

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI TINGKAT *UNDERPRICING*
PADA PERUSAHAAN PERBANKAN YANG IPO
PERIODE 1999-2003**



TESIS

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

**Oleh:
Dicky Satrio Wibowo
NIM C4A003029**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2005**



Sertifikat

Saya, Dicky Satrio Wibowo, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis saya 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

Dicky Satrio Wibowo

23 Agustus 2005

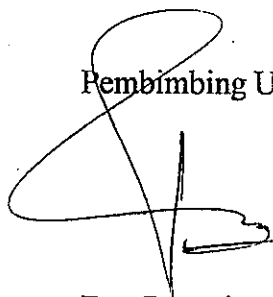
UPT-PUSTAK-UNDIP	
No. Daft:	4279/T/MI/01
Tgl.	: 23/ 06.....

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:
**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
TINGKAT *UNDERPRICED* PADA PERUSAHAAN
PERBANKAN YANG IPO PERIODE 1999-2003**

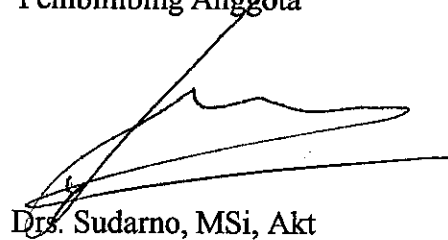
Yang disusun oleh Dicky Satrio Wibowo, NIM C4A003029
Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 23 Agustus 2005
Dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk di terima

Pembimbing Utama



Drs. Prasetiono, Msi

Pembimbing Anggota



Drs. Sudarno, MSi, Akt

Semarang, 23 Agustus 2005
Universitas Diponegoro
Program Pasca Sarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program



Prof. Dr. Suytidi Mangunwihardjo

Abstract

This study attempts to establish whether seven factors that influenced underpricing phenomenon of initial public offering. These factors such as underwriter reputation, auditor reputation, the total of old stock ownership, return on assets, price earning ratio, financial leverage and inflation.

This research uses the data of listed IPOs bank companies in the Jakarta Stock Exchange from 1999-2003. In examining the relationship between underpricing phenomenon and those seven factors, this research uses the method of Multiple Linear Regression.

As results, Adjusted R^2 shows the number of 0,930, meaning that 93% of underpricing phenomenon could be explained by factors such as underwriter reputation, auditor reputation, the total of old stock ownership, return on assets, price earning ratio and financial leverage except inflation.

Further, the hypothesis analysis to test the influence of independent variabels such as underwriter reputation, auditor reputation, the total of old stock ownership, return on assets, price earning ratio and financial leverage simultaneously (using F-test) is concluded that these variabels simultaneously contribute to dependent variable significantly. Only inflation variable did not contributed to dependent variable. Whereas, the partial etst (using T-test) to test independent variable partially shows the same result.

Keywords: underpricing, underwriter, auditors, old stock ownership, ROA, PER, financial leverage, inflation.

Abstraksi

Perusahaan yang akan *go public* harus melaksanakan *initial public offering* (IPO) agar dapat *listing* di bursa. Setelah *listing*, sebagian besar harga saham emiten mengalami *underpricing* pada pasar sekunder.

Penelitian ini adalah tentang faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *underpricing* pada perusahaan perbankan yang IPO di BEJ pada periode 1999-2003 seperti variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan pemegang saham lama, ROA, PER, *financial leverage* dan tingkat inflasi. Pada periode tersebut terdapat 13 perusahaan perbankan yang IPO, hanya 11 yang dapat dijadikan sampel penelitian.

Penelitian ini menggunakan regresi berganda dengan taraf signifikansi 5%. Adapun tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh dari masing-masing variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan pemegang saham lama, ROA, PER, *financial leverage* dan tingkat inflasi terhadap tingkat *underpriced*.

Variabel reputasi *underwriter* terbukti berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Selain itu, faktor-faktor seperti reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan pemegang saham lama, ROA, PER, *financial leverage* juga berpengaruh secara signifikan. Namun hanya variabel tingkat inflasi yang tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpriced*.

Kata kunci: IPO, *underpricing*, *underwriter*, auditor, jumlah saham yang ditahan pemegang saham lama, ROA, PER, DER dan inflasi

Kata Pengantar

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT, yang telah melimpahkan rahmat dan Hidayah-Nya, sehingga penulis berhasil menyelesaikan tesis yang berjudul **“Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat *Undepricing* Pada Perusahaan Perbankan Yang IPO Periode 1999-2003”**. Penulisan tesis ini merupakan salah satu syarat untuk mencapai derajat Sarjana Strata 2 pada Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro, Semarang.

Pada kesempatan ini juga, penulis mengucapkan terima kasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada:

1. Almarhum Ayahanda tercinta Moeharno, SE, MA serta Ibunda tercinta Sri Utami atas segala doa dan dukungan yang beliau berikan kepada saya.
2. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang
3. Bapak Dr. H. M. Chabachib, Msi, Akt selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang
4. Bapak Drs. Prasetiono, Msi selaku pembimbing utama tesis yang begitu banyak memberikan bimbingan dan pengarahan pada saya dari awal hingga akhir penyusunan tesis ini.
5. Bapak Drs. Sudarno, Msi, Akt selaku pembimbing anggota tesis
6. My beloved Puput Hapsari Nugraheni.. *“dont let anyone steal our dreams”*
7. Rekan-rekan angkatan XX Pagi MM UNDIP. *“Just Keep on Rockin’!”*


8. Sege nap dosen dan karyawan pada Program Studi MM UNDI P yang telah banyak memberikan bantuannya dalam penyelesaian studi

Penulis menyadari adanya banyak kekurangan yang ada dalam tesis ini karena keterbatasan yang penulis miliki. Untuk itu, penulis mengharapkan saran dari para pembaca untuk kesempurnaan tesis ini.

Akhir kata, penulis berharap semoga tesis ini akan bermanfaat bagi pembaca dan perkembangan pengetahuan

Semarang, 25 Agustus 2005

Penulis



A handwritten signature in black ink, appearing to read 'H. H. H.', is written over a horizontal line.

Daftar Isi

Halaman Judul.....	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis.....	ii
Halaman Pengesahan Tesis.....	iii
Halaman Motto/Persembahan.....	iv
Abstract.....	v
Abstraksi.....	vi
Kata Pengantar.....	vii
Daftar Isi.....	viii
Daftar Tabel.....	ix
Daftar Gambar.....	x
BAB I. Pendahuluan.....	1
1.1 Latarbelakang.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	10
1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	10
1.3.1. Tujuan.....	10
1.3.2. Manfaat.....	11
BAB II. Telaah Pustaka.....	12
2.1 Landasan Teori.....	12
2.1.1. <i>Go Public</i>	12
2.1.2. <i>Initial Public Offering</i> (Penawaran Umum Perdana).....	15
	viii

2.1.3. Penentuan Harga Saham (<i>Offering Price</i>) dan Tingkat <i>Underpriced</i>	19
2.1.4. <i>Underpricing</i>	21
2.1.5. Reputasi <i>Underwriter</i> atau Penjamin Emisi.....	22
2.1.6 Reputasi Auditor.....	25
2.1.7 Jumlah Saham Yang Ditahan Investor Lama.....	27
2.1.8 <i>Return On Asset (ROA)</i>	28
2.1.9 PER.....	28
2.1.10 <i>Financial Leverage</i>	30
2.1.11 Tingkat Inflasi.....	31
2.2 Penelitian-Penelitian Terdahulu.....	32
2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis.....	27
2.4 Hipotesis.....	38
2.5 Definisi Operasional Variabel.....	38
BAB III Metode Penelitian	42
3.1 Jenis dan Sumber Data.....	42
3.2 Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel.....	42
3.3 Metode Pengumpulan Data.....	44
3.4 Metode Analisis.....	44
3.5 Uji Asumsi Klasik	46

BAB IV Hasil Penelitian dan Pembahasan.....	50
4.1 <i>Underpricing</i> Saham Perdana.....	50
4.2 Uji Asumsi Klasik Untuk Persamaan Regresi I.....	51
4.2.1 Uji Normalitas.....	52
4.2.2 Uji Autokorelasi.....	53
4.2.3 Uji Multikolinieritas.....	53
4.2.4 Uji Heteroskedastisitas.....	54
4.3 Analisis Data.....	55
4.3.1 Analisis Regresi I.....	56
4.3.2 Analisis Regresi II.....	61
BAB V Kesimpulan.....	63
5.1 Kesimpulan.....	63
5.2 Implikasi Penelitian.....	65
5.3 Keterbatasan Penelitian.....	65
5.4 Agenda Penelitian Mendatang.....	65
Daftar Referensi.....	67

Daftar Tabel

	Halaman
Tabel 1.1. Perusahaan Perbankan Yang IPO di BEJ periode 1999-2003.....	8
Tabel 2.1. Penelitian –penelitian Terdahulu.....	35
Tabel 3.1. Data Lengkap Perusahaan Perbankan Yang Melakukan IPO Pada Periode 1999-2003.....	43
Tabel 4.1. Deskripsi Variabel Penelitian.....	51
Tabel 4.2. Hasil Uji Normalitas, Autokorelasi dan Multikolinieritas.....	52
Tabel 4.3. Hasil Perhitungan Regresi I.....	56
Tabel 4.4. Hasil Perhitungan Regresi II.....	62

Daftar Gambar

Halaman

Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran 37

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Perusahaan yang belum *go public*, pada awalnya saham-sahamnya masih dimiliki oleh sebagian kecil investor maupun karyawan-karyawan kunci pada perusahaan tersebut. Namun dengan berkembangnya perusahaan, kebutuhan modal, semakin dirasakan. Pada saat seperti ini, perusahaan harus memutuskan untuk menambah modal dengan cara hutang atau menambah jumlah kepemilikan dengan menerbitkan saham baru.

Banyak perusahaan akhirnya memutuskan untuk menerbitkan saham baru. Saham baru dapat dijual dengan berbagai macam cara, misalnya dijual kepada pemegang saham yang sudah ada, kepada karyawan lewat ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*), menambah saham lewat dividen yang tidak dibagi (*dividend reinvest plan*), atau ditawarkan kepada publik (*go public*). Apabila perusahaan memutuskan untuk *go public*, perusahaan harus menawarkan saham perdananya ke publik yang disebut *initial public offering* (IPO) atau Penawaran Umum Perdana (PUP) sebelum terdaftar sebagai perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Akan tetapi tidak semua perusahaan bisa menerbitkan saham baru (atau obligasi) di pasar modal.

Harga saham yang ditawarkan pada saat melakukan IPO merupakan faktor yang penting dalam menentukan berapa besar jumlah dana yang diperoleh

perusahaan (emiten) karena hal ini akan meningkatkan likuiditas bagi pemilik (pemegang saham) selain itu strategi ekspansi perusahaan akan terlaksana.

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. 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 *underwriter* menginginkan agar sahamnya laku, mengakibatkan terjadinya *underpricing*, yakni adanya selisih positif antara harga saham di pasar sekunder dengan harga perdana, yang disebut dengan *initial return* bagi investor. Bagi emiten *underpricing* tentunya merugikan dikarenakan perusahaan tidak memperoleh dana yang lebih besar (Carter dan Manaster, hal 1045-1046, 1990). Lain halnya jika terdapat selisih negatif antar harga di pasar sekunder dengan harga perdana, kondisi tersebut disebut sebagai *overpricing*. *Underpricing* merupakan fenomena yang terjadi di pasar modal termasuk di Indonesia (Henafi, hal 89, 1997). Tetapi *Underpricing* terjadi juga di pasar modal Hongkong (Mc Guinness, 1992), Ritter (1991) di Amerika Serikat dan Kim, Krinsky dan Lee (1993) di Korea namun faktor-faktor penyebabnya berbeda-beda di setiap pasar modal suatu negara.

Hal ini tergantung pada karakteristik dan kondisi perekonomian serta bisnis tempat pasar modal tersebut berada.

Mauer dan Senbet (hal: 1, 1992) mengindikasikan bahwa pada saat emiten melakukan IPO ditemukan bahwa secara rata-rata emiten pada saat IPO menawarkan harga dibawah perdagangan pasar sekunder dengan periode 1960 sampai dengan 1987. Dari temuan-temuan diatas, menunjukkan bahwa *underpricing* memang terjadi.

Pengetahuan dan kemampuan dari *underwriter* merupakan jaminan bagi perusahaan bahwa proses dari IPO akan ditangani dengan baik. Karena besarnya peranan *underwriter* dalam proses penawaran umum perdana khususnya dalam penentuan harga perdana, emiten dituntut untuk jeli dalam pemilihan *underwriter* perusahaannya karena *underwriter* sangat berpengaruh terhadap tingkat *underpriced*. Reputasi *Underwriter* dalam menangani IPO emiten dapat memperkecil tingkat *underpriced* yang terjadi dalam IPO emiten.

Persyaratan yang ditetapkan oleh Bapepam yang menyatakan bahwa perusahaan yang ingin mendaftarkan pada bursa harus melakukan audit terhadap laporan keuangannya. Maka pihak Akuntan Publik adalah pihak pertama yang dihubungi perusahaan jika mereka merencanakan melakukan IPO. Pemilihan auditor didasarkan pada beberapa faktor, yaitu pengalaman auditor, reputasi dan telah terdaftarnya auditor tersebut serta memiliki ijin dari Bapepam (Sitompul, hal 51-52,1996). Dalam hal ini terlihat bahwa pengauditan laporan keuangan oleh auditor merupakan persyaratan yang harus dipenuhi emiten agar dapat terdaftar pada bursa. Para investor akan memandang reputasi auditor yang menangani audit

laporan keuangan emiten sehingga apabila reputasi auditor tersebut baik maka tentunya tingkat *underpriced* akan kecil.

Sebagai penanam modal tentunya investor mengharapkan mendapatkan *return* positif. Di pihak emiten, jumlah saham yang dijual dilihat berdasarkan kebutuhan dana yang diperlukan perusahaan. Investor yang berniat menanamkan dananya berkeinginan untuk mengetahui informasi yang sebanyak mungkin untuk mengatasi ketidak pastian dimasa depan. Jika jumlah saham yang ditahan pemegang saham lama berjumlah banyak maka tentunya informasi yang akan diperoleh oleh investor menjadi terbatas. Hal ini akan mempengaruhi tingkat *underpriced* yang akan terjadi. Syukriy Abdullah (2001), menyatakan bahwa ada hubungan positif antara saham yang ditawarkan dengan tingkat *underpricing*, tetapi bertentangan dengan hasil penelitian Beatty (1989) yang menunjukkan adanya hubungan negatif antara saham yang ditawarkan dengan tingkat *underpricing*.

Ada berbagai macam teknik untuk menganalisis kinerja keuangan perusahaan. Salah satunya adalah dengan cara menganalisis rasio pada laporan keuangan emiten. Karena selain dengan menganalisis kemampuan perusahaan untuk mencetak laba, harus diperhitungkan juga kemampuan perusahaan tersebut untuk bertahan dan membayar hutang. Salah satu rasio tersebut adalah rasio profitabilitas. Pengukuran profitabilitas perusahaan dapat dilihat dari ROA (*Return on Assets*) emiten tersebut. ROA merupakan suatu rasio penting yang dapat dipergunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dengan aset yang dimilikinya untuk memperoleh laba. Investor yang akan menanamkan modalnya dapat mempergunakan rasio ini sebagai bahan pertimbangan apakah emiten dalam

operasinya nanti dapat memperoleh laba. Dengan kemampuan emiten yang tinggi untuk menghasilkan laba atas asetnya maka akan terlihat bahwa resiko yang akan dihadapi investor akan kecil. Ini berarti bahwa perusahaan dapat memanfaatkan seluruh asetnya dalam memperoleh laba sehingga tingkat *underpricing* yang diharapkan investor akan rendah. Penelitian yang dilakukan oleh Imam Ghozali (2002) menemukan bahwa variabel ROA yang diteliti berpengaruh secara positif dan signifikan pada level 5% terhadap tingkat *underpricing*.

Sebelum investor mengambil keputusan investasinya, investor harus mampu menganalisa kondisi fundamental perusahaan tersebut. Pendekatan fundamental yang umumnya digunakan dalam melakukan penilaian saham adalah pendekatan laba atau *Price Earning Ratio*. PER menunjukkan rasio dari harga saham terhadap *earnings*. Ratio ini menunjukkan berapa besar investor menilai harga dari saham terhadap kelipatan dari *earnings*. Pendekatan ini paling banyak digunakan oleh para investor untuk menganalisis saham di masa yang akan datang sehingga akan mempengaruhi keputusan investor dalam pemilihan saham. PER didasarkan dari hasil yang diharapkan pada perkiraan laba per lembar saham di masa yang akan datang, sehingga dapat diketahui berapa lama investasi saham akan kembali. Oleh karena itu, apabila PER emiten tinggi maka tentunya investor menginginkan tingkat pengembalian yang tinggi sehingga akan mengakibatkan tingginya tingkat *underpricing* yang diharapkan.

Kim, Krinsky dan Lee (1993) meneliti tentang bagaimana pengaruh profitabilitas dan *financial leverage* 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. Dimana profitabilitas memberikan informasi kepada pihak luar perusahaan mengenai efektifitas operasional perusahaan, dimana profitabilitas yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang lebih tinggi. Hal ini tentunya akan sangat berpengaruh terhadap tingkat *underpriced* yang akan terjadi dalam IPO emiten tersebut.

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 mengalami kenaikan.

Selain faktor-faktor tersebut diatas, pengaruh dari faktor makro juga dapat mempengaruhi tingkat *underpricing* yang terjadi. Inflasi diperhitungkan dalam prinsip-prinsip berinvestasi. Kredibilitas pemerintahan sebuah negara tempat bermukimnya perusahaan terlihat dari laju tingkat inflasi negara tersebut (Ghozali dan Sugiyanto, hal 150, 2002). Emiten yang akan melakukan IPO tentunya akan mempertimbangkan faktor inflasi. Tingginya tingkat inflasi akan mengakibatkan tingginya ongkos produksi perusahaan dan berakibat menurunnya profit perusahaan. Semakin tinggi tingkat inflasi yang terjadi maka tingkat suku bunga akan semakin tinggi, hal ini tentu berakibat langsung terhadap perusahaan yang memiliki hutang yang besar. Investor akan mempertimbangkan investasi dengan melihat laju inflasi pada negara dimana emiten berada karena tingginya tingkat inflasi akan memberikan dampak yang merugikan bagi emiten.

Pada saat krisis moneter di Indonesia yang terjadi sejak Juli 1997, sektor perbankanlah yang paling merasakan dampaknya. Sebagian besar bank-bank di Indonesia goyah dan akhirnya diambil alih oleh BPPN dengan rekapitulasi. Melihat kondisi sektor perbankan saat ini yang mulai membaik, yang ditandai dengan jumlah total asset yang dimiliki oleh bank-bank yang ada mengalami kelebihan likuiditas dan adanya beberapa bank yang dan akan melakukan IPO sampai tahun 2004 ini. Ini menunjukkan mulai membaiknya perbankan di Indonesia.

Berdasarkan klasifikasi BEJ, perusahaan perbankan termasuk sebagai salah satu sektor industri keuangan. Menurut Husnan dan Ernyan (hal. 373, 2002), IPO pada institusi keuangan secara signifikan lebih kecil tingkat *underpricingnya* dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan selain sektor keuangan karena faktor ketidakpastian institusi keuangan lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan non keuangan. Perusahaan yang dalam usahanya diatur dan diawasi ketat oleh hukum (*regulated firms*) akan memiliki tingkat ketidakpastian rendah di masa yang akan datang sehingga tingkat *underpricing* akan mengalami penurunan dibandingkan dengan *non regulated firms*. Perusahaan perbankan yang melakukan penawaran umum perdana pada periode 1999-2003 nampak pada tabel berikut ini:

Tabel 1.1.
Perusahaan Perbankan Yang Melakukan IPO Pada Periode 1999-2003

Emiten	Tanggal Listing	Harga Perdana (Rp)	Harga Penutupan Hari Pertama (Rp)	<i>Underpriced/Overpriced (%)</i>
PT. Bank Arta Niaga Kencana Tbk	2 Nov 2000	500	550	10 %
PT. Bank Buana Indonesia Tbk	28 Jul 2000	700	825	17,86 %
PT. Bank Central Asia Tbk	31 Mei 2000	1400	1400	0 %
PT. Bank Danpac Tbk	3 Des 1999	500	575	15 %
PT. Bank Eksekutif International Tbk	13 Juli 2001	140	195	39,29%
PT. Bank Mega Tbk	1 Mei 2000	600	1300	83,33 %
PT. Bank Nusantara Parahyangan Tbk	15 Jan 2001	525	550	4,76 %
PT. Bank Swadesi Tbk	1 Mei 2002	250	325	30 %
PT. Bank Victoria International Tbk	30 Jun 1999	100	200	100 %
PT. Bank Bumiputera Indonesia Tbk	15 Juli 2002	120	135	12,5 %
PT. Bank Kesawan Tbk	21 Nov 2002	250	425	70 %
PT. Bank Mandiri Tbk	14 Juli 2003	675	850	25,92 %
PT. Bank Rakyat Indonesia Tbk	10 Okt 2003	875	950	8,57 %

(Sumber: JSX Daily)

Terdapat 13 perusahaan perbankan yang melakukan IPO pada periode 1999-2003. Sebanyak 2 emiten adalah Bank BUMN dan 10 lainnya adalah bank swasta. PT. Bank Victoria Internasional Tbk mengalami *underpriced* tertinggi yaitu sebesar 100 % dan PT. Nusantara Parahyangan Tbk terendah yaitu sebesar 4,76%. Hanya PT. Bank Central Asia Tbk yang tidak mengalami *underpriced* maupun *overpriced* karena harga penawaran perdananya sama dengan harga penutupan hari pertama yaitu Rp. 1.400,00. Dari tabel 1.1 terbukti bahwa perusahaan perbankan yang melakukan IPO pada periode 1999-2003 rata-rata mengalami *underpriced*. Tentunya ada penyebab-penyebab atau faktor-faktor yang mempengaruhi terjadinya *underpricing*.

Masalah terjadinya *underpricing* pada *initial public offering* merupakan salah satu hal yang menarik untuk dibahas, karena IPO yang dilakukan perusahaan-perusahaan memberikan *initial return* yang cukup signifikan bagi pemodal segera setelah saham-saham tersebut di perdagangan di bursa saham. Kondisi *underpricing* menunjukkan sebenarnya harga saham pada waktu penawaran perdana relatif murah. Hal ini menimbulkan pertanyaan bagaimana hal itu bisa terjadi?

Dengan melihat latar belakang yang ada maka penelitian ini akan meneliti apakah faktor-faktor seperti Reputasi *Underwriter*, Auditor, ROA, Jumlah saham yang dipegang pemegang lama, PER, Tingkat Inflasi dan *Financial Leverage* berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* pada perusahaan perbankan yang melakukan IPO di BEJ pada periode 1999-2003.

Penelitian ini pernah dilakukan oleh Imam Ghozali dan Mudrik Al Mansur (2002). Penelitian Imam Ghozali dan Mudrik Al Mansur (2002) menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *underpriced* di Bursa Efek Jakarta dan mengambil sampel penelitian perusahaan yang listing di BEJ dari tahun 1997-2000 sebanyak 37 perusahaan dan mengalami *underpriced*.

Penelitian ini dilakukan untuk mengembangkan dan merupakan replikasi dari penelitian sebelumnya. Adapun perbedaannya adalah:

1. Studi kasus dilakukan pada industri perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1999-2003
2. Penambahan variabel independen yaitu: tingkat inflasi, *Price Earning Ratio* (PER), dan reputasi auditor

1.2. Perumusan Masalah

Dari uraian diatas dapat dibuat rumusan masalah:

Apakah besarnya tingkat *underpricing* suatu perusahaan yang terjadi di Bursa Efek Jakarta dipengaruhi oleh kualitas *underwriter*, auditor, ROA, jumlah saham yang ditahan investor lama, PER, tingkat inflasi, *financial leverage* perusahaan secara individu maupun secara bersama-sama.

1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1. Tujuan

Tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk menguji secara parsial pengaruh dari masing-masing variabel yaitu: reputasi *underwriter*, auditor, jumlah saham yang masih ditahan investor lama, ROA perusahaan, PER, *financial leverage* perusahaan, terhadap besarnya tingkat *underpriced* pada perusahaan yang terjadi di Pasar Perdana.
2. Untuk menguji pengaruh dari variabel tingkat inflasi terhadap besarnya tingkat *underpricing* pada perusahaan di pasar perdana
3. Untuk menguji pengaruh dari variabel-variabel tersebut diatas secara bersama-sama terhadap tingkat *underpriced* pada perusahaan yang terjadi di Pasar Perdana

1.3.2. Manfaat

Manfaat penelitian ini adalah:

1. Bagi penjamin emisi efek dan perusahaan yang akan melakukan *initial public offering*, diharapkan penelitian ini dapat menjadi masukan dalam mengambil langkah-langkah yang perlu untuk mencapai *fair price*.
2. Bagi investor diharapkan dapat menggunakan harga yang terbaik untuk menentukan strategi investasi yang tepat.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 *Go Public*

Menurut Robert Ang (1997), *go public* adalah kegiatan menawarkan saham perusahaan untuk dijual kepada publik untuk pertama kalinya. Untuk *go public*, perusahaan haruslah merupakan perusahaan yang baik yang dapat dilihat dari informasi bahwa perusahaan telah lama beroperasi dan selama dua tahun terakhir telah menghasilkan laba dan juga jumlah saham yang ditawarkan minimal satu juta lembar saham (Jogiyanto, 1998).

Adapun keuntungan dari *go public* antara lain menurut Jogiyanto (1998):

1. Kemudahan meningkatkan modal di masa mendatang
2. Meningkatkan likuiditas bagi pemilik (pemegang saham)
3. Nilai pasar perusahaan diketahui
4. Memperoleh dana segar yang relatif besar dan diterima sekaligus (tidak dengan termin)
5. Pembagian deviden berdasarkan keuntungan yang diperoleh
6. Penyertaan masyarakat yang biasanya tidak berminat masuk dalam manajemen
7. Perusahaan dituntut untuk lebih terbuka, sehingga hal ini dapat memacu perusahaan untuk meningkatkan profesionalisme

8. Memberikan kesempatan kepada masyarakat untuk turut serta memiliki saham perusahaan, sehingga dapat mengurangi kesenjangan sosial
9. Perusahaan (emiten) akan lebih dikenal oleh masyarakat (sebagai media promosi)
10. Memberikan kesempatan kepada koperasi dan karyawan untuk membeli saham

Sedangkan kerugiannya *go public* menurut Jogiyanto (1998) antara lain:

1. Biaya laporan meningkat
2. Pengungkapan (*disclosure*), yang kebanyakan beberapa pihak dalam perusahaan keberatan dengan *disclosure* itu
3. Manajer yang mempunyai hak veto kecil ketakutan untuk diambil alih (*take over*)

Setelah memenuhi persyaratan-persyaratan dari BAPEPAM, perusahaan dapat melakukan *IPO*. Namun sebelumnya, perusahaan harus menyelesaikan terlebih dahulu permasalahan-permasalahan seperti jenis sekuritas yang akan diterbitkan, jumlah tambahan modal, harga perdana dan lain-lain. Setelah itu, perusahaan perlu menghubungi berbagai lembaga penunjang pasar modal sesuai dengan yang disyaratkan oleh BAPEPAM. Lembaga-lembaga tersebut adalah:

1. Akuntan Publik untuk pernyataan wajar tanpa syarat
2. Lembaga penilai untuk menilai harta kekayaan yang saat ini dimiliki perusahaan
3. Notaris untuk pernyataan Anggaran Dasar/Anggaran Rumah Tangga perusahaan serta hasil RUPS

4. Konsultan hukum
5. Wali amanat (untuk obligasi)
6. *Underwriter* yang menjamin bahwa semua sekuritas akan laku dijual

Setelah semua persyaratan dari BAPEPAM terpenuhi dan dinyatakan efektif maka *underwriter* sebagai pihak pelaksana dapat menjual saham-sahamnya ke publik melalui *Initial Public Offering* (IPO). *Initial Public Offering* atau Penawaran Umum Perdana didefinisikan sebagai kegiatan penawaran pertama yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang telah diatur dalam Undang-Undang no. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal dan aturan pelaksanaannya (Jogiyanto ,1997). Perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) disini berarti perusahaan tersebut akan *go public*.

Dilihat dari segi manfaat dari perusahaan yang *go public* itu sendiri adalah yang pertama, perusahaan akan memperoleh dana yang relatif besar dan diterima sekaligus (tidak per termin) serta dana tersebut tidak harus dikembalikan, yang kedua dana yang diperoleh dapat digunakan untuk memperluas usaha dan memperbaiki struktur modal, dan yang ketiga untuk memacu perusahaan agar lebih profesional dikarenakan tuntutan dari publik atau pemegang saham serta yang keempat agar perusahaan menjadi dikenal oleh masyarakat (Ang, 1997).

2.1.2 *Initial Public Offering* (Penawaran Umum Perdana)

Initial Public Offering merupakan penawaran sekuritas-sekuritas atau efek kepada publik atau masyarakat umum untuk pertama kalinya. Bagi perusahaan, *initial public offering* (IPO) merupakan media untuk mendapatkan dana yang relatif besar dan tunai yang digunakan bagi ekspansi bisnisnya. Tidak ada kewajiban pelunasan dan pembayaran bunga tetap. Meskipun deviden merupakan kewajiban, tetapi besarnya tergantung dari laba yang diperoleh. Bagi manajemen, dengan IPO berarti akan meningkatkan keterbukaan perusahaan dan pada akhirnya akan memaksa peningkatan profesionalisme. Sedangkan bagi masyarakat, berarti memperoleh kesempatan untuk turut serta memiliki perusahaan sehingga terjadi distribusi kesejahteraan dan pada gilirannya dapat memperkecil kesenjangan sosial.

Selain manfaat diatas, penawaran saham kepada publik juga memberikan keuntungan-keuntungan lain kepada perusahaan seperti: kemudahan untuk mendapatkan modal di masa mendatang, meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham dan nilai pasar dapat diketahui. Dalam IPO juga dapat menciptakan suatu pasar modal yang efisien, dari sisi pemilik perusahaan (*founders*), penerbitan dan penawaran saham di pasar modal menunjukkan bahwa perusahaan bukan lagi hanya dimiliki oleh pemilik lama (*founders*), tetapi juga oleh masyarakat. Hal ini berarti, mengundang investor secara langsung untuk menyertakan modal, sehingga pemilik lama dapat memperoleh *fair prices* atas saham yang ditawarkan oleh perusahaan. Proses penawaran saham yang melibatkan banyak pihak pelaku pasar modal, membuat informasi menjadi lebih transparan dan membuat harga menjadi wajar. Penerbitan dan IPO seperti diatas, dapat menciptakan pasar yang efisien. Hal

ini sejalan dengan pendapat Trisnawati (1998), yang menyatakan bahwa pasar modal dikatakan efisien, jika harga saham merefleksikan informasi yang tersedia baik informasi masa lalu, informasi publik, maupun informasi dari analisa fundamental perusahaan dan perekonomian yang ada.

Ada beberapa cara yang dapat ditempuh suatu perusahaan untuk melakukan penawaran atau penjualan saham di pasar modal, yaitu: (Jogiyanto, 1998)

1. Menjual saham kepada pemegang saham yang telah ada
2. Menjual saham kepada karyawan lewat ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*)
3. Menambah saham lewat deviden yang tidak dibagi (*dividend reinvestment plan*)
4. Menjual langsung kepada pembeli tunggal (investor institusi) secara privat
5. Menjual atau menawarkan kepada publik

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

Pada saat perusahaan membutuhkan tambahan modal, perusahaan dapat melakukan penerbitan sekuritas seperti saham (*stock*), obligasi (*bond*) dan sekuritas

yang lainnya. Penerbitan sekuritas-sekuritas tersebut dilakukan di pasar perdana (*primary market*). Sekuritas tersebut kemudian diperjualbelikan di pasar sekunder (*secondary market*) atau disebut dengan bursa efek atau pasar modal, seperti Bursa Efek Jakarta, Bursa Efek Surabaya.

Dalam penawaran umum perdana terdapat beberapa tahapan-tahapan yang harus dilalui (Sitompul, 2000), yaitu:

1. Tahap persiapan:

- a) Penyerahan formulir pernyataan pendaftaran ke BAPEPAM
- b) Pra persiapan, seperti melakukan road show ke berbagai kota untuk menjelaskan rencana penjualan saham kepada calon investor.

2. Masa Tenang (*Quiet Period*)

Masa ini dimulai sejak didaftarkannya pernyataan pendaftaran sampai dengan 90 hari setelah pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif oleh BAPEPAM. Masa tenang ini dilakukan untuk menghindari setiap upaya mempengaruhi pasar terhadap saham sebelum pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif

3. Perdagangan dan Pencatatan Saham

Dalam perdagangan saham harus melalui beberapa tahapan-tahapan seperti:

- a) Pemesanan
- b) Penjataan
- c) *Claw back* dan *Green shoe option*
- d) Pembagian sertifikasi saham atau sertifikat kolektif saham
- e) *Refund*

- f) Pencatatan di bursa efek/perdagangan perdana di pasar sekunder
 - g) Indeks Harga Saham Gabungan
 - h) *Price Earning Ratio* (PER)
4. Penutupan (*Closing*)

Initial Public Offering akan berakhir pada hari penutupan (*closing date*), biasanya tujuh hari setelah pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif

5. Menjadi Perusahaan Publik

Ada dua jenis pasar dalam penerbitan sekuritas baru, yaitu *initial public offering* (IPO) atau penawaran umum perdana dan *seasoned new issues* atau *seasoned equity offerings* (SEO) atau disebut dengan *right issue*. Pada IPO yang terjadi adalah pada perusahaan yang baru pertama kali menerbitkan dan menjual sekuritasnya atau belum mempunyai sekuritas yang beredar di pasar modal. Dalam menerbitkan saham baru, perusahaan penerbit (*issues* atau emiten) bekerja sama dengan bank investasi (*investment banker*) yang sering juga disebut penjamin atau *underwriter*, yang bertanggung jawab untuk memasarkan sekuritas yang diterbitkan oleh emiten, yang juga memberikan saran dan pertimbangan lain yang dibutuhkan oleh emiten dalam proses penerbitan sekuritas.

2.1.3 Penentuan Harga Saham (*Offering Price*) dan Tingkat *Underpriced*

Harga saham perdana yang ditawarkan pada saat IPO ditetapkan atas kesepakatan antara emiten dan *underwriter*. Dalam menentukan harga saham yang wajar, *underwriter* akan memperhatikan beberapa hal, yakni berapa besar kekuatan emiten, berapa banyak permintaan terhadap saham-saham yang ditawarkan dan berapa besar kekuatan atau kelemahan pasar. *Underwriter* menetapkan harga yang wajar tidak hanya bagi emiten, tetapi juga menarik bagi investor. Secara historis saham yang dinilai benar, nilainya akan sedikit meningkat ketika diperdagangkan di pasar sekunder

Namun secara teoritis, penawaran saham-saham di pasar perdana sulit dilakukan dengan harga tinggi (*overvalue*) karena *underwriter* harus membeli saham tersebut jika tidak laku terjual. Oleh karena itu, dilakukan kesepakatan dengan emiten agar saham-saham dijual dengan harga yang tidak terlalu tinggi, bahkan cenderung sedikit *underpricing* (Hanafi dan Husnan, 1991). Studi empiris oleh Ritter (1991) menunjukkan bahwa penerbitan saham perdana mengalami *underpricing* sebesar 18,8% dan hasil penelitian tentang *first issue* juga menunjukkan *underpricing* yang terjadi sehari setelah saham-saham diperdagangkan di pasar sekunder.

Beberapa literatur menjelaskan terjadinya *underpricing* karena *underwriter* memiliki kekuatan monopoli dalam bisnis sekuritas, seperti kurangnya persaingan dan penguasaan terhadap informasi lebih banyak daripada perusahaan emiten dan *underwriter* berupaya untuk membangun proteksi terhadap tuntutan hukum (*lawsuit*) bila ternyata harga saham yang ditetapkan terlalu tinggi (*overpriced*). Hal

ini dikarenakan seorang investor dapat menuntut *underwriter* karena menetapkan harga yang *overpriced* sebab telah melakukan kesalahan dalam menilai emiten. Untuk menghindarinya, *underwriter* memberikan harga yang rendah (*underpriced*) dan memberikan harapan yang baik (*issue happy*) kepada investor (Campbel, 1993).

Penentuan harga penawaran merupakan hal yang tersulit yang harus dilakukan oleh *investment banker* dalam IPO. Karena seperti halnya dengan teori permintaan. Dimana emiten berhadapan dengan suatu *potencial costs*, jika harga penawaran terlalu tinggi maka kemungkinan sekuritas tidak akan laku, sebagai akibatnya sekuritas tersebut harus ditarik. Sedangkan jika harga sekuritas terlalu rendah, maka emiten akan mengalami suatu *opportunity cost*, yaitu menanggung biaya karena hilangnya kesempatan untuk memperoleh *return* yang lebih tinggi. Baron dalam Mauer dan Senbet (1992) menyatakan bahwa untuk menerangkan terjadinya *underpricing* ia menyajikan dengan teori permintaan akan jasa penjamin emisi yang menerima informasi lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang mengeluarkan saham itu sendiri atau emiten. Dalam hal ini *underwriter* menghadapi suatu kondisi ketidakpastian pasar. Dengan demikian *underwriter* perlu mengetahui kondisi pasar baik dari segi keuangan maupun non keuangan. Karena dengan ketidaktepatan penentuan harga penawaran sekuritas, pertama kali akan memberikan konsekuensi terhadap reputasi *underwriter*. Karena jika harga penawaran terlalu tinggi, dan saham tidak terjual, akan dapat disimpulkan bahwa *underwriter* tidak memiliki kemampuan untuk memprediksi potensi perusahaan dan keadaan pasar modal. Pasar akan menilai kemampuan *underwriter* dalam

kedua hal diatas, yang nantinya akan berimplikasi pada keberhasilan *underwriter* dalam menerbitkan saham baru pada masa yang akan datang.

2.1.4. *Underpricing*

Underpricing adalah suatu keadaan dimana harga saham yang diperdagangkan di pasar perdana lebih rendah dibandingkan ketika di perdagangkan di pasar sekunder dan memungkinkan investor memperoleh *initial return* yang positif. Hal ini menarik investor untuk membeli saham perusahaan yang menjanjikan keuntungan, jika saham tersebut di perdagangkan di pasar sekunder.

Underpricing merupakan suatu keadaan dimana harga saham perdana ditetapkan terlalu rendah dibandingkan ketika diperdagangkan untuk pertama kalinya di pasar sekunder sehingga investor yang membeli saham di pasar perdana dan menjualnya di pasar sekunder akan memperoleh *abnormal return*.

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

Rock (1986) berargumentasi bahwa *underpricing* di perusahaan IPO diperlukan untuk mengkompensasi investor yang tidak memiliki informasi dengan

pihak yang memiliki informasi yang lebih banyak. Adanya kelebihan informasi yang dimiliki menyebabkan *informed* investor cenderung menginginkan harga yang *underpriced* untuk mendapatkan *initial return* pada pasar sekunder. Dilain pihak, *uninform* investor akan berusaha memperoleh saham tanpa adanya pilihan karena sedikitnya informasi yang dimiliki.

Penelitian yang dilakukan oleh Ritter (1991) di Amerika Serikat dengan sampel penelitian sebanyak 1526 dengan periode 1975 – 1984 mengatakan bahwa terjadi *underpricing* sebesar 14,32%. Hasil penelitian lain yang dilakukan oleh Ural dan Ljucovic (1998) yang mengadakan penelitian di Kanada dengan periode 1987 – 1994 menunjukkan adanya tingkat *underpricing* sebanyak 39,5 %.

Fenomena *underpricing* seperti dijelaskan diatas, memberikan implikasi yang cukup luas baik terhadap profesi keuangan maupun akademisi. Bagi strategi seorang profesional yang tepat adalah membeli saham di pasar perdana dan menjualnya pada hari pertama perdagangan di pasar skunder. Sedangkan bagi akademisi, *underpricing* melemahkan hipotesis efisiensi keuangan khususnya efisiensi keuangan bentuk setengah kuat (Hanafi, 1998)

2.1.5. Reputasi *Underwriter* atau Penjamin Emisi

Underwriter adalah pelaksana dan penjamin emisi dalam proses IPO. Perusahaan tidak mungkin memasuki pasar modal tanpa bantuan *underwriter* karena proses untuk IPO begitu rumit dan memerlukan pengetahuan yang spesifik.

Metode penerbitan sekuritas yang dilakukan oleh *underwriter* ada dua jenis yaitu:

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

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

Penjaminan IPO di BEJ adalah *full commitment*. Dengan penjaminan seperti itu, *underwriter* tidak mau menanggung resiko dengan tidak lakunya saham IPO di pasar sekunder, sehingga berusaha menekan agar terjadi *underpricing*. Kemampuan *underwriter* menekan emiten, tentu saja mempengaruhi referensi investor dalam melakukan pembelian saham. *Underwriter* yang memiliki peringkat yang baik tentunya diminati oleh investor, sehingga meningkatkan nilai pasar emiten. Oleh karena itu, semakin baik reputasi *underwriter* yang menangani IPO maka tingkat *underpricing* akan semakin kecil.

Kim, Krinsky dan Lee (1993) membuktikan bahwa reputasi *underwriter* mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan terjadinya kenaikan harga saham (*underpricing*) pada pasar sekunder. Dan Johnson dan Miller (1988) dalam penelitiannya menyatakan bahwa ada hubungan negatif antara level *banker prestige* dengan tingkat *underpricing*.

2.1.6. Reputasi Auditor

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

Robert Ang (1997) mengatakan bahwa terdapat beberapa syarat-syarat yang harus dipenuhi dalam penyajian laporan keuangan, yaitu:

1. Disajikan secara wajar
2. Disajikan sesuai dengan standar akuntansi keuangan (SAK)
3. Bersifat konsisten

Di Indonesia terdapat 3 kelompok akuntan publik (Ang, 1997) yaitu:

1. Badan Pemeriksa Keuangan Pusat (BPKP), adalah akuntan publik yang hanya boleh memeriksa BUMN
2. Kantor Akuntan Publik (KAP), adalah akuntan publik yang boleh memeriksa perusahaan swasta dan BUMN

3. Koperasi Jasa Audit (KJA), adalah akuntan publik yang boleh memeriksa koperasi dan perusahaan swasta

Setelah proses audit selesai, maka laporan keuangan siap dilaporkan kepada *stakeholders*, yang akan digunakan untuk menganalisa kinerja perusahaan.

Holland dan Horton (1993) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa status *adviser* yang profesional dapat mempengaruhi tingkat *discount* dalam dua cara. Pertama *adviser* yang berkualitas tinggi akan mengurangi kesempatan emiten untuk berlaku curang dalam menyajikan informasi yang tidak akurat ke pasar. Pengorbanan investor dalam pasar diinterpretasikan investor sebagai penunjuk bahwa emiten mempunyai informasi yang tidak menyenangkan mengenai prospek emiten di masa mendatang. Kedua *adviser*, yang berkualitas tinggi pada umumnya mempunyai pengalaman yang lebih banyak sehingga dapat meramalkan harga pasar lebih akurat daripada *adviser* yang belum berpengalaman.

Calon emiten akan berusaha untuk meminimalkan tingkat *underpriced* dengan menggunakan auditor yang memiliki reputasi yang baik. Hasil penelitian dari Carpenter dan Strawser (1977) menggambarkan hasil survey terhadap anggota AICPA berkaitan dengan penggantian auditor lokal menjadi auditor berskala regional dan nasional. Dengan menyewa auditor yang memiliki reputasi yang baik akan memberikan harga penawaran paling tinggi. Bila harga penawaran tinggi maka tingkat *underpriced* akan semakin rendah.

Balvers, Mc Donald dan Miller, (1988) melakukan penelitian mengenai pengaruh reputasi auditor terhadap tingkat *underpriced* pada IPO emiten di

Amerika. Ditemukan bahwa semakin tinggi reputasi auditor maka tingkat *underpriced* akan kecil.

2.1.7. Jumlah saham yang ditahan investor lama

Proporsi saham yang ditawarkan dapat digunakan sebagai proksi terhadap faktor ketidakpastian yang akan diterima oleh investor, hal tersebut telah dikemukakan oleh Nurhidayati dan Indriantoro (1998). Proporsi dari saham yang ditahan dari pemegang saham lama dapat menunjukkan aliran informasi dari saham emiten ke calon investor. Semakin besar proporsi saham yang dipegang oleh pemegang saham lama semakin banyak informasi privat yang dimiliki oleh pemegang saham lama. Investor baru mengeluarkan biaya untuk mendapatkan informasi guna pengambilan keputusan apakah akan membeli saham atau tidak. Kompensasi atas pengeluaran biaya yang diharapkan oleh investor yaitu mengharap mendapatkan *initial return* yang tinggi yang berarti juga investor mengharapkan tingkat *underpricing* yang tinggi. Selain itu, campur tangan pemegang saham pendiri yang terlalu dominan akan menyebabkan terbatasnya informasi. Walaupun banyak perusahaan di Indonesia yang telah *go public* namun dominasi saham pendiri masih besar, hal ini sangat disayangkan mengingat statusnya sebagai perusahaan terbuka atau *go public*. Syukriy Abdullah (2001) menyatakan bahwa ada hubungan negatif antara saham yang ditahan dengan tingkat *underpricing*, tetapi bertentangan dengan hasil penelitian Beatty (1989) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara saham yang ditahan investor lama dengan tingkat *underpricing*.

2.1.8. *Return On Asset (ROA)*

Return on asset merupakan suatu rasio penting yang dapat dipergunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dengan investasi (aset) yang telah ditanamkan untuk mendapatkan laba. ROA disini menjadi salah satu pertimbangan para investor di dalam melakukan investasi terhadap saham – saham di lantai bursa.

Dalam rasio ini dapat terlihat seberapa jauh aset yang dimiliki suatu perusahaan untuk dapat menghasilkan laba sebelum pajak. Jika suatu perusahaan dapat mendayagunakan aset-aset yang dimilikinya maka ROA perusahaan tersebut akan tinggi. Semakin tinggi ROA perusahaan tersebut maka tingkat *underpriced* yang diharapkan oleh investor akan kecil.

Penelitian yang dilakukan Imam Ghozali dan Mudrik Al Mansur (2002) menemukan bahwa ROA berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini menunjukkan bahwa investor dalam membeli saham di pasar perdana sangat memperhatikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersihnya.

2.1.9. *Price Earning Ratio (PER)*

PER merupakan besarnya harga setiap satu rupiah *earning* perusahaan atau menunjukkan seberapa tinggi suatu saham dibeli oleh investor dibandingkan dengan laba per saham yang dihasilkan. Dari PER akan diketahui murah tidaknya sebuah saham. PER dapat dipengaruhi oleh harga saham dan jumlah laba bersih yang berhasil diperoleh perusahaan. Jika laba bersih perusahaan meningkat maka PER perusahaan akan menurun karena *earning per share (EPS)* suatu perusahaan

akan meningkat seiring dengan meningkatnya laba bersih perusahaan. Investor akan melihat hal ini sebagai peluang untuk memperoleh *initial return* yang positif jika nilai PER rendah sehingga tingkat *underpricing* akan menjadi rendah. Saham yang mempunyai PER yang tinggi biasanya adalah perusahaan muda yang pertumbuhannya cepat namun lebih beresiko (Downes dan Goodman, 1996).

Rasio PER ini paling sering digunakan oleh *underwriter* untuk menentukan harga saham perdana (Husnan, 1993). PER suatu saham berhubungan langsung dengan dua faktor penting yaitu: pertama, pengahrapan tingkat pertumbuhan, kedua tingkat kepercayaan kemungkinan pengahrapan tersebut benar terajdi (Husnan, 1993).

Laksana (2002) mengemukakan bahwa saham dengan *price earning ratio* rendah akan menghasilkan *average return* yang tinggi. Hal ini memiliki arti bahwa apabila nilai PER mengalami penurunan (rendah), *return* yang diperoleh investor akan mengalami peningkatan. Apabila PER emiten tinggi maka tentunya tingkat *undepricing* yang diharapkan oleh investor adalah tinggi karena investor menilai PER emiten yang tinggi akan beresiko yang dilihat dari pertumbuhan laba bersih yang rendah. Laba bersih sangat mempengaruhi *earning per share* (EPS) dari perusahaan. Dengan demikian investor bersedia menempatkan dananya pada perusahaan dengan nilai PER relatif rendah.

2.1.10. *Financial Leverage*

Menurut Kim (1993), *leverage* adalah seberapa besar penggunaan aktiva dalam *operating leverage* atau dana dalam *financial leverage* dimana atas penggunaan aktiva atau dana tersebut perusahaan harus menutup biaya tetap atau beban tetap. *Financial leverage* didefinisikan sebagai suatu ukuran yang menunjukkan sampai sejauh mana sekuritas berpenghasilan tetap (utang dan saham preferen) digunakan dalam struktur modal perusahaan. Semakin tinggi penggunaan sekuritas berpenghasilan tetap (dalam hal ini adalah hutang) maka *leverage* keuangannya juga akan semakin tinggi. Begitu sebaliknya, semakin rendah penggunaan sekuritas berpenghasilan tetap maka *leverage* keuangannya juga akan semakin rendah. Secara teoritis *financial leverage* menunjukkan resiko suatu perusahaan dan variabel ini juga menunjukkan kondisi *ex-ante uncertainty* (Kim, 1993). Variabel *financial leverage* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar hutangnya dengan *equity* yang dimilikinya. Dalam hal ini seperti yang dinyatakan oleh Bambang Riyanto (1998), *debt ratio* atau *leverage factor* adalah rasio antara jumlah utang dengan jumlah aktiva (*total debt to total asset ratio*).

Salah satu tujuan penggunaan *leverage* keuangan adalah untuk memperbesar pendapatan para pemegang saham biasa. Kim (1993) menguji penyebab terjadinya *underpricing* di pasar modal Korea dan hasilnya menunjukkan bahwa salah satu variabel penelitiannya yaitu *financial leverage* berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Ditemukan bahwa *financial leverage* berkorelasi positif dengan *initial return*.

Dengan menggunakan *leverage* keuangan, perusahaan tidak hanya akan mendapatkan keuntungan, akan tetapi juga dapat mengakibatkan kerugian. Hal ini terjadi karena dengan *leverage* keuangan berarti perusahaan membebankan resiko dari beban tetap kepada pemegang saham. Penggunaan *financial leverage* yang terlalu tinggi akan mengganggu kemampuan perusahaan dengan jumlah hutang yang tinggi. Dalam menganalisa rasio *leverage*, digunakan empat ratio yaitu, rasio total hutang dan total aktiva (*total debt to total assets ratio*), ratio penutup (*coverage ratio*), penutup beban tetap (*fixed charge coverage*), dan penutup aliran kas (*cash flow coverage*).

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Firth dan Smith (1992) menjelaskan bahwa tingkat kewajiban yang tinggi menjadikan pihak manajemen perusahaan menjadi lebih sulit di dalam membuat prediksi jalannya perusahaan ke depan.

Kaitannya dengan tingkat *underpricing* yang diinginkan investor cukup jelas, apabila *leverage* keuangan emiten cukup tinggi maka tingkat *underpricing* yang diharapkan investor juga tinggi karena investor menilai bahwa dengan tingkat hutang yang tinggi maka emiten akan kesulitan dalam memperoleh laba dan resiko yang dihadapi perusahaan akan semakin tinggi.

2.1.11 Tingkat Inflasi

Inflasi diperhitungkan dalam prinsip-prinsip berinvestasi karena keterkaitannya dengan nilai waktu dari uang. Pengertian inflasi yang paling sederhana adalah kenaikan harga barang-barang secara umum atau penurunan daya beli dari sebuah mata uang.

Kredibilitas sebuah pemerintahan sebuah negara tempat bermukimnya perusahaan dapat dilihat dari laju tingkat inflasinya (Ghozali dan Sugiyanto, 2002). Emiten yang akan melakukan IPO tentunya akan mempertimbangkan faktor inflasi. Tingginya tingkat inflasi akan mengakibatkan tingginya ongkos produksi perusahaan dan berakibat menurunnya profit perusahaan. Semakin tinggi tingkat inflasi yang terjadi maka tingkat suku bunga akan semakin tinggi, hal ini tentu berakibat langsung terhadap perusahaan yang memiliki hutang yang besar. Investor akan mempertimbangkan investasi dengan melihat laju inflasi pada negara dimana emiten berada karena tinggi tingkat inflasi akan mengakibatkan efek yang merugikan bagi emiten.

Penyebab inflasi sangatlah kompleks, selain karena faktor inefisiensi dan produktivitas perekonomian yang menurun dari sebuah negara, terjadinya ketidakseimbangan antara permintaan dan penawaran, inflasi juga dapat terjadi karena kebijakan fiskal dan moneter sebuah negara. Inflasi menimbulkan ketidakpastian mengenai keadaan ekonomi di masa depan (Sukirno, 1994). Inflasi akan bertambah cepat jalannya apabila tidak dikendalikan. Dengan besarnya ketidakpastian yang dihadapi investor maka ekspektasi investor untuk tingkat *underpricing* akan tinggi.

2.2. Penelitian – Penelitian Terdahulu

Beberapa peneliti mencoba menjelaskan penyebab terjadinya *underpricing* yang terjadi di hampir semua pasar modal di dunia, namun penelitian empiris membuktikan penyebabnya berbeda-beda. Perbedaan tersebut, mungkin saja terjadi karena adanya perbedaan kondisi tiap pasar modal serta lingkungannya, perbedaan

persepsi penelitinya, serta data yang dipergunakan dalam penelitiannya. Perbedaan kondisi pasar modal, seperti perbedaan umur pasar modal akan menyebabkan perbedaan perilaku pelaku pasar modal yang akan berpengaruh terhadap pembentukan harga saham di tempat tersebut. Perbedaan persepsi pemodal berpengaruh terhadap kerangka pengambilan asumsi dimana asumsi ini dipengaruhi oleh kondisi saat akan melakukan pengamatan serta pengalamannya sendiri. Sedangkan perbedaan pada data yang digunakan berpengaruh terhadap kesimpulan yang dihasilkan.

Suatu penjelasan mengenai fenomena *underpricing* adalah adanya hipotesis asimetri (Mc Guinness, 1992). Menurut Baron (1982), *initial return* positif berhubungan erat dengan asimetri informasi yang dimiliki oleh *underwriter*, dimana *underwriter* memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan emiten. Hal ini memberikan implikasi ketidakpastian yang besar dari suatu perusahaan emiten tentang harga saham sehingga permintaan terhadap jasa *underwriter* akan semakin besar.

Penelitian – penelitian mengenai pengaruh variabel – variabel independen seperti kualitas *Underwriter*, Auditor, jumlah saham yang ditahan investor lama, ROA, *financial leverage* terhadap tingkat *underpricing* telah banyak dilakukan dengan pendekatan yang berbeda – beda , dengan hasil yang berbeda pula.

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

signifikan terhadap *underpricing*. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *cross section regression*.

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

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

menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan faktor – faktor diatas terhadap tingkat *underpriced*.

Tabel 2.1
 Penelitian-Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Variabel	Model	Hasil
1	Carter dan Manaster; (1990)	Reputasi <i>Underwriter</i> (X1), <i>Insider Shares</i> (X2), <i>Offering Size</i> (X3) dan <i>Average Size</i> (X4) terhadap <i>price run up IPO</i>	<i>Multiple Regression</i>	Reputasi <i>Underwriter</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>price run up IPO</i> begitu juga dengan variabel lainnya
2	Kim, Krinsky dan Lee (1993)	<i>Underwriter Quality</i> (X3), <i>Ownership Retention</i> (L), <i>Offering Size Use of Issue Proceeds</i> (X4), <i>Financial Leverage</i> (X6), <i>Rate Return on Assets</i> (X5), <i>Forced or Voluntary Offering</i> (X7) terhadap <i>Initial Abnormal Return</i> (Y) pada IPO di Korea	<i>Multivariate Regression</i>	<i>Financial Leverage</i> (X6) berpengaruh negatif dan signifikan, variabel lainnya berpengaruh positif dan signifikan kecuali variabel <i>Rate Return On Assets</i> (X5) tidak berpengaruh signifikan
3	Nurhidayati dan Indriantoro (1998)	Auditor (X1), <i>underwriter</i> (X2), persentase saham yang ditahan pemegang saham lama(X3), umur perusahaan (X4), dan ukuran perusahaan(X5) terhadap tingkat <i>underpricing</i> (Y)	Regresi	Semua variabel tidak ada yang berpengaruh terhadap tingkat <i>underpricing</i>
4	Ghozali dan Mansur (2002)	<i>Underwriter</i> (X1), jumlah saham yang masih ditahan pemegang saham lama (X2), skala perusahaan(X3), umur perusahaan (X4), ROA(X6), serta <i>financial leverage</i> (X5) terhadap tingkat <i>underpricing</i> (Y) di BEJ	<i>Cross Section Regresi</i>	reputasi <i>underwriter</i> (X1) berpengaruh negatif signifikan, ROA(X6) berpengaruh negatif signifikan, <i>financial leverage</i> (X5) berpengaruh negatif signifikan

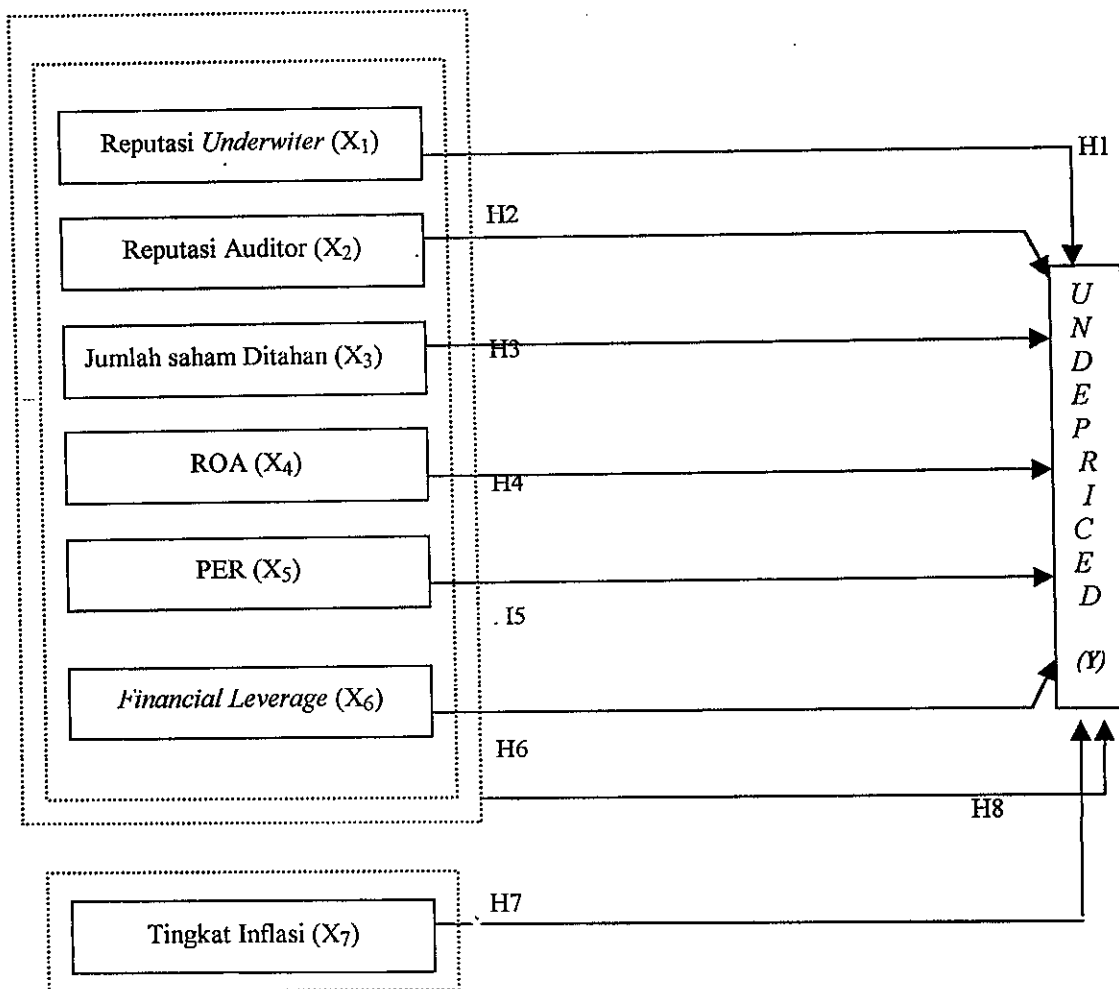
5	Kunz dan Aggarwal (1994)	Variabel Asimetri informasi(X4), <i>Institutional</i> <i>Lag(X1)</i> , <i>lack of</i> <i>experience(X2)</i> , dan <i>lack of</i> <i>competition(X3)</i> terhadap <i>Underpricing</i> di Swiss	Regresi	<i>Lack of experience</i> negatif tidak signifikan, ditemukan autokorelasi antara <i>lack of</i> <i>experience</i> dengan <i>competition</i> , asimetri informasi berpengaruh positif signifikan terhadap <i>underpricing</i>
---	--------------------------	--	---------	--

(Sumber: Referensi Jurnal)

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

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

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran



2.4. Hipotesis

Berdasarkan hasil-hasil penelitian terdahulu, hipotesis yang dapat diturunkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis yang akan diuji untuk membuktikan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *underpricing* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dinyatakan sebagai berikut:

- H1: Reputasi *Underwriter* berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*
- H2: Reputasi Auditor berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*
- H3: Jumlah saham yang ditahan investor lama berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*
- H4: ROA berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*
- H5: PER perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*
- H6: *Financial leverage* berpengaruh secara positif terhadap tingkat *underpricing*
- H7: Tingkat inflasi berpengaruh secara positif terhadap *underpricing*
- H8: Secara bersama – sama faktor faktor tersebut diatas berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

2.5. Definisi Operasional Variabel

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

1. Variabel reputasi *underwriter* menggunakan variabel dummy. Penentuan tinggi rendahnya reputasi *underwriter* dilakukan dengan cara memeringkat

underwriter berdasarkan pada persentase terhadap total nilai IPO atau total nilai emisi. *Underwiter* yang melakukan penjaminan emisi tidak hanya satu saja namun terdiri dari *underwriter* (pelaksana) dan *underwriter* peserta. Penelitian ini menggunakan *underwriter* pelaksana sebagai *underwiter* yang di peringkatkan reputasinya karena proporsi *underwriter* pelaksana lebih besar dari proporsi *underwriter* peserta. Dan juga *underwriter* pelaksanalah yang mempunyai kewenangan dalam penentuan harga dengan emiten. *Underwriter* yang termasuk 5 besar di kategorikan sebagai *underwriter* yang memiliki reputasi tinggi dan diberi nilai 1 dan sisanya di kategorikan sebagai *underwriter* yang memiliki reputasi rendah. *Underwriter* yang termasuk 5 besar adalah:

- PT. Bahana Securities
- PT. Danareksa Sekuritas Tbk
- PT. Ficorinvest
- PT. Trimegah Securities Tbk
- PT. Bhakti Investama

2. Auditor di definisikan sebagai suatu profesi penunjang pasar modal yang melakukan pemeriksaan terhadap laporan keuangan perusahaan yang akan go publik sehingga hasilnya sangat dibutuhkan untuk pembuatan keputusan oleh pihak yang berkepentingan. Berdasarkan penelitian Carpenter dan Strawser (1971), auditor yang memiliki reputasi tinggi akan memberikan harga penawaran paling tinggi. Dengan demikian, maka tingkat *underpriced* emiten akan semakin rendah. Auditor yang mempunyai banyak klien berarti auditor

tersebut mendapat kepercayaan yang lebih besar dari klien untuk membawa nilai perusahaan klien ke pasar modal. Reputasi auditor didasarkan pada banyaknya klien yang sering menggunakan layanannya dan pangsa pasarnya. Cara ini diterapkan pada penelitian Nurhidayati dkk (1998) dengan menggunakan 3 besar perusahaan yang menguasai pangsa pasar 89 %, yaitu:

- Prasetio, Utomo dan Rekan
- Hans Tuanakotta Mustofa dan Halim
- Drs. Hadi Susanto dan Rekan

Untuk emiten yang menggunakan 3 Akuntan publik diatas diberi kode 1, sedangkan apabila menggunakan yang lainnya diberi kode 0.

3. Informasi mengenai jumlah saham yang ditawarkan di masyarakat diperoleh dari prospektus ringkas emiten. Jumlah saham yang ditahan oleh pemegang saham lama dihitung sebagai selisih dari persentase total saham dikurangi dengan jumlah persentase saham yang ditawarkan di masyarakat.
4. Pengukuran variabel ini adalah dengan menggunakan persentase dari *net income after tax* dibagi dengan average total asset. Aset bank dapat berupa hipotek pinjaman dan lain-lainnya.
5. PER diukur dari rasio antara harga saham dibandingkan dengan *earning per share* atau pendapatan yang diperoleh dari tiap lembar saham
6. Tingkat inflasi diukur per bulan. Tingkat inflasi merupakan persentasi kecepatan kenaikan harga-harga dalam suatu tahun tertentu. Dalam penelitian ini digunakan Indeks harga sebagai ukurannya. Karena inflasi merupakan

faktor luar dari perusahaan maka variabel ini akan diregresikan sendiri dengan tingkat *underpricing*.

7. *Financial leverage* merupakan variabel yang diperoleh dengan membandingkan antara total kewajiban dengan total aktiva. Variabel ini diukur dengan perbandingan antara total hutang dengan total aktiva yang dibuat dalam sebuah prosentase.
8. *Underpricing* merupakan hasil dari ketidakpastian harga saham pada pasar sekunder. Yang dihitung sebagai perbandingan antara selisih harga saham pada hari penutupan pada pasar sekunder dengan harga penawaran dibagi dengan harga penawaran. Perhitungan *Underpricing* dihitung dengan rumus Kunz dan Aggarwal (1994), yaitu:

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

P0 = Harga Penawaran Perdana

P1 = Harga Penutupan pada hari pertama di pasar sekunder

UP = Tingkat *Underpricing*

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis Data dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder, yaitu data yang diperoleh secara tidak langsung melalui media perantara (Indriantoro, Supomo, 1999). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder tahun 1998-2003 yang mana sumbernya diperoleh dari Daftar Kurs Efek (DKE), ICMD, *JSX Monthly*, *Business News*, Majalah Investor, dan Indeks Harga Konsumen.

3.2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi yang akan digunakan untuk penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan perbankan yang melakukan IPO pada tahun 1999-2003 di BEJ. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling* yaitu dengan kriteria perusahaan yang masih *listed* di BEJ, yang mengalami *underpiced* dan juga yang melakukan IPO pada periode 1999-2003. Dalam periode tersebut terdapat 13 perusahaan yang IPO pada pasar perdana sebelum terdaftar di BEJ dan sebanyak 11 perusahaan yang mengalami *underpricing* sehingga jumlah sampel penelitian adalah 11 perusahaan perbankan.

Tabel 3.1. Data Lengkap Perusahaan Perbankan Yang Melakukan IPO Pada
Periode 1999-2003

No	Nama Bank	Underpriced (%)	UW	AUD	Jum Shm Yg Dithn (%)	ROA (%)	PER (x)	Inflasi (%)	Financial Leverage (x)
1	PT. Bank Arta Niaga Kencana Tbk	10	PT. Sucorinvest Central Gani	Hans Tuanakotta & Mustofa	73.69	0.6	37.62	9.35	5.45
2	PT. Bank Buana Indonesia Tbk	17.86	PT. Makindo Securities Tbk	Sidharta Siddharta & Harsono	80.68	1	4.99	9.35	14.11
3	PT. Bank Eksekutif Internasional Tbk	39.29	PT. Rifan Financindo Sekuritas	Drs. J. Tanzil & Co	64.19	0.008	-3.14	12.55	15.27
4	PT. Bank Mega Tbk	83.33	PT. Danareksa Sekuritas; PT. Trimeguh Securities Tbk	Prasetio Utomo & Co	82.78	0.01	0.74	9.35	17.32
5	PT. Bank Nusantara Parahyangan	4.76	PT. Panin Sekuritas Tbk	Drs. Robert Yogi	66.66	0.01	1.43	12.55	15.98
6	PT. Bank Swadesi Tbk	30	PT. Ciptadana Sekuritas	Hans Tuanakotta & Mustofa	91.1	2	9.09	10.03	5.02
7	PT. Bank Victoria International Tbk	100	PT. Panin Sekuritas Tbk	Hans Tuanakotta & Mustofa	42	1	16.03	2.01	6.9
8	PT. Bank Bumiputera Indonesia Tbk	12.5	PT. Danareksa Sekuritas	Prasetio, Sarwoko & Sandjaja	75	1	15.15	10.03	7.99
9	PT. Bank Kesawan Tbk	70	PT. Victoria Sekuritas; PT. Kapita Sekurindo	Amir Abadi Yusuf & Aryanto	80.24	0.3	96.33	10.03	11.83
10	PT. Bank Mandiri Tbk	25.92	PT. Danareksa Sekuritas	Prasetio, Sarwoko & Sandjaja	70	0.018	0.42	5.06	11.23
11	PT. Bank Rakyat Indonesia Tbk	8.57	PT. Bahana Securities	Prasetio, Sarwoko & Sandjaja	59.5	0.013	4.56	5.06	9.53

(Sumber: JSX Daily)

Dari jumlah populasi sebanyak 13 dipilih sampel sebanyak 11 karena PT. Bank Danpac Tbk telah *delisting* dari bursa dan PT. Bank Central Asia Tbk tidak mengalami *underpricing* maupun *overpricing*, sisanya mengalami *underpriced*. PT. Victoria Internasional Tbk mengalami *underpriced* tertinggi yaitu sebesar 83,33 % dan PT. Nusantara Parahyangan Tbk terendah yaitu sebesar 2,8%.

3.3. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi yaitu dengan mengadakan pencatatan dan penelaahan terhadap arsip-arsip atau dokumen yang berhubungan dengan obyek penelitian ini.

3.4. Metode Analisis

Dalam penelitian ini akan dipisahkan antara variabel fundamental perusahaan yaitu reputasi *underwriter* (X1), reputasi auditor (X2), jumlah saham yang ditahan investor lama (X3), ROA (X4), PER (X5) dan *Financial Leverage* (X6) dengan variabel makro perusahaan yaitu tingkat inflasi (X7) karena dianggap akan berkorelasi kuat.

Metode analisis I dilakukan dengan menggunakan model seperti dibawah ini:

$$UP_1 = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + e$$

Dimana:

UP1 = *Underpricing*

α = konstanta

$\beta_1 - \beta_7$ = koefisien regresi dari setiap independen variabel

X_1 = Reputasi *Underwriter*

X_2 = Reputasi Auditor

X_3 = Jumlah saham yang ditahan investor lama

X_4 = ROA

X_5 = PER

X_6 = *Financial Leverage*

e = *Error Term*

Kemudian metode analisis kedua dilakukan dengan menggunakan persamaan regresi sebagai berikut:

$$UP = \alpha + \beta_7 X_7 + e$$

Dimana:

UP = *Underpricing*

α = konstanta

$\beta_7 X_7$ = tingkat inflasi

e = *error term*

Untuk pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji t untuk mengetahui pengaruh secara parsial antara variabel independen dengan variabel

dependen. Dan untuk mengetahui secara serempak bersama-sama pengaruh dari variabel independen dengan dependen digunakan uji F

3.5. Uji asumsi Klasik

Alat analisis yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah model Regresi Berganda. Untuk itu perlu dilihat syarat yang perlu dipenuhi, yaitu uji F dan uji t. Kemudian akan di uji kembali menggunakan uji asumsi klasik yaitu uji normalitas, multikolinieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi.

a. Uji Multikolinieritas

Salah satu asumsi klasik model regresi linier klasik adalah tidak terjadinya multikolinieritas diantara variabel bebas yang berada dalam satu model. Multikolinieritas terjadi apabila terdapat hubungan linier antara independen variabel yang dilibatkan dalam model

b. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas terjadi apabila tidak adanya kesamaan deviasi standar nilai variabel dependen pada setiap variabel independen. Bila terjadi gejala heteroskedastisitas akan menimbulkan akibat varians koefisien regresi menjadi minimum dan *confidence interval* melebar sehingga hasil uji signifikansi statistik menjadi tidak valid lagi.

Heteroskedastisitas dapat dideteksi dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada sebuah grafik (*scatterplot*), dimana sumbu X adalah Y yang telah diprediksi dan sumbu Y adalah residual ($Y \text{ prediksi} - Y$

sesungguhnya) yang telah di *studentized* (Santoso, 2004). Jika ada pola tertentu, seperti titik yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit) maka telah terjadi heteroskedastisitas. Tetapi apabila tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Model regresi yang baik adalah tidak terjadi heteroskedastisitas (Santoso, 2004)

c. Normalitas Residual

Dalam uji ini ini akan diketahui apakah dalam sebuah model regresi, variabel dependen, variabel independen atau keduanya mempunyai distribusi normal atautkah tidak.

Pendekatan pada pengujian ke normalitas residual dapat dibentuk melalui sebuah frekuensi histogram residual atau digambarkan pada sebuah plot kenormalan residu. Pada penelitian ini akan dilakukan dengan pendekatan Plot Kenormalan Residu.

Model regresi yang baik adalah distribusi data normal atau mendekati normal.

d. Uji Autokorelasi

Suatu jenis pengujian yang umum digunakan untuk mengetahui adanya Autokorelasi telah dikembangkan oleh J. Durbin dan G. Watson pada tahun 1951. Pengujian ini sebagai statistik d Durbin Watson yang dihitung

berdasarkan pada jumlah selisih kuadrat nilai-nilai tafsiran faktor-faktor gangguan yang berurutan (Santoso, 2004)

$$d = \frac{\sum_{t=2}^n \left(\hat{U}_t - \hat{U}_{t-1} \right)^2}{\sum_{t=2}^n \left(\hat{U}_t \right)^2}$$

Autokorelasi terjadi apabila penyimpangan terhadap suatu observasi dipengaruhi oleh penyimpangan observasi yang lain atau terjadi autokorelasi diantara kelompok observasi menurut waktu dan tempat. Untuk menguji apakah terjadi autokorelasi atau tidak, dapat dideteksi dengan Durbin Watson Statistik

Pengujian dengan DW Statistik ini dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya hubungan antara kesalahan pengganggu (*Error Term*) pada periode sebelumnya dengan kesalahan pengganggu pada periode berikutnya.

Persyaratan uji dengan menggunakan tabel DW adalah apabila (Ghozali, 2001):

- a. Apabila nilai DW terletak antara batas atas atau *upperbound* (du) dan $(4-du)$, maka koefisien Autokorelasi sama dengan nol (0), berarti tidak ada autokorelasi

- b. Apabila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau *lowerbound* (dl), maka koefisien autokorelasi lebih besar daripada nol (0), berarti ada autokorelasi positif.
- c. Apabila nilai DW lebih besar daripada (4-dl), maka koefisien Autokorelasi lebih kecil daripada nol (0), berarti ada autokorelasi positif.
- d. Apabila nilai DW terletak diantara batas atas dan batas bawah dan bila batas bawah atau DW terletak antara (4-du) dan (4-dl), maka hasilnya tidak dapat disimpulkan

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder dari prospektus perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* atau Penawaran Umum Perdana pada tahun 1999-2003. Data ini berasal dari *Indonesian Capital Market Directory* 1996-2004. Data harga saham perdana diperoleh dari pojok BEJ UNDIP dan dari JSX Daily.

Sampel data yang digunakan hanya 11 perusahaan mengingat hanya 13 perusahaan yang masuk dalam populasi penelitian, data dua emiten tidak digunakan karena tidak sesuai dengan kriteria sampel. Oleh karena itu untuk penelitian yang akan datang diharapkan mampu mengambil periode yang lebih panjang

4.1. *Underpricing* Saham Perdana

Pada penelitian kali ini terdapat 13 perusahaan perbankan yang melakukan IPO pada pasar primer periode 1999-2003. Dari jumlah tersebut yang memenuhi persyaratan sampel yaitu perusahaan yang mengalami *Underpricing* pada saat melakukan IPO dan yang hingga tahun 2003 masih listing di BEJ adalah sebanyak 11 perusahaan atau sebesar 84,62% dari populasi. Ini berarti harga pada pasar perdana lebih murah dari pasar sekunder. Hal ini menyebabkan investor memperoleh *return* positif saat menjual saham tersebut di hari pertama pasar sekunder.

Tabel 4.1
Deskripsi Variabel Penelitian

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
UP	11	4.76	100.00	36.5664	33.04948
RepUW	11	.00	1.00	.3636	.50452
RepAUD	11	.00	1.00	.6364	.50452
JumShmThn	11	42.00	91.10	71.4400	13.35076
ROA	11	.60	11.55	4.8018	3.97627
PER	11	-3.14	96.33	21.1045	32.22668
Inflasi	11	2.01	12.55	8.6700	3.27818
Valid N (listwise)	11				

(Sumber: data sekunder yang di olah)

4.2. Uji asumsi Klasik Untuk Persamaan Regresi I

Pada penelitian ini dilakukan uji asumsi klasik terhadap model regresi yang meliputi: uji normalitas, autokorelasi, multikolinieritas dan heteroskedastisitas. Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah data yang digunakan layak atau tidak untuk di analisa. Hasil uji asumsi klasik untuk uji normalitas, autokorelasi, multikolinieritas dan heteroskedastisitas dapat dilihat pada tabel 4.2

Tabel 4.2
 Hasil Uji Normalitas, Autokorelasi dan Multikolinieritas

Variabel	Kolmogorov-Smirnov		Tolerance	VIF	Durbin-Watson	
	Z	Sig.(2Tailed)			V. Independen	Nilai
Rep UW (X1)	1,329	0,058	0,392	2,548	X1,X2,X3,X4,X5,X6	1,954
Rep Aud (X2)	1,329	0,058	0,241	4,156		
Jum Shm Thn (X3)	0,373	0,999	0,552	1,811	X7	2,051
ROA (X4)	0,771	0,592	0,498	2,007		
PER (X5)	0,997	0,273	0,695	1,438		
Fin Lev (X6)	0,442	0,990	0,417	2,396		

(Signifikan pada taraf nyata 5%)

4.2.1. Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah dalam model regresi penelitian ini, variabel dependen, variabel independen atau keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah distribusi data normal atau mendekati normal.

Dari tabel 4.2 diketahui bahwa data yang digunakan seluruhnya terdistribusi secara normal. Hal ini dapat dilihat dari probabilitas (sig 2 tailed) pada uji Kolmogorov-Smirnov yang mana seluruh variabel independen memiliki nilai probabilitas lebih besar dari 0,05. Dengan hasil ini, maka data yang digunakan dalam penelitian ini berdistribusi normal. Hasil ini juga dijelaskan menggunakan grafik yang mana data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memang memenuhi asumsi normalitas. Grafik dapat dilihat pada halaman lampiran

4.2.2. Uji Autokorelasi

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan adanya problem atau autokorelasi. Model regresi yang baik adalah yang bebas dari autokorelasi.

Untuk mengetahui adanya autokorelasi dapat dilihat dari nilai Durbin-Watson (D-W). Santoso (2004) mengatakan bahwa untuk mendeteksi adanya autokorelasi menggunakan nilai D-W secara umum dapat diambil acuan:

- Jika angka D-W di bawah -2 berarti ada autokorelasi positif
- Jika angka D-W di antara -2 sampai $+2$, berarti tidak ada autokorelasi
- Jika angka D-W di atas $+2$ berarti ada autokorelasi negatif

Angka yang tampak pada tabel 4.5 adalah 1,954 untuk variabel independen reputasi *underwriter*, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan, ROA, PER dan *financial leverage*. Maka model regresi yang digunakan tidak terdapat masalah autokorelasi.

4.2.3. Uji Multikolinieritas

Tujuan dari pengujian Multikolinieritas adalah untuk mengetahui apakah dalam model regresi yang digunakan untuk meneliti terdapat korelasi antar variabel independen. Jika terjadi korelasi, maka dinamakan multikolinieritas. Model regresi yang baik tidak boleh terjadi korelasi di antara variabel independen.

Multikolinieritas dapat di deteksi dengan melihat besaran VIF (*Variation Inflation Factor*) dan *Tolerance* (Ghozali dan Mansur, 2002). Pedoman suatu model regresi yang bebas multikolinieritas adalah sebagai berikut:

- Batas tolerance value adalah $>0,10$ dan variance inflaflation factors (VIF) <10 .
- Jika nilai tolerance di bawah $0,10$ atau VIF diatas 10 , maka terjadi multikolinieritas antara variabel independen sebesar 90% .

Ada 2 cara yang dapat dilakukan untuk menghilangkan multikolinieritas dari model (Santoso 2004), yaitu dengan cara :

1. Mengeluarkan salah satu variabel yang memiliki nilai korelasi yang kuat
2. Menggunakan metode lanjut seperti regresi Baynesian atau regresi Ridge

Dari tabel 4.5 nampak bahwa tidak terjadi terjadi multikolinieritas diantara variabel independen dimana nilai tolerance di atas $0,10$ dan nilai VIF dibawah 10 sehingga model regresi layak untuk digunakan.

4.2.4 Uji Heteroskedastisitas

Dalam sebuah model regresi tidak boleh terjadi ketidaksamaan varians dari residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians dari residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas. Dan jika varians berbeda, disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah tidak terjadi heteroskedastisitas.

Cara untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas adalah dengan cara melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *Scatterplot* (lihat di halaman

lampiran), dimana sumbu X adalah Y yang telah di prediksi dan sumbu Y adalah residual ($Y \text{ prediksi} - Y \text{ sesungguhnya}$) yang telah di *studentized* (Santoso, 2004).

Dasar pengambilan keputusannya adalah sebagai berikut:

- Jika terdapat pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur, bergelombang, melebar kemudian menyempit, maka telah terjadi heteroskedastisitas.
- Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Dari hasil grafik *scatterplot*, terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak dan tidak membentuk sebuah pola tertentu yang jelas. Hal ini menandakan tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi yang digunakan sehingga layak untuk digunakan dalam memprediksi tingkat *underpricing* berdasarkan input dari variabel independennya.

4.3. Analisis Data

Pada penelitian ini akan menggunakan alat regresi berganda yang di olah dengan software SPSS. Analisis ini digunakan untuk mengetahui apakah faktor-faktor perusahaan seperti reputasi *underwriter* (X1), reputasi auditor (X2), jumlah saham yang ditahan investor lama (X3), ROA (X4), PER (X5) dan *financial leverage* (X6) memberikan pengaruh terhadap tingkat *underpricing* perusahaan perbankan pada periode 1999-2003. Kemudian selain faktor-faktor di atas juga akan diteliti pengaruh faktor makro dari perusahaan yaitu tingkat inflasi (X7)

terhadap tingkat *underpricing*. Variabel ini akan di regresikan secara terpisah dari variabel independen lainnya karena jika digabungkan diduga akan berkorelasi kuat.

4.3.1. Analisis Regresi I

Dari persamaan regresi yang telah di uji signifikansi adalah sebagai berikut:

$$UP_1 = -233,894 - 28,897 \text{ rep } uw + 74,064 \text{ rep } aud + 1,384 \text{ Jum shm tahan} + 3,760 \text{ ROA} + 0,457 \text{ PER} + 8,953 \text{ fin lev} + e$$

Tabel 4.3

Hasil Perhitungan Regresi I

Variabel	β	Std Error	Nilai t	Nilai Probabilitas
(constant)	-233.894	34.518	-6.776	0.002
Reputasi UW	-23.897	8.746	-3.304	0.030
Reputasi Aud	74.064	11.170	6.631	0.003
Jumlah Shm ditahan	1.384	0.279	4.967	0.008
ROA	3.760	0.905	3.817	0.019
PER	0.457	0.103	4.439	0.011
<i>Fin Leverage</i>	8.953.	0.933	9.598	0.001
<i>R</i>	0,986			
R-Square	0.972			
Adj R-Square	0.930			
F hitung	23.154			
F signifikan	0.005			

Dependen Variabel: Tingkat *Underpricing*

Predictors: (constant), rep uw, rep aud, jum shm ditahan, ROA, PER, Fin Lev

Signifikan pada taraf nyata 5%

Sumber: data sekunder yang di olah

Angka R sebesar 0,986 menunjukkan bahwa korelasi atau hubungan antara tingkat *underpricing* (Y) dengan 6 variabel independennya adalah kuat karena angka menunjukkan diatas 0,5. Angka R square atau koefisien determinasi adalah 0,972 (berasal dari $0,986 \times 0,986$). Namun untuk jumlah variabel independen lebih dari dua, lebih baik menggunakan *Adjusted R square* (Santoso,2004) yaitu 0,930. Hal ini berarti 93% variasi dari tingkat *underpriced* bisa dijelaskan oleh variasi 6 variabel independen. Sedangkan sisanya yaitu sebesar 7% dijelaskan oleh faktor-faktor lain diluar variabel independen dalam model penelitian ini.

Dari hasil regresi didapat nilai F hitung sebesar 23,154 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,005 yang mana lebih kecil dari 5%. Hal ini berarti bahwa variabel independen yaitu reputasi *underwriter*, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan, ROA, PER dan *financial leverage* berpengaruh secara bersama-sama dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu tingkat *underpricing*. Dengan demikian menjelaskan bahwa model regresi dapat dipakai untuk memprediksi tingkat *underpricing*.

Dari tabel diatas juga menunjukkan bahwa hasil statistik uji t, masing-masing variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan, ROA, PER dan *financial leverage* berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

Sementara itu, nilai *Adjusted R square* yang didapat adalah 0,930 berarti 93 % tingkat *underpricing* dijelaskan oleh 6 variabel independen. Sedangkan sisanya sebesar 7% dijelaskan oleh faktor-faktor lain diluar model.

Analisis terhadap variabel reputasi *underwriter* yang memberikan pengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing* sebesar 0,030 (lebih kecil dari tingkat signifikansi 5 %). Hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara variabel reputasi *underwriter* dengan tingkat *underpricing*. Hasil yang diperoleh berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurhidayati dan Indriantoro (1998) yang mana ditemukan tidak adanya hubungan yang signifikan antara keduanya. Perbedaan ini mungkin terjadi karena adanya perbedaan dalam pemeringkatan *underwriter*, yang mana berdasarkan pendapatan *underwriter* yang menangani seluruh perusahaan yang *go public*, tidak khusus *underwriter* yang menangani IPO perbankan.

Arah hubungan antar reputasi *underwriter* dengan tingkat *underpricing* menunjukkan arah negatif dengan koefisien regresi (β) -28,897. Terbukti bahwa apabila semakin baik reputasi dari *underwriter* maka tingkat *underpriced* akan menurun. Hasil ini sesuai dengan penelitian Kim, Krinsky dan Lee (1993) yang membuktikan bahwa reputasi *underwriter* mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan dengan terjadinya kenaikan harga saham (*underpricing*) pada pasar sekunder.

Kemudian hasil analisis terhadap variabel reputasi auditor menunjukkan bahwa variabel reputasi auditor berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap tingkat *underpricing* dengan nilai probabilitas 0,003 (lebih kecil dari tingkat signifikan 5 %). Apabila reputasi auditor tinggi justru akan membuat tingkat *underpriced* yang tinggi. Hal ini menunjukkan hubungan yang sangat erat antara reputasi auditor dengan tingkat *underpricing*. Namun arah hubungan antara

keduanya menunjukkan arah positif yaitu terlihat dari koefisien regresi sebesar 74,064. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan dimana reputasi auditor berpengaruh secara negatif terhadap tingkat *underpricing* namun hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nur Hidayati dan Indriantoro (1998) yang menemukan bahwa reputasi auditor berpengaruh secara positif namun tidak signifikan. Hal seperti ini bisa terjadi karena para investor sudah tidak menaruh kepercayaan kepada KAP lokal yang ada. Contoh kasus adalah sewaktu PT. TELKOM Tbk memberikan laporan keuangannya ke NYSE dan ditolak karena diduga terdapat kecurangan-kecurangan yang dilakukan oleh KAP yang mengaudit laporan keuangan PT. TELKOM Tbk saat itu. Investor justru curiga jika reputasi auditor terlalu baik. Penemuan ini menunjukkan bahwa peran auditor dalam pemeriksaan dan pengujian terhadap laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang *go public* belum memberikan keyakinan yang memadai di mata investor. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Trisnawati (1999).

Hasil analisis pengujian variabel jumlah saham yang di tahan oleh investor lama menunjukkan bahwa variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing* sebesar 0,008 (lebih kecil dari tingkat signifikansi 5 %). Dapat dilihat bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara variabel jumlah saham yang di tahan oleh investor lama dengan tingkat *underpricing*. Hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Ghozali dan Mansur (2002). Ini dapat terjadi karena kemungkinan perbedaan taraf signifikansi, yang mana Ghozali dan Mansur menggunakan taraf signifikansi 10 %. Arah hubungan antar keduanya adalah positif dengan koefisien regresi (β) 1,384. Hipotesis yang diajukan diterima

yaitu jumlah saham yang di tahan investor lama berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Terbukti bahwa semakin banyak jumlah saham yang di tahan investor lama maka akan mengakibatkan tingginya tingkat *underpriced*. Penemuan ini sesuai dengan hasil penelitian Grinblatt dan Hwang (1989) yaitu prosentase jumlah saham yang ditahan pemegang saham lama mempunyai hubungan yang positif dengan *underpricing*.

Kemudian dari hasil analisis pengujian variabel ROA memberikan pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* sebesar 0,019 (lebih kecil dari tingkat signifikansi 5 %). Hasil ini membuktikan temuan Kim (1993) yang membuktikan adanya hubungan yang signifikan antara variabel ROA dengan tingkat *underpricing*. Dengan koefisien regresi (β) 3,760 berarti hubungan tersebut adalah positif. Hasil ini bertentangan dengan hipotesis yang diajukan dimana ROA berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi ROA maka tingkat *underpriced* akan semakin tinggi. Diduga investor tidak menggunakan ROA perusahaan sebagai acuan dalam membeli saham perdana perusahaan perbankan karena perusahaan perbankan memiliki karakteristik tertentu yang tidak dimiliki oleh perusahaan non perbankan seperti adanya CAR (*capital adequacy ratio*) dan LDR (*loan to deposit ratio*)

Pada pengujian variabel PER ditemukan adanya hubungan yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini ditunjukkan oleh angka 0,011 yang mana lebih kecil dari tingkat signifikansi 5 %. Arah hubungan antara keduanya adalah positif 0,457. Hal ini membuktikan bahwa semakin tinggi PER maka tingkat *underpriced* juga akan mengalami kenaikan. Hasil pengujian ini mendukung

hipotesis yang diajukan yaitu PER perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Dapat dikatakan bahwa penemuan ini sesuai dengan hasil penelitian Laksana (2002).

Kemudian dari hasil analisis variabel *financial leverage* didapatkan nilai probabilitas sebesar 0,001 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 5 %. Ini menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan antara *financial leverage* dengan tingkat *underpricing*. Ditemukan bahwa koefisien regresi adalah positif 8,953 maka semakin tinggi *financial leverage* suatu perusahaan akan mengakibatkan semakin tingginya tingkat *underpricing* yang diharapkan karena adanya faktor ketidakpastian yang besar bagi perusahaan di masa yang akan datang. Hal ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Suswati (2002).

4.3.2. Analisis Regresi II

Analisis ini akan meregresikan variabel independen tingkat inflasi (X7) terhadap tingkat *underpricing* (Y). Dari analisis didapatkan hasil sebagai berikut:

$$\text{Underpricing} = 68,110 - 3,638 \text{ tingkat inflasi} + e$$

Tabel 4.4.
Hasil Perhitungan Regresi II

Variabel	β	Std Error	Nilai t	Nilai Probabilitas
(constant)	68,110	28,884	2,358	0,043
Tingkat inflasi (X7)	-3,638	3,134	-1,161	0,276
R	0,361			
R Square	0,130			
Adjusted R Square	0,034			
F hitung	1,348			
F signifikan	0,276			

Dependen Variabel: Tingkat *Underpricing*
 Predictors: (constant), tingkat inflasi
 Signifikan pada taraf nyata 5%
 Sumber: data sekunder yang di olah

Hasil analisis regresi II pada tabel 4.4 didapat angka F hitung sebesar 1,348 dengan tingkat signifikan F sebesar 0,276 (lebih besar dari 5 %). Hal ini berarti variabel independen tidak dapat menjelaskan variasi variabel dependennya karena tidak menunjukkan hasil yang signifikan. Dari tabel 4.4 nilai probabilitas dari tingkat inflasi yang di dapatkan adalah sebesar 0,276 (lebih besar dari 5 %) sehingga variabel tingkat inflasi tidak berhasil mendukung hipotesis yang diajukan yang berarti tingkat inflasi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini menandakan bahwa variabel tingkat inflasi tidak dapat digunakan untuk menjelaskan penyebab dari terjadinya *underpricing* pada perusahaan perbankan yang melakukan proses penawaran umum perdana di pasar perdana.

BAB V

KESIMPULAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor seperti reputasi *underwriter*, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan pemegang saham lama, ROA, PER, *financial leverage* dan juga faktor tingkat inflasi terhadap tingkat *underpricing* yang terjadi pada IPO perusahaan perbankan yang telah listing di BEJ pada periode 1999-2003.

Berdasarkan hasil analisis pada taraf signifikansi (α) 5 %, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut :

1. Dari hasil penelitian ditemukan bahwa variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan pemegang saham lama, ROA, PER dan *financial leverage* berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hanya variabel tingkat inflasi yang tidak memiliki pengaruh yang signifikan.
2. Berdasarkan uji F diperoleh hasil bahwa secara serempak variabel-variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, jumlah saham yang ditahan pemegang saham lama, ROA, PER dan *financial leverage* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* kecuali variabel tingkat inflasi.
3. Nilai *adjusted R*² untuk regresi pertama diperoleh sebesar 9,30 yang menunjukkan bahwa 93% dari tingkat *underpricing* dapat dijelaskan oleh

variabel independen yang diteliti. Sedangkan sisanya sebesar 7% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model penelitian.

4. Reputasi *underwriter* terbukti berpengaruh neaktif terhadap tingkat *underpricing* yang terjadi pada IPO perusahaan perbankan yang telah listing di BEJ periode 1999-2003.
5. Variabel reputasi auditor memiliki arah hubungan yang positif dan signifikan terhadap tingkat *underpricing*
6. Hasil analisis pengujian variabel jumlah saham yang ditahan oleh investor lama menunjukkan hubungan yang signifikan dan positif terhadap tingkat *underpricing*.
7. Variabel ROA memberikan pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hasil penelitian juga menemukan bahwa variabel ROA mempengaruhi tingkat *underpricing* secara positif. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan yang mana variabel ROA berpengaruh secara negatif terhadap tingkat *underpricing*.
8. Pada pengujian variabel PER ditemukan adanya hubungan yang signifikan dan positif terhadap tingkat *underpricing*.
9. Variabel *financial leverage* memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap tingkat *underpricing*.
10. Dari hasil regresi kedua yaitu antara tingkat inflasi sebagai variabel independen dengan tingkat *underpricing* sebagai variabel dependen ditemukan bahwa tingkat inflasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan

terhadap tingkat *underpricing* sehingga tingkat inflasi tidak dapat digunakan untuk memprediksi tingkat *underpricing* IPO perusahaan perbankan.

5.2 Implikasi Penelitian

Berdasarkan kesimpulan yang diambil dari penelitian ini, maka diajukan saran sebagai berikut:

1. Bagi emiten diharapkan agar lebih selektif dalam memilih auditor untuk pemeriksaan laporan keuangannya, mengingat terjadinya kasus-kasus yang merugikan emiten itu sendiri jika tidak cermat dalam penunjukan KAP.
2. Diharapkan bagi auditor untuk menjaga integritasnya dan berlaku independen serta tidak menerima begitu saja permintaan dari calon klien karena auditor berhak untuk menolak permintaan calon klien karena auditor merupakan profesi penunjang dalam pasar modal

5.3 Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah dalam hal jumlah populasi penelitian yang mana hanya terdapat 13 perusahaan yang IPO pada periode 1999-2003 sehingga sampel yang dapat digunakan menjadi terbatas yaitu hanya 11.

5.4 Agenda Penelitian Mendatang

Seperti halnya dalam penelitian empiris lainnya bahwa penelitian ini tidak sempurna, maka tidak tertutup kemungkinan untuk mengkaji ulang. Hal-hal yang kiranya dapat diteliti kembali adalah sebagai berikut :

1. Penggunaan variabel-variabel lain untuk mengukur tingkat *underpricing* dalam IPO perusahaan perbankan, seperti : pengalaman manajemen, CAR, LDR. Dan juga faktor makro lainnya selain tingkat inflasi seperti: tingkat pertumbuhan ekonomi, tingkat suku bunga dan kondisi politik karena variabel-variabel tersebut diduga mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpricing* pada IPO perusahaan perbankan.
2. Pemeringkatan reputasi auditor hendaknya berdasarkan pada spesialisasi bidang yang sering ditangani dan juga lebih baik menggunakan pemeringkatan yang telah dilakukan oleh pihak yang independen untuk mendapatkan hasil yang lebih baik dan akurat

Daftar Referensi

- Ang, R., (1997), **Pasar Modal Indonesia**, 1st edition, Mediasoft Indonesia
- Balvers, R.J. , McDonald, B. dan Miller, E.(1988), "Underpricing of new issues and the choice of auditor as a signal of investment banker reputation", **The Account Review**, LXIII no. 4, October
- Beatty (1989), "Auditor reputation and the underpricing of initial public offering". **The Accounting Review**, LXIV, No. 4 (Oktober)
- Carpenter, C. and Strawser,R., (1971), "Displacement of auditors when clients go public", **The Journal of Accountancy** 131, (june):55-58
- Carter, R., and Manaster, S., (1990),"Initial public offering and underwriter reputation", **The Journal of Finance** vol.VL
- Downes, J., and Goodman, J.E, (1996), "**Keuangan dan Investasi**", Barron's Educational Series, PT. Elex Media Komputindo, Jakarta
- Firth, M. and Smith, A., (1992), "The accuracy of profits forecast in initial public offerings", **Accounting and Business Research** vol. 22 no. 87
- Ghozali, I. dan Mansur, M., (2002), "Analisis Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Underpriced Di Bursa Efek Jakarta". **Jurnal Bisnis Dan Akuntansi**,4 (1)
- Ghozali, I. (2001)," **Aplikasi analisis multivariat dengan program SPSS**", Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang
- Ghozali, I. dan Sugiyanto (2002),"**Meneropong Hitam Putih Pasar Modal dan Lika-Liku Kebijakan Ekonomi Moneter**". Magister Manajemen UNDIP dan Gama Media, Semarang
- Grinblatt, M. and Hwang, C., (1989)," Signaling and the Pricing of new issues", **Journal of Finance**, vol. June ,
- Hanafi ,(1998), "Efisiensi Emisi Saham Baru Di Bursa Efek Jakarta (1989-1994)". **Kelola**, No 17/VII/1998
- Holland, K.M. and Horton, J.G, (1993)," Initial public offering on the unlisted securities market: The impact of profesional advisor", **Accounting & Business Research**, vol.24,no.93

- Husnan, S., (1998), **Manajemen Keuangan**, BPFE, Yogyakarta
- Husnan, S., Ernyan, (2002), "Perbandingan Underpricing Peenrbitan Saham Perdana Perusahaan Keuangan dan Non Keuangan di Psar Modal Indonesia: Pengujian Hipotesis Asimetri Informasi", **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, vol.17, no. 4
- Husnan, S. (1993), "Konsistensi Beta Pengamatan di Bursa Efek Jakarta ", **MUI**, no.12, th XXII, Desember
- Jogiyanto,H. M. (1998), "Teori portfolio dan analisis investasi", BPFE,Edisi 3, Yogyakarta
- Johnson, J., and Miller (1988), " Investment Banker Prestige and the Pricing of Initial Public Offering", **Financial Management 17 (Summer)**
- Kunz, R.M. and Aggarwal, R. (1994), "Why Initial Public Offerings Are Underpriced: Evidence from Switzerland", **Journal of Banking and Finance**, vol.18
- Kim, J.B., Krinsky, I. and Lee, J. (1993), "Motives for going public and underpricing: New finding from Korea". **Journal of Business and Accounting**, 20(2) (Januari)
- Laksana, F. A., (2002), "Pengaruh rasio keuangan perusahaan (PER,ROE,NPM dan ROA) terhadap proporsi kepemilikan saham asing di Bursa Efek Jakarta", **Tesis Program Pasca Sarjana UGM**, Yogyakarta
- Mauer, D.C. and Senbet L.W., (1992), "The effect of secondary market on pricing of initial public offering : Theory and Evidence". **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 27 (Maret)
- Mc Guinness, P ,(1992), "An examination of the underpricing of initial public offering in Hong Kong 1980-1990", **Journal of Business Finance and Accounting**, 19(2) (Januari)
- Nurhidayati dan Indriantoro, (1998), "Analisis Faktor – Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underpriced Pada Penawaran Perdana Di Bursa Efek Jakarta". **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia 1998**, Vol 13, No.1, 21 – 30
- Ritter, J. R., (1991), "The Long-Run Performance of Initial Public Offering". **Journal Of Finance**, XLVI (1) (Maret)

- Riyanto, B., (1998), "**Dasar-dasar pembelanjaan perusahaan**", BPFE, Yogyakarta
- Rock, K., (1986), "Why new issues are underpriced", **Journal of Financial Economics**, January-February
- Santoso, S., (2004), "**SPSS Statistik Parametrik**", Elex Media Komputindo, Jakarta
- Sitompul, A. (1996), **Pasar Modal – Penawaran Umum dan Permasalahannya**. PT. Citra Aditya Bakti, Bandung
- Suswati (2002), Analisis Informasi Prospektus dan Keputusan Investasi Terhadap Tingkat *Underpricing* Saham Perdana di BEJ Tahun 1997-2001", **Tesis Program Pasca Sarjana UGM**, Yogyakarta
- Syukry, A., (2001), "Fenomena Underpricing Dalam Penawaran Saham Perdana (IPO) dan Faktor-faktor yang Mempengaruhinya". **Jurnal Manajemen dan Bisnis**, Vol 3 No. 1 (Januari)
- Trisnawati, R., (1998), "Pengaruh Informasi Prospektus Terhadap Return Saham di Pasar Perdana", **Tesis Program Pasca Sarjana UGM**, Yogyakarta
- Ursal, Nancy, D. and Ljucovic, P. (1998), "The Impact of Bank Ownership of Underwriters on The Underpricing of Initial Public Offering, **Canadian Journal of Administrative Science**