natural) atau senilai Rp. 7.309.000.000 yang dimiliki oleh PT. Dyviacom Intrabumi yang bergerak di bidang teknologi informasi.

4.2.2. Statistika Deskriptif Variabel DELAY

Berdasarkan Tabel 4.5. dapat dilihat bahwa variabel waktu *listing* (DELAY) memiliki nilai rata-rata sebesar 28,3944 hari. Hal ini memiliki makna bahwa jarak antara disahkannya (memperoleh pernyataan efektif) prospektus dengan jarak IPO adalah sekitar sebulan. Jarak waktu yang paling panjang dialami oleh PT. Danasupra Erapasific yaitu selama 444 hari, sedangkan jarak terpendek terjadi pada PT. Abdi Bangsa dengan jarak waktu selama 7 hari.

4.2.3. Statistika Deskriptif Variabel UWQ

Berdasarkan Tabel 4.5. dapat dilihat bahwa variabel reputasi penjamin emisi (UWQ) yang diukur dari frekuensi penjamin emisi melakukan *underwriting* terhadap perusahaan yang IPO adalah sebesar 5,7887 kali. Hal ini menunjukkan bahwa secara umum penjamin emisi yang digunakan oleh perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini telah kurang lebih melakukan penjaminan emisi (*underwriting*) sekitar 5 hingga 6 kali. Nilai maksimum variabel UWQ adalah 14 yang artinya terdapat penjamin emisi yang telah 14 kali melakukan *underwriting* pada perusahaan-perusahaan sampel. Atau terdapat 14 perusahaan sampel yang menggunakan penjamin emisi yang sama. Penjamin emisi yang sering digunakan oleh perusahaan sampel ini adalah PT. Trimegah Securindo Lestasri. Nilai minimum variabel UWQ adalah sebesar 1 kali, dan ternyata banyak penjamin emisi yang hanya sekali digunakan oleh perusahaan-perusahaan sampel.

4.2.4. Statistika Deskriptif Variabel MARKET

Berdasarkan Tabel 4.5. maka dapat diketahui bahwa variabel kondisi pasar (MARKET) yang diukur dari *return* pasar pada saat perusahaan saham perusahaan tercatat pertama kalinya di Bursa Efek Jakarta memiliki nilai rata-rata sebesar 0,35%, hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan sampel melakukan IPO pada saat sedang IHSG naik atau terdapat *return* positif pada IHSG. Nilai maksimum variabel MARKET ini adalah sebesar 14% yang terjadi pada saat PT. Bintuni Minaraya mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 16 April 1999. Sedangkan nilai minimum variabel MARKET adalah sebesar -3% yang terjadi pada saat PT. Bank Victoria mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 30 Juni 1999.

4.2.5. Statistika Deskriptif Variabel ROI

Berdasarkan Tabel 4.5. maka dapat diketahui bahwa variabel rentabilitas (ROI) yang diukur dari ROI memiliki nilai rata-rata sebesar 2,15%. Hal ini menunjukkan bahwa pada saat mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta, kebanyakan perusahaan sampel memiliki rentabilitas yang baik di mana perusahaan mampu menghasilkan imbal hasil terhadap investasi (ROI) sebesar 2,15%. Nilai maksimum variabel ROI adalah sebesar 25% yang terjadi pada PT. Colorpack Indonesia. Sementara itu nilai minimum variabel ROI adalah sebesar -124% yang terjadi pada PT. Metamedia Technologies. Nilai ROI yang bertanda negatif sangat besar ini dapat terjadi karena PT. Metamedia Technologies merupakan perusahaan yang relatif baru dan bergerak di bidang teknologi.

informasi. Peraturan pencatatan saham yang ditentukan oleh Bursa Efek Jakarta membolehkan perusahaan yang masih rugi dapat mencatatkan sahamnya di papan pengembangan.

4.2.6. Statistika Deskriptif Variabel LEVERAGE

Berdasarkan Tabel 4.5. maka dapat diketahui bahwa variabel *financial leverage* (LEVERAGE) yang diwakili oleh DER (*debt to equity ratio*) memiliki nilai rata-rata sebesar 1,558 yang artinya secara umum perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel memiliki hutang sebesar 1,558 kali dari nilai modalnya. Nilai maksimum variabel LEVERAGE ini adalah sebesar 17,2 yang terjadi pada PT. Sugi Samapersada, sementara itu nilai minimum variabel LEVERAGE adalah sebesar 0,03 yang terjadi pada PT. United Capital Insurance.

4.2.7. Statistika Deskriptif Variabel UNDP

Berdasarkan Tabel 4.5. maka dapat diketahui bahwa nilai rata-rata variabel tingkat *underpricing* (UNDP) adalah sebesar 61,96% yang menunjukkan bahwa secara umum perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel memiliki tingkat *underpricing* yang relatif besar dan menghasilkan keuntungan (*return*) di hari pertama diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta sebesar 61,96%. Nilai maksimum tingkat *underpricing* adalah sebesar 480% yang terjadi pada saham PT. Ryane Adibusana, sementara itu nilai minimum dari variabel tingkat *underpricing* adalah sebesar 2% yang terjadi pada saham Artha Pacific Securities.

4.3. Analisis Data

4.3.1. 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 ekonometrik 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 Kolmogorov Smirnov satu arah untuk menguji normalitas data secara statistik, uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji Glejser dan uji multikolinearitas dengan menggunakan *Variance Inflation Factors* (VIF) serta uji otokorelasi dengan menggunakan Durbin Watson statistik.

4.3.1.1. 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 4.6. berikut ini akan disajikan hasil uji Kolmogorov Smirnov satu arah.

Tabel 4.6.

Hasil Uji Kolmogorov Smirnov

Nama Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statistik	Probabilitas
LnSIZE	0,954	0,323
DELAY	0,300	0,764
UWQ	0,272	0,786
MARKET	0,749	0,454
ROI	0,872	0,383
LEVERAGE	0,608	0,543
UNDP	0,815	0,415

Berbagai sumber, diolah.

Dari Tabel 4.6. 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.

4.3.1.2. 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 4.7.

Hasil Uji Glejser

Keterangan	t statistik	Signifikansi
LnSIZE	-0,099	0,316
DELAY	-0,001	0,410
UWQ	-0,003	0,827
MARKET	0,820	0,745
ROI	-0,720	0,061
LEVERAGE	-0,036	0,133

Keterangan : Variabel terikat adalah *absolute error*
Berbagai sumber, diolah.

Dari uji Glejser seperti yang terlihat pada Tabel 4.7. 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.

4.3.1.3. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah terdapat inter korelasi yang sempurna diantara beberapa variabel bebas yang digunakan dalam model. Apabila terjadi gejala multikolinieritas, 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 korelasi antar variabel-variabel bebas yang akan digunakan dalam persamaan regresi. Apabila sebagian atau seluruh variabel bebas berkorelasi kuat berarti terjadi multikolinieritas. Metode lain yang dapat dilakukan untuk menguji adanya multikolinieritas ini dapat dilihat pada *tolerance value* atau *Variance Inflation Factors (VIF)*. Batas *tolerance value* adalah 0,10 dan *Variance Inflation Factors (VIF)* adalah 10 (Hair et al., 1998 : 48). Jika nilai *tolerance value* di bawah 0,10 atau nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di atas 10 maka terjadi multikolinieritas. Untuk mendeteksi multikolinieritas ini dapat pula dilihat dari *condition index*. Nilai teoritis *condition index* adalah sebesar 20, jika lebih besar dari nilai tersebut maka diindikasikan terdapat multikolinieritas.

Tabel 4.8.

Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel	<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>
LnSIZE	0,944	1,059
DELAY	0,995	1,005
UWQ	0,979	1,022
MARKET	0,981	1,019
ROI	0,951	1,051
LEVERAGE	0,985	1,015
<i>Condition Index : 10,643</i>		

Berbagai sumber, diolah.

Dari Tabel 4.8. di atas dapat dilihat bahwa nilai *tolerance value* semua variabel berada di atas 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di bawah 10 serta koefisien *condition index* berada di bawah nilai 20, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas dalam persamaan regresi berganda.

4.3.1.4. 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 4.9.

Hasil Uji Durbin Watson

Nilai Durbin Watson	Kesimpulan
2,123	Tidak ada otokorelasi

Berbagai sumber, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.9. 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.

4.3.2. Pengujian Hipotesis

Sesuai dengan kaidah dalam melakukan analisis regresi berganda sebagaimana dinyatakan oleh Gujarati (1995), bahwa suatu persamaan regresi harus memiliki data yang terdistribusi normal, bebas heteroskedastisitas, dan bebas multikolinieritas serta bebas otokorelasi agar diperoleh persamaan regresi yang baik dan tidak bias. Dari hasil uji normalitas data yang telah dilakukan maka diketahui bahwa data yang digunakan dalam persamaan regresi ini terdistribusi

secara normal, bebas heteroskedastisitas, dan tidak terdapat multikolinieritas serta tidak terdapat otokorelasi sehingga memenuhi persyaratan untuk melakukan analisis regresi berganda dengan baik.

Untuk menjawab masalah, mencapai tujuan dan pembuktian hipotesis serta untuk mengetahui apakah variabel eksplanatori secara parsial berpengaruh secara signifikan (nyata) terhadap variabel terikat, maka perlu dilakukan uji t. Hasil analisis regresi berganda yang telah dilakukan dapat dilihat pada Tabel 4.10. sebagai berikut:

Tabel 4.10.

Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel	Koefisien Regresi	Nilai t	Signifikansi
Konstanta	2,922	1,083	0,283
SIZE	-0,182	-3,167*	0,002
DELAY	-0,002	-0,884	0,380
UWQ	-0,011	--2,201*	0,031
MARKET	2,026	0,568	0,572
ROI	-0,533	-0,995	0,324
LEVERAGE	0,013	4,333*	0,000
Nilai F : 20,652*	R ² : 0,659		

* signifikan pada tingkat signifikansi 5%

Variabel terikat adalah UNDP

Berbagai sumber, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.10. tersebut, maka dapat ditulis persamaan regresi sebagai berikut :

$$\text{UNDP} = 2,922 - 0,182(\text{LnSIZE}) - 0,002(\text{DELAY}) - 0,011(\text{UWQ}) + 2,026(\text{MARKET}) - 0,533(\text{ROI}) + 0,013(\text{LEVERAGE}) + e$$

Penjelasan mengenai analisis pengaruh dari masing-masing variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini akan dijelaskan di bagian selanjutnya.

4.3.2.1. Pengujian Hipotesis 1

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan dengan bantuan program SPSS 11.5 maka dapat diketahui bahwa variabel bebas LnSIZE (besaran perusahaan) memiliki koefisien regresi sebesar 0,182 dengan tanda negatif. Koefisien regresi variabel LnSIZE tersebut memiliki t hitung sebesar 3,167 yang lebih besar apabila dibandingkan dengan nilai t tabel dengan derajat bebas (*df*) sebesar 70 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,96. Berdasarkan hal ini maka hipotesis 1 yang menyatakan bahwa besaran perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*, diterima.

Temuan ini menunjukkan bahwa besaran perusahaan memiliki pengaruh yang negatif terhadap tingkat *underpricing*. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Kiyamaz (2000). Tingkat ketidakpastian perusahaan yang berskala besar pada umumnya rendah karena dengan skala yang tinggi perusahaan cenderung tidak dipengaruhi pasar, sebaliknya dapat mewarnai dan mempengaruhi keadaan pasar secara keseluruhan. Keadaan ini dapat dinyatakan sebagai kecilnya tingkat resiko perusahaan berskala besar sehingga dalam jangka panjang perusahaan yang berskala besar memiliki tingkat resiko yang kecil juga. Sebaliknya perusahaan yang berskala kecil tingkat ketidakpastiannya di masa yang akan datang besar sehingga tingkat resiko secara *longterm* perusahaan berskala kecil akan besar.

4.3.2.2. Pengujian Hipotesis 2

Variabel bebas DELAY (waktu *listing*) memiliki koefisien regresi sebesar 0,002 dengan tanda negatif. Koefisien regresi variabel DELAY tersebut memiliki t hitung sebesar 0,884 yang lebih kecil apabila dibandingkan dengan nilai t tabel dengan derajat bebas (*df*) sebesar 70 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,96. Berdasarkan hal ini maka hipotesis 2 yang menyatakan bahwa waktu *listing* berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*, tidak dapat diterima. Tidak signifikannya waktu *listing* terhadap tingkat *underpricing* ini dapat terjadi karena baik bagi perusahaan maupun bagi investor waktu *listing* ini seringkali tidak diperhatikan karena lebih cenderung menggunakan jarak tanggal pernyataan efektif dari BAPEPAM dengan tanggal *listing*. Di mana perusahaan memperoleh pernyataan efektif dari BAPEPAM jika syarat-syarat *IPO* telah dipenuhi dan BAPEPAM tidak menjamin *IPO* tersebut.

Meskipun variabel bebas DELAY tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap UNDP (*underpricing*), namun tanda pada koefisien regresi variabel DELAY adalah sesuai dengan yang diharapkan yaitu negatif. Hal ini sesuai dengan temuan Lee dan Taylor (1990) dan How *et al.* (1995). Rock (1986) menyatakan bahwa sangat beralasan bila saham suatu saham terjual dengan cepat karena memiliki tingkat permintaan yang tinggi dan hal akan mengakibatkan *underpricing*, demikian pula sebaliknya.

Hal relatif sama juga dikemukakan oleh H.I. Diananingsih (2003) yang menyatakan bahwa semakin pendek waktu suatu perusahaan untuk *listing*, menunjukkan kesiapan dari perusahaan baik dari fundamental (baik kondisi

keuangan maupun non keuangan) untuk terdaftar di pasar bursa. Kesiapan ini juga menunjukkan bahwa animo pasar untuk menyerap saham yang ditawarkan sangat besar, karena banyaknya permintaan ini sementara saham yang ditawarkan relatif terbatas maka harga sahamnya di bursa akan meningkat, sehingga makin pendek waktu *listing* cenderung meningkatkan tingkat *underpricing*.

4.3.2.3. Pengujian Hipotesis 3

Variabel bebas UWQ (reputasi penjamin emisi) memiliki koefisien regresi sebesar 0,011 dengan tanda negatif. Koefisien regresi UWQ ini memiliki nilai t hitung sebesar 2,201 yang lebih besar apabila dibandingkan dengan nilai t tabel dengan derajat bebas (df) sebesar 70 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,96. Berdasarkan hal ini maka hipotesis 3 yang menyatakan bahwa reputasi penjamin emisi berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*, diterima.

Temuan ini menunjukkan bahwa makin bereputasi penjamin emisi maka makin rendah tingkat *underpricing* yang dialami perusahaan. Temuan ini konsisten dengan temuan penelitian Balver (1988), Beatty (1989), Carter dan Manster (1990), Kim *et al.* (1993), How *et al.* (1995), Carter (1998). Frekuensi penjaminan emisi adalah frekuensi dari *underwriter* memberikan jasa penjaminan emisi pada sampel yang ada. Dengan asumsi bahwa semakin sering *underwriter* dipilih untuk melakukan penjaminan emisi, maka reputasi *underwriter* semakin tinggi. Hal ini didasarkan pada "*reputational capital paradigm*", di mana penjamin emisi yang berkualitas tinggi pada umumnya mempunyai pengalaman lebih banyak sehingga

dapat meramalkan harga pasar lebih akurat dibandingkan dengan advisor yang belum berpengalaman.

4.3.2.4. Pengujian Hipotesis 4

Variabel bebas MARKET (kondisi pasar) memiliki koefisien regresi sebesar 1,096 dengan tanda positif seperti yang diharapkan. Koefisien regresi variabel bebas MARKET memiliki nilai t hitung sebesar 0,289 yang lebih kecil apabila dibandingkan dengan nilai t tabel dengan derajat bebas (df) sebesar 70 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,96. Berdasarkan hal ini maka hipotesis 4 yang menyatakan bahwa kondisi pasar berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*, tidak dapat diterima. Temuan ini menunjukkan bahwa investor dalam membeli saham perdana tidak memperhatikan kondisi pasar, karena kondisi pasar lebih cenderung bersifat teknikal sementara investor lebih rasional dan lebih mengedepankan aspek fundamental.

Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Kiyamaz (2000) yang menyimpulkan bahwa kondisi pasar tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *initial return* dan tanda dari koefisien regresi kondisi pasar ini adalah positif. Meskipun dalam penelitian ini tidak ditemukan bahwa kondisi pasar memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* namun tanda pada koefisien regresi ini adalah positif sebagaimana yang diharapkan dan sama dengan penelitian Kiyamaz (2000). Kondisi pasar akan mempengaruhi perilaku pasar dalam menentukan harga saham perdana perusahaan yang dijamin.

4.3.2.5. Pengujian Hipotesis 5

Variabel bebas ROI sebagai proksi dari rentabilitas memiliki koefisien regresi sebesar 0,533 dengan tanda negatif. Koefisien variabel bebas ROI ini memiliki nilai t hitung sebesar 0,995 yang lebih kecil apabila dibandingkan dengan nilai t tabel dengan derajat bebas (*df*) sebesar 70 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,96. Berdasarkan hal ini maka hipotesis 5 yang menyatakan bahwa rentabilitas berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*, tidak dapat diterima. Temuan ini menunjukkan bahwa investor tidak mepedulikan rentabilitas perusahaan yang melakukan *IPO* hal ini dapat terjadi karena tidak semua perusahaan yang melakukan *IPO* memiliki ROI yang tinggi bahkan beberapa malah rugi, dan investor mau membeli saham tersebut karena melihat prospeknya di masa mendatang bukan karena kinerja masa lalu.

Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Rina Trisnawati (1999) dan Daljono (2000) yang menemukan bahwa rentabilitas yang diukur melalui ROI (atau ROA) tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Meskipun variabel ROI ini tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* namun tanda pada koefisien regresi variabel ini yaitu negatif adalah sesuai dengan yang diharapkan. Hal ini mengindikasikan bahwa rentabilitas perusahaan yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian IPO sehingga mengurangi tingkat *underpricing*.

Rentabilitas perusahaan yang tinggi akan menyakinkan investor akan prospek perusahaan di masa mendatang, hal ini akan mengurangi tingkat ketidakpastian (*ex ante uncertainty*), namun sebaliknya jika rentabilitas perusahaan sangat

rendah maka investor akan cenderung meminta kompensasi dari harga saham yang ditawarkan perusahaan sebagai kompensasi atas ketidakpastian yang ditanggung investor.

4.3.2.6. Pengujian Hipotesis 6

Variabel bebas LEVERAGE yang diwakili oleh DER (*debt to equity ratio*) memiliki koefisien regresi sebesar 0,013 dengan tanda positif. Koefisien regresi variabel bebas LEVERAGE ini memiliki nilai t hitung sebesar 4,333 yang lebih besar apabila dibandingkan dengan nilai t tabel dengan derajat bebas (*df*) sebesar 70 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,96. Berdasarkan hal ini maka hipotesis 6 yang menyatakan bahwa *financial leverage* berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*, diterima.

Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Daljono (2000) yang menemukan bahwa *financial leverage* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Perusahaan yang memiliki tingkat *financial leverage* tinggi akan lebih cenderung menggunakan dana hasil *IPO* nya untuk membayar hutangnya daripada untuk kegiatan investasi guna melakukan ekspansi baru. Hal ini mengurangi minat investor untuk membeli saham tersebut. Lebih lanjut apabila *financial leverage* tinggi, menunjukkan risiko suatu perusahaan tinggi pula. Para investor dalam melakukan keputusan investasi tentu akan mempertimbangkan informasi *financial leverage*. Oleh sebab itu tingkat ketidakpastiannya akan semakin tinggi dan menyebabkan semakin tingginya tingkat *underpricing*.

4.3.2.7 Pengujian Hipotesis 7

Persamaan regresi memiliki nilai F hitung sebesar 20,652 yang lebih besar daripada F tabel dengan derajat bebas (6 : 64) pada tingkat signifikansi 5% sebesar 2,24. Artinya adalah persamaan regresi ini signifikan pada tingkat signifikansi hingga 5%. Berdasarkan hal tersebut H7 yang menyatakan bahwa besaran perusahaan, waktu *listing*, reputasi penjamin emisi, kondisi pasar, rentabilitas dan *financial leverage* secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*, diterima.

Ini menunjukkan bahwa variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini merupakan penjelas nyata pada variabel terikat. Sementara itu kemampuan persamaan regresi ini untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel terikat adalah sebesar 65,9%, sementara 34,1% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini.

4.3.3. Variabel Bebas Paling Berpengaruh Terhadap Variabel Terikat

Untuk mengetahui variabel bebas mana yang paling berpengaruh terhadap variabel terikat, dapat dilihat dari nilai *standardized coefficient* masing-masing variabel bebas (Sekaran, 1992 dan Hair *et al.*, 1998). Apabila *standardized coefficient* bertanda positif maka pengaruh variabel bebas tersebut adalah positif, sementara itu apabila *standardized coefficient* bertanda negatif maka pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat adalah negatif.

Nilai *standardized coefficient* variabel bebas terbesar terdapat pada variabel besaran perusahaan (Ln Size) dengan nilai *standardized coefficient* sebesar 0,374

dengan tanda negatif, disusul variabel rentabilitas (ROI) dengan *standardized coefficient* sebesar -0,117, variabel waktu *listing* (DELAY) dengan *standardized coefficient* sebesar -0,102, variabel reputasi penjamin emisi (UWQ) dengan *standardized coefficient* sebesar -0,068, variabel kondisi pasar (MARKET) dengan *standardized coefficient* sebesar 0,066 dan variabel *financial leverage* (LEVERAGE) dengan *standardized coefficient* sebesar 0,045.

BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Kesimpulan

5.1.1. Kesimpulan Hipotesis

Berikut ini adalah kesimpulan hipotesis penelitian ini :

1. Variabel bebas besaran perusahaan (LnSIZE) memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa makin besar ukuran perusahaan maka akan cenderung makin mengecil tingkat *underpricing* yang terjadi.
2. Variabel bebas waktu *listing* (DELAY) tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Meskipun demikian tanda pada koefisien regresi variabel DELAY ini adalah negatif sesuai dengan yang diharapkan.
3. Variabel bebas reputasi penjamin emisi (UWQ) memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa makin bereputasi penjamin emisi yang digunakan perusahaan dalam proses IPO maka akan cenderung makin mengecil tingkat *underpricing* yang terjadi.
4. Variabel bebas kondisi pasar (MARKET) tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Meskipun demikian tanda pada koefisien regresi variabel MARKET ini adalah positif sesuai dengan yang diharapkan.

5. Variabel bebas rentabilitas (ROI) tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Tanda pada koefisien regresi variabel ROI ini adalah negatif sesuai denganyang diharapkan.
6. Variabel bebas *financial leverage* (LEVERAGE) memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa makin tinggi nilai *financial leverage* perusahaan maka akan cenderung makin tinggi tingkat *underpricing*.
7. Variabel besaran perusahaan, waktu *listing*, reputasi penjamin emisi, kondisi pasar, rentabilitas dan *financial leverage* secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* pada tingkat signifikansi 5%.

5.1.2. Kesimpulan Penelitian

Variabel bebas yang diteliti dalam penelitian ini ternyata tidak semuanya memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* secara parsial. Variabel yang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* adalah besaran perusahaan (SIZE), reputasi penjamin emisi (UWQ) dan *financial leverage* (LEVERAGE). Variabel bebas besaran perusahaan (SIZE) dan reputasi penjamin emisi (UWQ) memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*, sedangkan variabel *financial leverage* (LEVERAGE) memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Variabel waktu *listing* (DELAY), kondisi pasar (MARKET) dan rentabilitas (ROI) tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Secara bersama-

sama seluruh variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

Variabel bebas yang memiliki pengaruh terbesar terhadap tingkat *underpricing* adalah variabel besaran perusahaan (Ln Size) dengan nilai *standardized coefficient* sebesar 0,374 dengan tanda negatif, disusul variabel rentabilitas (ROI) dengan *standardized coefficient* sebesar -0,117, variabel waktu *listing* (DELAY) dengan *standardized coefficient* sebesar -0,102, variabel reputasi penjamin emisi (UWQ) dengan *standardized coefficient* sebesar -0,068, variabel kondisi pasar (MARKET) dengan *standardized coefficient* sebesar 0,066 dan variabel *financial leverage* (LEVERAGE) dengan *standardized coefficient* sebesar 0,045.

Lebih lanjut ditemukan bahwa nilai R^2 persamaan regresi adalah sebesar 0,659. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan persamaan regresi ini untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel terikat adalah sebesar 65,9%, sementara 34,1% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini. Secara teoritis hal ini memberikan implikasi bahwa masih terdapat variabel lain yang mempengaruhi tingkat *underpricing* selain variabel-variabel yang diteliti di dalam penelitian ini. Hal ini juga menunjukkan bahwa investor maupun emiten harus memperhatikan variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini.

5.2. Implikasi Kebijakan

Implikasi kebijakan penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagi perusahaan yang akan melakukan IPO di masa mendatang, disarankan untuk memperhatikan reputasi penjamin emisi efek. Perusahaan dapat memilih penjamin emisi yang memiliki reputasi baik dan telah sering melakukan *underwriting*. Hal ini dilakukan agar tingkat *underpricing* yang terjadi tidak terlalu tinggi. Perusahaan perlu juga memperhatikan total aset yang dimilikinya, apabila total aset yang dimilikinya cukup besar maka perusahaan tidak perlu mengkhawatirkan terjadinya tingkat *underpricing* yang besar. Lebih lanjut disarankan agar perusahaan sebelum melakukan IPO, apabila memiliki *leverage* yang tinggi maka perusahaan perlu merestrukturasinya terlebih dahulu sebelum IPO agar resiko perusahaan di mata investor tidak tinggi dan tingkat *underpricing* yang terjadi dapat diminimalisir.
2. Investor disarankan untuk membeli saham di pasar perdana karena mampu memberikan keuntungan di hari pertama. Investor dapat membeli saham perusahaan di pasar perdana yang memiliki besaran perusahaan yang kecil, penjamin emisi yang kurang bereputasi dan memiliki tingkat *leverage* yang tinggi karena malah mampu memberikan tingkat *underpricing* yang tinggi.

5.3. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan sebagai berikut :

1. Penelitian ini masih menggabungkan periode berlakunya *autohalting* dan *autorejection* di Bursa Efek Jakarta. Kedua sistem perdagangan tersebut memiliki perbedaan yang dapat mempengaruhi besarnya tingkat *underpricing*

karena pada sistem *autorejection* dilakukan pembatasan perubahan harga saham pada saat pertamakalinya dicatatkan di Bursa Efek Jakarta.

2. Penelitian ini belum memilah sampel berdasarkan sektor industri di mana perusahaan beroperasi.

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Berdasarkan keterbatasan-keterbatasan yang terdapat pada penelitian ini, maka berikut ini yang disarankan untuk agenda penelitian mendatang :

1. Penelitian mendatang dipandang perlu untuk secara khusus melakukan penelitian dengan membagi periode berlakunya sistem perdagangan *autohalting* dan *autorejection*.
2. Penelitian mendatang dapat melakukan penelitian mengenai *underpricing* dengan secara khusus meneliti per sektor industri.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah Syukry (2001), "Fenomena *Underpricing* Dalam Penawaran Saham Perdana (IPO) dan Faktor-faktor yang Mempengaruhinya," *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, Vol. III, No. 1 (Januari).
- Algifari (1997), *Analisis Regresi Teori, Kasus dan Solusi*, BPFE, Yogyakarta.
- Balvers, McDonald, dan Miller (1988), "Underpricing of New Issues and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation," *The Accounting Review*, Oct. 1988; p 605 – 622.
- Barry, C.B. dan Jennings R.H. (1993), "The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock," *Financial Management*, Florida, Spring.
- Baron, D.P. (1982), "A Model of the Demand for Investment Bank Advising and Distribution Services for New Issues," *Journal of Finance* 45, 1045–1067.
- Beatty, R and J. Ritter (1986), "Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings," *Journal of Financial Economics*, vol.15 no. ½ 1986; p 213 – 232.
- Carter, R. dan S. Manaster (1990), "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation," *Journal of Accountancy*, June, p 55-58.
- Carter, Dark dan Singh (1996), "Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stock", *Journal of Finance*, Vol. LIII, No. 1 (Februari)
- Clara E.S. (2001), *Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Yang Go Public di Bursa Efek Jakarta : Studi Kasus Industri Tekstil dan Garment*, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan).
- Cheung and Krinsky (1994), "Information Asymmetry and the Underpricing of Initial Public Offerings: Further Empirical Evidence," *Journal of Business Finance and Accounting*, July 1994; p 739 – 746.
- D.E. Wardhani (2003), *Analisis Variabel-Variabel Yang Mempengaruhi Underpricing Dalam Penawaran Saham Perdana*, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan).

UPT-PUSTAKA-UNDIP

- Daljono (2000), "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Initial Return Saham Yang Listing di BEJ Tahun 1990-1997," *Makalah Seminar*, Seminar Nasional Akuntansi Tahun 2000.
- Elton, Edwin J. dan Martin J. Gruber (1995), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis 5th Edition*, John Willey&Sons Inc, New York
- Emory, C. William (1996), *Metode Penelitian Bisnis*, Penerbit Erlangga Jakarta
- Farid Harianto dan Siswanto Sudomo (1998), *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*, P.T. Bursa Efek Jakarta, Jakarta.
- Greene, William H. (1997), *Econometric Analysis*, Mac Millan Publishing Company, New York
- Gujarati, D.N. (1995), *Basic Econometric*, 3rd Edition; McGraw Hill, Inc.
- Gunawan Sumodiningrat (1996), *Ekonometrika Pengantar*, BPFE UGM, Yogyakarta
- Hair Joseph F; Anderson Rolph E; Tatham Ronald L; and Black William C. (1998), *Multivariate Data Analysis: Fifth Edition*, Prentice-Hall International, Inc.
- H.I. Diananingsih (2003), *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing Pada Penawaran Saham Perdana (IPO) : Studi Kasus Pada Perusahaan Go Public Yang Terdaftar di PT. BEJ Tahun 199-2001*, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan).
- How, J.C.Y., H.Y. Izan, dan G.S. Monroe (1995), "Differential Information and the Underpricing of Initial Public Offerings: Australian Evidence," *Accounting and Finance*, May, p 87 – 105.
- Imam Ghozali (2001), *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Badan Penerbitan Universitas Diponegoro, Semarang
- Jain, Omesh Kini (1999), "The Life Cycle of Initial Public Offering Firm," *Journal of Business Finance and Accounting*, (Nov/Dec).
- Jelic, Ranko, Brahim Saadomi dan Richard Briston (1992), "The Accuracy of Earning Forcast in IPO Prospectus on Kualalumpur Stock Exchange," *Journal of Finance and Quantitative Analysis*.
- Jogiyanto Hartono (1998), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE UGM: Yogyakarta.

- Johnson, Miller (1998), "Investment Banker Prestige and The Underpricing of Initial Public Offering," *Journal of Financial Management*, Summer.
- Kim, Krinsky dan Lee (1993), "Motives for Going Public and Underpricing : New Finding From Korea," *Journal of Business and Accounting*, Vol. 20 No. 2, (Januari).
- Kiyamaz, Halil (2000), "The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market : Evidence From Istanbul Stock Exchange," *Journal of Multinational Financial Management*", Vol. 10, p 213 -227.
- Leonard Panjaitan (2001), *Initial Return dan Faktor-Faktor Yang Mempengaruhinya : Studi Kasus di Bursa Efek Jakarta*, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Sains Akuntansi Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan).
- Mamduh Hanafi (1998), "Efisiensi Emisi Saham Baru Di Bursa Efek Jakarta (1989-1994)," *Kelola*, No. 17/VII/1998.
- 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) (Januari).
- Mauer, 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. XXVII (Maret).
- Pagano, Panetta dan Zingales (1987), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, Vol. LIII No. 1 (Februari).
- Rina Trisnawati. (1999), "Pengaruh Informasi Prospektus pada Return Saham di Pasar Modal," *Simposium Nasional Akuntansi II dan Rapat Anggota II. Ikatan Akuntan Indonesia*, Departemen Akuntan Pendidik. 24-25 September: 1-13.
- Ritter, Jay R. (1984), "The Hot Issue Market of 1980," *Journal of Bussines*, April.
- Ritter, Jay R. (1991), "The Long-Run Performance of Initial Public Offering," *Journal Of Finance*, Vol. XLVI No 1 (Maret).
- Robbert Ang. (1997), *Pasar Modal Indonesia*, Mediasoft Indonesia. Jakarta.
- Rock, K. (1986), "Why New Issues are Underpriced," *Journal of Financial Economics*, Januari / Februari.

- Salis Teguh Hartono (2001), *Analisis Underpricing Perusahaan Perbankan Pada Penawaran Perdana di Bursa Efek Jakarta (1993-1999)*, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan).
- Sekaran, Uma (1992), *Research Methods For Business: Skill-Building Approach*; 2nd Editon, John Wiley & Sons, Inc.
- Sharpe, William F., Gordon, J. Alexander dan V. Bailey (1995), *Investment*, Prentice Hall, New York
- Suad Husnan (1993), "Harga Saham di BEJ : Perbandingan dengan Periode Sebelumnya," *Manajemen Usahawan Indonesia*, No. 8 Th. XVI
- Suad Husnan. (1998), *Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, UPP AMP YKPN: Yogyakarta.
- Siti Nurhidayati dan Nur Indriantoro (1998), "Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underpriced Pada Penawaran Perdana di BEJ." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 13 No. 1, p 21 – 30.
- Syaiful Ali dan Jogiyanto Hartono (2000), "Analisis Pengaruh Pemilihan Metode Akuntansi Terhadap Pemasukan Penawaran Perdana," Makalah Seminar, Seminar Nasional Akuntansi III Tahun 2000.
- Van Horne, James C. dan John M. Wachowicz Jr. (1989), *Fundamental of Financial Management 7th Edition*, Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey