

**ANALISIS KONSISTENSI FAKTOR-FAKTOR  
YANG MEMPENGARUHI UNDERPRICING  
SAHAM SEKTOR KEUANGAN DAN  
MANUFAKTUR  
(STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN SEKTOR  
KEUANGAN DAN MANUFAKTUR YANG IPO  
DI BEJ TAHUN 1997 - 2002)**



**TESIS**

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

**Disusun oleh :**

**SANDRA DEWI HENDRAJAYA, ST  
NIM. C4A002309**

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



## Sertifikasi

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

Sandra Dewi Hendrajaya

Desember 2004

## PENGESAHAN TESIS

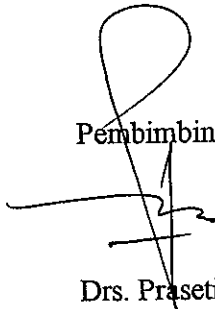
Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

### **ANALISIS KONSISTENSI FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI UNDERPRICING SAHAM SEKTOR KEUANGAN DAN MANUFAKTUR**

(STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN SEKTOR KEUANGAN  
DAN MANUFAKTUR YANG IPO DI BEJ TAHUN 1997 - 2002)

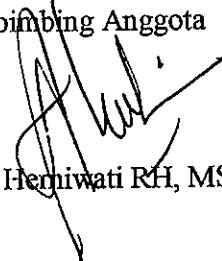
yang disusun oleh Sandra Dewi Hendrajaya, NIM C4A002309  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 29 Desember 2004  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



Drs. Prasetiono, MSi

Pembimbing Anggota



Dra. Hemiwati RH, MS

Semarang Januari 2005

Universitas Diponegoro

Program Pascasarjana

Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

## **MOTTO DAN PERSEMBAHAN**

Untuk segala sesuatu ada masanya, untuk apapun di bawah langit ada waktunya.

Ia membuat segala sesuatu indah pada waktunya. (Pengkhotbah 3:1,11)

Terimakasih kepada mama saya,  
Terimakasih kepada seluruh dosen Magister Manajemen Undip,  
Juga kepada teman-teman seperjuangan angkatan XIX  
Tesis ini saya persembahkan untuk kalian semua

## ABSTRACT

Intention of this research is to analyse influence variable of underwriter reputation, auditor reputation, size of the offering, old age company, company profitability, financial leverage and of PBV, either parsial or simultan, to financial sector share underpricing and of manufacture. Besides this research also aim to analyse difference of factors consistency influencing share underpricing both sector.

Initial Public Offering ( IPO) is activity company in order to public offer of primary share sale. These shares enthused investor because can give initial return. This Return indication the happening of share underpricing at primary market when coming on secondary market. A clarification concerning underpricing phenomenon is the existence of asymmetric information, which can happened between company of emiten with underwriter ( Model Baron), or between investor of informed investor and of uninformed ( Model Rock).

Population Companies becoming object in this research is all companies of financial sector and of manufacture, doing IPO in BEJ during the period 1997 until 2002. The used amount of sample is 52 companies, consist of 26 companies of financial sector and 26 companies of manufacture sector. The companies fulfill criterion whether negative or positive underpricing and not delisting during period of research. Multiple regression is used as analysis method.

Result of parsial regression analysis for financial sector indicate that only underwriter reputation having a significant effect to underpricing. While by simultan obtained result of that variable of underwriter reputation, auditor reputation, offering size, old age company, company profitability, financial leverage and PBV have no significant effect to underpricing. Result of parsial regression analysis for the sector of manufacture indicate that underwriter reputation, offering size, financial leverage and PBV have a significant effect to underpricing. While by simultan obtained result of that variable underwriter reputation, auditor reputation, offering size, old age company, company profitability, financial leverage and PBV have significant effect to share underpricing of manufacture sector. Result of which obtained from equality of coefficient test indicate that there are difference of factors consistency influencing financial sector share underpricing and of manufacture.

## ABSTRAKSI

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, nilai saham yang ditawarkan, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan, *financial leverage* dan PBV, baik secara parsial maupun simultan, terhadap *underpricing* saham sektor keuangan dan manufaktur. Selain itu penelitian ini juga bertujuan untuk menganalisa perbedaan konsistensi faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* saham pada kedua sektor.

*Initial Public Offering* (IPO) merupakan kegiatan yang dilakukan perusahaan dalam rangka penawaran umum penjualan saham perdana. Saham-saham yang tercatat di pasar perdana pada umumnya diminati para investor karena dapat memberikan *initial return*. *Return* ini mengindikasikan terjadinya *underpricing* saham dipasar perdana ketika masuk pasar sekunder. Suatu penjelasan mengenai fenomena *underpricing* adalah adanya informasi asimetri, yang dapat terjadi antara perusahaan emiten dengan *underwriter* (Model Baron), atau antara investor *informed* dan investor *uninformed* (Model Rock).

Populasi perusahaan-perusahaan yang menjadi objek dalam penelitian ini adalah semua perusahaan sektor keuangan dan manufaktur, yang melakukan IPO di BEJ dari tahun 1997 sampai tahun 2002. Jumlah sampel yang digunakan adalah 52 perusahaan, terdiri dari 26 perusahaan sektor keuangan dan 26 perusahaan sektor manufaktur. Perusahaan-perusahaan tersebut memenuhi kriteria mengalami *underpricing* positif maupun negatif dan tidak *delisting* selama periode penelitian. Metode analisis yang digunakan adalah regresi berganda.

Hasil analisis regresi secara parsial untuk sektor keuangan menunjukkan bahwa hanya reputasi *underwriter* yang berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*. Sedangkan secara simultan diperoleh hasil bahwa variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, nilai saham yang ditawarkan, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan, *financial leverage* dan PBV tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Hasil analisis regresi secara parsial untuk sektor manufaktur menunjukkan bahwa reputasi *underwriter*, nilai saham yang ditawarkan, *financial leverage* dan PBV berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*. Sedangkan secara simultan diperoleh hasil bahwa variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, nilai saham yang ditawarkan, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan, *financial leverage* dan PBV berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* saham sektor manufaktur. Hasil yang diperoleh dari uji kesamaan koefisien menunjukkan bahwa terdapat perbedaan konsistensi faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* saham sektor keuangan dan manufaktur.

## KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadiran Tuhan Yang Maha Esa atas berkat serta rahmat-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan Tesis yang berjudul Analisis Konsistensi Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Underpricing Saham Sektor Keuangan Dan Manufaktur (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Keuangan Dan Manufaktur Yang IPO Di BEJ Tahun 1997 - 2002). Tesis ini disusun sebagai salah satu prasyarat untuk menyelesaikan program studi Pascasarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

Pada kesempatan ini, penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada :

1. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, selaku ketua program studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
2. Bapak Drs. Prasetiono, Msi, selaku dosen pembimbing utama, yang telah banyak memberikan saran dan petunjuk yang berguna bagi penulis.
3. Ibu Dra. Herniwati RH, MS, selaku dosen pembimbing anggota, yang telah banyak memberikan saran dan petunjuk kepada penulis.
4. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu yang telah membantu terselesaikannya Tesis ini.

Akhir kata penulis berharap semoga Tesis ini bermanfaat bagi semua pihak yang membutuhkan, khususnya mahasiswa Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

Semarang, Desember 2004

Penulis

## DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul .....	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis .....	ii
Halaman Pengesahan .....	iii
Motto dan Persembahan .....	Iv
Abstract .....	v
Abstraksi .....	vi
Kata Pengantar .....	vii
Daftar Tabel .....	ix
Daftar Gambar .....	x
Daftar Rumus .....	xi
<b>BAB I : PENDAHULUAN</b>	
1.1 Latar Belakang Masalah .....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	10
1.3 Tujuan Penelitian .....	11
1.4 Manfaat Penelitian .....	11
<b>BAB II : TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS</b>	
2.1 Telaah Pustaka .....	13
2.2 Penelitian Terdahulu .....	25
2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis .....	33
2.4 Perumusan Hipotesis .....	34
2.5 Definisi Operasional Variabel .....	36

### BAB III : METODE PENELITIAN

3.1	Jenis dan Sumber Data .....	40
3.2	Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel .....	40
3.3	Metode Pengumpulan Data .....	41
3.4	Teknik Analisis .....	41
3.5	Pengujian Penyimpangan Asumsi Klasik .....	43
3.6	Pengujian Hipotesis .....	44

### BAB IV : ANALISIS DATA

4.1	Gambaran Umum Objek Penelitian .....	47
4.2	Analisis Data Sektor Keuangan .....	52
4.3	Analisis Data Sektor Manufaktur .....	58
4.4	Pengujian Hipotesis .....	64

### BAB V : SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1	Simpulan .....	78
5.2	Implikasi Kebijakan .....	79
5.3	Keterbatasan Penelitian .....	80
5.4	Agenda Penelitian Mendatang .....	81

Daftar Referensi

Daftar Riwayat Hidup

Lampiran lampiran

## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Tabel Penelitian Terdahulu .....	29
Tabel 2.2	Tabel Peringkat 10 Besar KAP .....	37
Tabel 4.1	Data Perusahaan Sektor Keuangan .....	48
Tabel 4.2	Data Perusahaan Sektor Manufaktur .....	49
Tabel 4.3	Deskriptif Variabel Perusahaan Sektor Keuangan .....	50
Tabel 4.4	Deskriptif Variabel Perusahaan Sektor Manufaktur .....	51
Tabel 4.5	Tabel Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov .....	53
Tabel 4.6	Tabel Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov .....	54
	(Setelah Transformasi Data)	
Tabel 4.7	Hasil Analisis Regresi Uji Multikolinieritas .....	56
Tabel 4.8	Hasil Regresi Uji Glejser .....	58
Tabel 4.9	Tabel Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov .....	59
Tabel 4.10	Tabel Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov .....	60
	(Setelah Transformasi Data)	
Tabel 4.11	Hasil Analisis Regresi Uji Multikolinieritas .....	62
Tabel 4.12	Hasil Regresi Uji Glejser .....	64
Tabel 4.13	Hasil Analisis Regresi Berganda .....	65
Tabel 4.14	Tabel Anova Sektor Keuangan .....	69
Tabel 4.15	Hasil Analisis Regresi Berganda .....	70
Tabel 4.16	Tabel Anova Sektor Manufaktur .....	75
Tabel 4.17	Hasil Sum of Squares Residual .....	77
Tabel 4.18	Tabel Hasil Regresi Untuk Ke-2 Sektor .....	78

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Hubungan antara reputasi <i>underwriter</i> , reputasi auditor, nilai saham yang ditawarkan saat IPO, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan, <i>financial leverage</i> dan PBV dengan <i>Underpricing</i> saham sektor keuangan dan manufaktur.	33
Gambar 4.1	Grafik Histogram	55
Gambar 4.2	Grafik Normal Plot	55
Gambar 4.3	Grafik Scatterplot	57
Gambar 4.4	Grafik Histogram	61
Gambar 4.5	Grafik Normal Plot	61
Gambar 4.6	Grafik Scatterplot	63

## DAFTAR RUMUS

Rumus 1	Persamaan <i>Underpricing</i> .....	36
Rumus 2	Persamaan ROA .....	38
Rumus 3	Persamaan DER .....	38
Rumus 4	Model Regresi .....	42
Rumus 5	Persamaan Chow test .....	46
Rumus 6	Model regresi Sektor Keuangan .....	53
	(Setelah Transformasi)	
Rumus 7	Persamaan regresi Sektor Manufaktur .....	59
	(Setelah Transformasi)	
Rumus 8	Persamaan regresi Sektor Keuangan .....	65
Rumus 9	Persamaan regresi Sektor Manufaktur .....	71

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

IPO (*Initial Public Offering*), yang juga disebut penawaran umum perdana, merupakan kegiatan penawaran yang dilakukan perusahaan dalam rangka penawaran umum penjualan saham perdana (Robert Ang, 1997). Kegiatan ini sangat bermanfaat bagi perusahaan, pihak manajemen dan masyarakat umum. Bagi perusahaan, penawaran umum merupakan media untuk mendapatkan dana yang relatif besar dan tunai serta tidak ada kewajiban pelunasan dan pembayaran bunga yang tetap (deviden yang dibayarkan merupakan kewajiban tetapi besarnya tergantung laba yang diperoleh). Bagi manajemen, penawaran umum berarti meningkatkan keterbukaan perusahaan dan pada akhirnya akan memaksa peningkatan profesionalisme. Sedangkan bagi masyarakat berarti memperoleh kesempatan untuk turut serta memiliki perusahaan sehingga terjadi distribusi kepemilikan (Prastiwi, 2001).

Pada saat IPO, perusahaan harus menyediakan suatu prospektus yang berisi laporan keuangan maupun non keuangan, sesuai dengan ketentuan yang ditetapkan oleh BAPEPAM. Laporan keuangan dalam prospektus terdiri dari Neraca, Laporan Perhitungan Laba Rugi, Laporan Arus Kas, dan penjelasan laporan keuangan. Sedangkan laporan non keuangan berisi informasi selain laporan keuangan seperti auditor independen, penjamin emisi (*underwriter*), konsultan hukum, umur perusahaan, bidang usaha perusahaan, proporsi kepemilikan saham, dan informasi-informasi lain yang relevan. Informasi yang

diungkapkan dalam prospektus akan membantu investor dalam membuat keputusan yang rasional mengenai resiko dari saham yang ditawarkan perusahaan emiten. Informasi dalam prospektus akan memberikan gambaran keadaan perusahaan dan ramalan laba yang menjadi dasar para investor dalam pembuatan keputusan investasi (M. Firth et al, 1992). Informasi yang diungkap dalam prospektus merupakan suatu fenomena yang menarik bagi para peneliti, untuk meneliti secara empiris perilaku para investor dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal.

Investor dalam menanamkan dananya di pasar perdana bertujuan untuk memperoleh *initial return* yang diperoleh dari selisih lebih antara harga di pasar sekunder dengan harga perdananya. *Initial return* mengindikasikan terjadinya *underpricing* saham di pasar perdana ketika masuk ke pasar sekunder. Harga perdana yang *underpriced* memberikan *initial return* rata-rata yang positif bagi investor segera setelah saham tersebut mulai diperdagangkan di bursa (Siti Nurhidayati et al, 1998).

Fenomena *underpricing* tersebut dikarenakan adanya *mispriced* di pasar perdana. Selain *underpricing*, *mispriced* juga dapat berupa suatu keadaan yang disebut *overpricing*. *Overpricing* adalah suatu keadaan dimana harga saham di pasar sekunder pada hari penutupan pertama, lebih rendah daripada harga penawaran perdananya. Keadaan ini disebut juga *underpricing* negatif. Suatu penjelasan mengenai fenomena *underpricing* adalah adanya informasi asimetri. Menurut Beatty (1989), informasi asimetri dapat terjadi antara perusahaan emiten dengan *underwriter* (Model Baron), atau antara investor *informed* dan investor *uninformed* (Model Rock). *Underwriter* sebagai pihak yang lebih sering

berhubungan dengan pasar modal mempunyai informasi yang lebih banyak mengenai pasar modal bila dibandingkan dengan calon emiten. Adanya asimetri informasi inilah maka harga saham pada penawaran perdana menjadi lebih rendah daripada harga saham di pasar sekunder. Di lain pihak para emiten menginginkan agar dapat meminimalisir *underpricing*, karena dengan terjadinya *underpricing* akan menyebabkan transfer kemakmuran dari pemilik (emiten) kepada para investor (Beatty, 1989). Manaster dan Hwang (1990) mengemukakan bahwa *underpricing* terjadi akibat ketidakpastian pasar atau harga saham di pasar sekunder. Semakin besar ketidakpastian harga maka semakin besar pula *underpricing* yang akan terjadi.

*Underpricing* merupakan fenomena yang terjadi di berbagai pasar modal, termasuk di Indonesia (Hanafi, 1997; Rufnialfian, 1999; dalam H.I. Diananingsih, 2004). *Underpricing* terjadi juga di Amerika Serikat (Ritter, 1991), pasar modal Hongkong (Mc Guinness, 1992; dalam H.I. Diananingsih, 2004), Korea (Kim et al, 1993), Australia (How et al, 1995) serta di Kuala Lumpur (Ranko et al, 1998; dalam H.I. Diananingsih, 2004). Fenomena *underpricing* yang terjadi di Indonesia dapat diketahui dari populasi 66 perusahaan sektor keuangan dan manufaktur yang melakukan IPO selama periode 1999-2002, 79% di antaranya mengalami *underpricing*, baik positif maupun negatif. Banyak faktor yang mempengaruhi ketidakpastian harga tersebut. Hal ini dapat diketahui dari penelitian-penelitian terdahulu. Berbagai faktor tersebut antara lain reputasi *underwriter*, reputasi auditor, prosentase dan nilai saham yang ditawarkan, rasio-rasio keuangan dan lain-lain.

Penelitian yang dilakukan oleh Johson dan Miller (1988) menguji pengaruh reputasi *underwriter* dan standard deviasi *return* harian terhadap *initial return* dan biaya *underwriter*. Beatty (1989) meneliti pengaruh reputasi auditor, reputasi *underwriter*, umur perusahaan, tipe kontrak *underwriter*, prosentase penawaran saham dan indikator perusahaan minyak dan gas terhadap *initial return*. Penelitian yang menguji pengaruh reputasi *underwriter*, besarnya saham yang ditahan, jumlah saham yang ditawarkan dan umur perusahaan terhadap *initial return*, dilakukan oleh Carter dan Manaster (1990). Kim et al (1993) meneliti pengaruh kualitas *underwriter*, ROA, *financial leverage*, *size*, *ownership retention* dan *forced offering* terhadap *initial return*. How et al (1995) menguji pengaruh umur perusahaan, jumlah saham yang ditawarkan, waktu *listing* dan reputasi *underwriter* terhadap *initial return*. Penelitian yang dilakukan oleh Kasim Alli et al (1994) dan Julie Cagle (1997) hendak membuktikan perbedaan tingkat *underpricing* antara lembaga keuangan dan industri. Beberapa penelitian *underpricing* di Indonesia dilakukan oleh Nurhidayati dan Indriantoro (1998), Rina Trisnawati (1998), Nasirwan (1999), Daljono (2000) dan H.I. Diananingsih (2004), dimana Nurhidayati dan Indriantoro (1998) menguji pengaruh reputasi auditor dan *underwriter*, prosentase saham yang ditahan, umur perusahaan terhadap tingkat *underpricing*. Rina Trisnawati (1998) meneliti pengaruh reputasi auditor dan *underwriter*, umur perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan, ROA dan *financial leverage* terhadap *initial return* dan return 15 hari setelah IPO. Nasirwan (1999) juga meneliti pengaruh reputasi auditor dan *underwriter*, umur perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan terhadap *initial return*, serta menambahkan variabel lain yaitu ukuran perusahaan dan nilai saham yang

ditawarkan. Daljono (2000) yang ingin memperbaiki penelitian Rina Trisnawati (1998), menambahkan variabel rasio solvabilitas untuk diuji pengaruhnya terhadap *initial return*. Sedangkan penelitian H. I. Diananingsih (2004) menguji variabel yang sama dengan How et al. (1995).

Dari hasil penelitian yang diperoleh dalam penelitian Johnson dan Robert Miller (1988), Beatty (1989), Carter dan Manaster (1990), Kim et al (1993), How et al (1995) dan Diananingsih (2004), variabel reputasi penjamin emisi berpengaruh secara signifikan negatif dengan *underpricing*. Hal ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nurhidayati dan Indriantoro (1998), Rina Trisnawati (1998), Nasirwan (1999) dan Daljono (2000). Pengujian variabel reputasi auditor yang dilakukan oleh Beatty (1989), memperoleh hasil bahwa reputasi auditor mempunyai hubungan signifikan negatif dengan *underpricing*. Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nurhidayati dan Indriantoro (1998), Nasirwan (1999) dan Daljono (2000). Sedangkan hasil penelitian Rina Trisnawati (1998) menemukan bahwa variabel reputasi auditor tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Penelitian yang dilakukan oleh Beatty (1989), Carter dan Manaster (1990) dgn How et al (1995) yang menyatakan variabel umur perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing* Hal ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rina Trisnawati (1998) menyatakan bahwa variabel umur perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap *underpricing*. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Nurhidayati dan Indriantoro (1998), Nasirwan (1999) dan Daljono (2000) menemukan umur tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Hasil penelitian Kim et al. (1993) menunjukkan

profitabilitas perusahaan, yang diukur dengan ROA (*Return on Asset*) berkorelasi negatif dengan *initial return*. Hasil penelitian tersebut tidak sesuai dengan hasil penelitian Rina Trisnawati (1998) dan Daljono (2000) yang menunjukkan bahwa tidak ada hubungan antara ROA dengan *initial return*. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Kim et al (1993) dan Daljono (2000) menyatakan bahwa variabel *financial leverage* berpengaruh signifikan positif terhadap *underpricing*. Hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rina Trisnawati (1998) yang menyatakan bahwa *financial leverage* tidak berpengaruh signifikan dengan *underpricing*.

Reputasi atau kualitas *underwriter* merupakan salah satu faktor yang menciptakan peluang terjadi *initial return* (Sugeng Wahyudi, 2003). Pada proses penawaran umum perdana Bank Mandiri bertindak sebagai penjamin emisi PT Danareksa, CFSB, dan ABN Amro, dengan nilai penawaran saham sekitar Rp. 2,7 triliun. Menurut kriteria peringkat penjamin emisi versi majalah Uang dan Efek, proses IPO Bank Mandiri ditangani oleh penjamin emisi yang tergolong bereputasi tinggi. Ternyata proses IPO Bank Mandiri dinilai sukses oleh pemerintah, karena adanya permintaan saham yang cukup tinggi dan terjadinya *initial return* positif bagi investor. *Underwriter* yang bereputasi tinggi lebih mempunyai kepercayaan diri terhadap kesuksesan penawaran saham yang dijaminnya. Sehingga *underwriter* yang bereputasi tinggi cenderung menawarkan IPO dengan peluang tercipta nilai variasi keuntungan perdana yang lebih rendah dari *underwriter* yang bereputasi lebih rendah.

Selain reputasi *underwriter*, faktor lain yang dianggap mempengaruhi *underpricing* adalah reputasi auditor. Karena pada kenyataannya, proses

pengauditan yang dilakukan oleh KAP yang berbeda, akan memberikan hasil audit yang berbeda pula, untuk perusahaan yang sama. Misalnya pada proses pengauditan PT. Telkom, Tbk yang dilakukan oleh KAP Eddy Pianto dan PwC (Pricewaterhouse Coopers), ternyata memberikan hasil audit yang berbeda untuk periode laporan keuangan yang sama. Sehingga penilaian orang terhadap hasil audit laporan keuangan yang dilakukan oleh KAP yang berbeda, akan berbeda pula. Reputasi auditor yang baik akan mengurangi ketidakpastian, yang berarti mengurangi *underpricing*. Hal ini dikarenakan auditor yang bereputasi baik, pasti akan mempertahankan reputasinya dengan memberikan hasil audit yang berkualitas baik pula. Sehingga akan mengurangi kesempatan emiten untuk berlaku curang dalam menyajikan informasi yang tidak akurat.

Besarnya nilai saham yang ditawarkan pada saat IPO akan menunjukkan kebutuhan dana oleh perusahaan emiten. Pada umumnya, semakin besar skala perusahaan emiten, dana yang dibutuhkan untuk mendukung kegiatan pertumbuhan usahanya akan semakin besar pula. How et al (1995) menjelaskan bahwa nilai saham yang ditawarkan merupakan proksi dari ukuran (skala) perusahaan. Semakin besar skala perusahaan emiten, akan semakin banyak pula informasi yang tersedia mengenai perusahaan tersebut. Sehingga akan memperkecil ketidakpastian pasar dan tingkat *underpricing*. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Chalk et al (1986), Wolfe et al (1990), Carter dan Manaster (1990) dan How et al (1995) menyatakan bahwa variabel besarnya nilai saham yang ditawarkan saat IPO berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing*.

Umur perusahaan juga dapat merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi *underpricing*. Sugi Samapersada Tbk. yang berdiri pada tanggal

26 Maret 2002, berani melakukan IPO pada tanggal 19 Juni 2002. Sedangkan ada perusahaan yang sudah berumur puluhan tahun baru berani melakukan IPO, seperti Kimia Farma Tbk. yang melakukan IPO setelah perusahaan tersebut hampir berumur 30 tahun. Umur perusahaan emiten menunjukkan seberapa lama perusahaan mampu bertahan. Semakin lama umur perusahaan maka semakin banyak informasi yang diperoleh masyarakat mengenai perusahaan tersebut sehingga akan memperkecil ketidakpastian pasar.

Profitabilitas yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba sehingga akan mengurangi ketidakpastian perusahaan di masa yang akan datang, dan sekaligus mengurangi ketidakpastian pasar. Dengan kata lain profitabilitas yang tinggi akan mengurangi underpricing saham (Kim et al, 1993).

*Financial leverage* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar hutangnya dengan *equity* yang dimilikinya. *Financial leverage* suatu perusahaan yang tinggi, menunjukkan resiko perusahaan tersebut tinggi pula. Di mana semakin besar resiko perusahaan akan memperbesar ketidakpastian pasar.

Variabel yang diambil pada penelitian ini adalah reputasi *underwriter*, reputasi auditor, nilai saham yang ditawarkan, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan dan *financial leverage*. Variabel-variabel tersebut diambil karena dari berbagai penelitian di atas dapat dilihat terdapat ketidakkonsistenan hasil penelitian, baik yang dilakukan di Indonesia maupun di luar negeri. Sehingga masih perlu dilakukan penelitian kembali terhadap variabel-variabel tersebut. Selain mengambil variabel-variabel dari penelitian terdahulu, kelebihan penelitian ini dari penelitian-penelitian terdahulu adalah penambahan variabel baru yaitu

*price to book value* (PBV), dimana menurut Sugeng Wahyudi (2004), PBV merupakan sinyal langsung terhadap terjadinya *return* awal. Penelitian ini juga akan membandingkan pengaruh berbagai faktor yang telah disebutkan diatas, pada *underpricing* saham sektor keuangan dan manufaktur. Sehingga populasi yang akan diteliti adalah semua perusahaan yang termasuk sektor keuangan dan manufaktur yang melakukan IPO selama periode tahun 1997 sampai dengan tahun 2002. Perusahaan-perusahaan yang termasuk sektor keuangan menurut Kasim Alli et al (1994) adalah semua perusahaan yang termasuk bank, bank *holding companies* dan *savings and loan associations*. Menurut Surat Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia No. 792 Tahun 1990, lembaga keuangan diberikan batasan sebagai semua badan yang kegiatannya bidang keuangan, melakukan penghimpunan dan penyaluran dana kepada masyarakat terutama guna membiayai investasi perusahaan. Sedangkan menurut Dahlan Siamat (1995), lembaga keuangan adalah suatu badan usaha yang kekayaannya terutama dalam bentuk aset keuangan atau tagihan-tagihan misalnya saham, obligasi dibandingkan dengan aset riil misalnya, gedung, peralatan dan bahan baku.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Tinic (1998) dan Kenneth Young (1994) menunjukkan bahwa pada umumnya penawaran perdana pada perusahaan sektor keuangan secara signifikan lebih kecil tingkat *underpricing*-nya dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan selain sektor keuangan. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Kasim Alli et al (1994). M. Neri (2003) juga berpendapat bahwa fenomena *underpricing* tidak bisa disamakan untuk setiap jenis industri yang berbeda. Sehingga seharusnya perlu dilakukan penelitian tersendiri untuk setiap jenis industri tertentu.

## 1.2 Perumusan Masalah

Dari latar belakang dapat diketahui bahwa *underpricing* merupakan fenomena menarik yang perlu dianalisis lebih lanjut. Berbagai faktor dapat mempengaruhi munculnya fenomena *underpricing*. Berbagai penelitian terdahulu yang meneliti mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing*, masih menghasilkan temuan yang berbeda-beda. Selain itu dalam penelitian ini, ada penambahan variabel baru, PBV, yang akan diuji pengaruhnya terhadap *underpricing* dan juga akan dilakukan analisa perbedaan konsistensi pengaruh berbagai faktor seperti yang telah disebutkan di atas, terhadap *underpricing* saham sektor keuangan dan manufaktur. Dengan demikian untuk menunjang perumusan masalah di atas maka dapat dirumuskan pertanyaan sebagai berikut :

1. Apakah variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, nilai saham yang ditawarkan, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan, *financial leverage* dan PBV berpengaruh signifikan, secara parsial maupun simultan, terhadap *Underpricing* saham perusahaan sektor keuangan, yang melakukan IPO di BEJ selama periode tahun 1997 sampai 2002.
2. Apakah variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, nilai saham yang ditawarkan, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan, *financial leverage* dan PBV berpengaruh signifikan, secara parsial maupun simultan, terhadap *Underpricing* saham perusahaan sektor manufaktur, yang melakukan IPO di BEJ selama periode tahun 1997 sampai 2002.
3. Apakah terdapat konsistensi faktor-faktor yang mempengaruhi *Underpricing* saham perusahaan sektor keuangan dan sektor manufaktur, yang melakukan IPO di BEJ selama periode tahun 1997 sampai 2002.

### 1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan perumusan masalah di atas, penelitian ini bertujuan sebagai berikut :

1. Menganalisis pengaruh faktor variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, nilai saham yang ditawarkan, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan, *financial leverage* dan PBV, secara parsial maupun simultan, terhadap *Underpricing* saham perusahaan sektor keuangan, yang melakukan IPO di BEJ selama periode tahun 1997 sampai 2002.
2. Menganalisis pengaruh faktor variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, nilai saham yang ditawarkan, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan, *financial leverage* dan PBV, secara parsial maupun simultan, terhadap *Underpricing* saham perusahaan sektor manufaktur, yang melakukan IPO di BEJ selama periode tahun 1997 sampai 2002.
3. Menganalisis perbedaan konsistensi faktor-faktor yang mempengaruhi *Underpricing* saham perusahaan sektor keuangan dan sektor manufaktur, yang melakukan IPO di BEJ selama periode tahun 1997 sampai 2002.

### 1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Bagi Peneliti

Para peneliti yang berminat terhadap masalah *underpricing* saham, temuan penelitian ini diharapkan dapat menjadi dasar untuk mengembangkan penelitian lebih lanjut.

## 2. Bagi Dunia Ilmu Pengetahuan

Temuan penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan baru mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* saham serta konsistensi faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* antara sektor keuangan dan manufaktur.

## 3. Bagi Investor

Temuan penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi praktis bagi para investor sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan investasi di pasar modal perdana.

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

#### 2.1 Telaah Pustaka

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

Pada saat perusahaan membutuhkan tambahan modal, perusahaan dapat melakukan penerbitan sekuritas seperti saham (stock), obligasi (bond) dan sekuritas lainnya. *Initial Public Offering* (IPO) merupakan kegiatan yang dilakukan perusahaan dalam rangka penawaran umum penjualan saham perdana (Robert Ang, 1997). Sedangkan menurut Jogiyanto (2000), IPO merupakan penawaran saham perusahaan untuk pertama kalinya. Selanjutnya setelah saham yang ditawarkan atau dijual kepada masyarakat, maka saham tersebut biasanya dicatatkan di suatu bursa efek tertentu sehingga transaksi jual beli selanjutnya dapat berlangsung di bursa efek tersebut. Transaksi di bursa efek sesudah pasar perdana ini disebut pasar sekunder (*secondary market*). Di Indonesia terdapat dua bursa efek, yaitu Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES).

IPO juga sering disebut dengan istilah *go public* (P. Anoraga & P. Pakarti, 2003). Keputusan untuk *go public* mempunyai keuntungan dan kerugian bagi emiten (Jogiyanto, 2000). Keuntungannya antara lain adalah :

- Kemudahan meningkatkan modal di masa mendatang.
- Meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham.
- Nilai pasar perusahaan diketahui.

Sedangkan beberapa kerugian *go public* adalah sebagai berikut :

- Biaya laporan yang meningkat

- Pengungkapan (*disclosure*)
- Ketakutan untuk diambil alih.

Dalam proses IPO, calon emiten harus melewati beberapa tahapan (Robert Ang, 1997), yaitu sebagai berikut :

- Tahap Persiapan

Tahap persiapan merupakan tahapan yang paling panjang diantara tahapan lainnya, kegiatan yang dilakukan tahapan ini merupakan semua persiapan sebelum mendaftar ke Bapepam (Badan Pengawas Pasar Modal). Dalam tahapan ini, RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) merupakan langkah awal untuk mendapatkan persetujuan dari pemegang saham mengenai rencana *go public*. Anggaran dasar perseroan juga harus diubah sesuai dengan anggaran dasar publik. Kegiatan lain dalam tahap ini adalah penunjukkan penjamin pelaksana emisi (*Lead Underwriter*) serta lembaga dan profesi pasar modal, yaitu akuntan publik, konsultan hukum, penilai, Biro Administrasi Efek (BAE), notaris, *security printer* serta *prospectus printer*.

- Tahap Pemasaran

Pada tahap ini, Bapepam akan melakukan penelitian tentang keabsahan dokumen, keterbukaan seluruh aspek legal, akuntansi, keuangan dan manajemen. Langkah selanjutnya setelah pernyataan pendaftaran yang diajukan ke Bapepam sampai pernyataan pendaftaran menjadi efektif, maka langkah-langkah lain yang harus dilakukan adalah:

- a. *Due dilligence meeting*

*Due dilligence meeting* adalah pertemuan dengar pendapat, antara calon emiten, *underwriter* baik *lead underwriter* maupun *underwriter*. Dalam hal

ini juga mengandung unsur pendidikan yaitu mendidik emiten untuk dapat menghadapi pertanyaan-pertanyaan yang nantinya diajukan oleh calon investor.

b. *Public expose* dan *roadshow*

*Public expose* merupakan tindakan pemasaran kepada masyarakat pemodal dengan mengadakan pertemuan untuk mempresentasikan kinerja perusahaan, prospek usaha, resiko, dan sebagainya sehingga timbul daya tarik dari para pemodal untuk membeli saham yang ditawarkan. Rangkaian *public expose* yang diadakan secara berkesinambungan dari satu lokasi ke lokasi yang lain disebut dengan istilah *roadshow*, khususnya penawaran saham kepada investor asing di dalam *public expose/roadshow* ini, calon emiten dapat menyebarkan info memo dan prospektus awal.

c. *Book building*

Di dalam proses *roadshow*, para pemodal akan menyatakan minat mereka atas saham yang ditawarkan. Di dalam *roadshow/public expose* dinyatakan suatu kisaran harga saham, sehingga para pemodal akan menyatakan kesediaan mereka untuk membelinya. Proses mengumpulkan jumlah-jumlah saham yang diminati oleh pemodal inilah yang disebut *book building*.

d. Penentuan harga perdana

Langkah terakhir yang harus dilakuka adalah penentuan harga final harga perdana saham, yang dilakukan antara *lead underwriter* dan calon emiten.

- Tahap Penawaran Umum

Pada tahap ini calon emiten menerbitkan prospektus ringkas di dua media cetak yang berbahasa Indonesia, yang dilanjutkan dengan penyebaran prospektus lengkap final, penyebaran FPPS (Formulir Pemesanan Pembeli Saham), menerima

pembayaran, melakukan penjatahan, *refund* dan akhirnya penyerahan Surat Kolektif Saham (SKS) bagi yang mendapat jatahnya.

- Tahap Perdagangan Sekunder

Tahap ini meliputi tahapan melakukan pendaftaran ke bursa efek untuk mencatatkan sahamnya sesuai dengan kelanjutan perjanjian pendahuluan pencatatan yang telah disetujui. Setelah tercatat maka saham dapat diperdagangkan di lantai bursa.

2.1.2. *Underpricing*

Beatty (1989) mengemukakan bahwa istilah "*underpricing*" digunakan untuk menggambarkan perbedaan antara harga penawaran dan harga saham di pasar sekunder pada hari pertama. Arum Prastiwi (2001) berpendapat bahwa *underpricing* adalah suatu keadaan di mana harga yang diperdagangkan di pasar perdana (IPO) lebih rendah dibanding ketika diperdagangkan di pasar sekunder. Sedangkan *overpricing*, yang disebut juga sebagai *underpricing* negatif, merupakan kondisi dimana harga penawaran perdana lebih tinggi daripada harga penutupan hari pertama di pasar sekunder (Tatang Ary Gumanti, 2002; dalam H. Darmastuti, 2003).

Suatu penjelasan mengenai fenomena *underpricing* adalah adanya informasi asimetri. Menurut Beatty (1989), informasi asimetri dapat terjadi antara perusahaan emiten dengan *underwriter* (Model Baron), atau antara investor *informed* dan investor *uninformed* (Model Rock). Pada Model Baron (1982) dijelaskan bahwa *underwriter* dianggap memiliki informasi yang lebih banyak mengenai permintaan saham-saham emiten daripada perusahaan emiten. *Underwriter* akan memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk memperoleh

kesepakatan optimal dengan emiten yaitu dengan memperkecil resiko keharusan membeli saham yang tidak laku dijual. Karena emiten kurang memiliki informasi maka emiten harus menerima harga yang murah bagi penawaran sahamnya. Kompensasi atas informasi yang diberikan *underwriter* adalah dengan mengizinkan *underwriter* menawarkan harga perdana sahamnya di bawah harga equilibrium.

Model Rock (1986) menyatakan bahwa informasi asimetri terdapat pada kelompok *informed investor* dan *uninformed investor*. *Informed investor* mengetahui informasi yang lebih banyak mengenai prospek perusahaan emiten, mereka akan membeli saham-saham IPO jika *after market price* yang diharapkan melebihi harga perdana, atau dengan kata lain kelompok ini hanya membeli saham IPO yang *underpriced* saja. Sementara kelompok *uninformed* karena kurang memiliki informasi mengenai perusahaan emiten, mereka melakukan penawaran secara sembarangan baik pada saham-saham IPO yang *underpriced* maupun *overpriced*. Akibatnya kelompok *uninformed* memperoleh proporsi yang lebih besar dalam saham IPO yang *overpriced*. Menyadari bahwa mereka menerima saham-saham IPO yang tidak proporsional, kelompok *uninformed* akan meninggalkan pasar perdana. Agar kelompok ini berpartisipasi pada pasar perdana dan memungkinkan mereka memperoleh *return* saham yang wajar serta dapat menutup kerugian dari pembelian saham yang *overpriced* maka saham-saham IPO harus cukup *underpriced* (Krinsky; 1994).

Peneliti lain (Manaster, 1990; Hwang, 1990) menjelaskan sebab terjadinya *underpricing* akibat dari ketidakpastian harga di pasar sekunder. *Underpricing* merupakan fenomena equilibrium yang memberikan sinyal bahwa perusahaan

menjanjikan keuntungan bagi investor. Perusahaan emiten berusaha menarik investor dengan menawarkan sahamnya pada harga rendah sehingga memberikan *return* bagi investor. Sedangkan Beatty dan Ritter (1986; dalam H.I. Diananingsih, 2004) yang konsisten dengan model Rock (1986), menegaskan bahwa semakin besar ketidakpastian maka semakin besar juga tingkat *underpricing* yang terjadi.

### 2.1.3. *Underwriter* (UNDER)

Sebagai penjamin emisi efek (*Underwriter*), yaitu berfungsi di dalam melakukan penjaminan atas penawaran umum suatu saham atau obligasi untuk pertama kalinya yaitu pada saat *go public*. Perusahaan efek inilah yang akan menjamin laku-tidaknya efek yang dikeluarkan atau ditawarkan oleh suatu perusahaan. Istilah emisi menyangkut pengeluaran efek, yang biasa disebut emisi efek (pengeluaran efek).

Proses penjaminan emisi ini disebut *underwriting*. Di dalam melakukan penjaminan emisi suatu efek, biasanya *underwriter* membentuk kelompok yang terdiri dari *lead underwriter* (penjamin pelaksana emisi) dan *underwriter* (penjamin emisi). *Lead underwriter* merupakan penanggung jawab penuh pelaksana penjamin emisi. Kemudian *lead underwriter* ini mencari anggota kelompok yang terdiri dari para *underwriter* untuk membagi tanggung jawab penjaminan emisi (Robert Ang, 1997).

Penjaminan emisi suatu efek dilakukan dengan menandatangani kontrak penjaminan emisi (*underwriting agreement*) antara *lead underwriter* dengan emiten. Jenis penjaminan sekuritas yang dilakukan oleh *underwriter* ada empat jenis (www.e-samuel.com), yaitu :

a. *Full Commitment* (Kesanggupan Penuh)

*Full Commitment* merupakan suatu kesepakatan jual beli (*Purchase-sale agreement*) dan *fee* bagi *underwriter*. *Underwriter* membeli semua saham atau saham di bawah harga penawaran (*offering price*) dan menanggung semua resiko jika sebagian saham tidak terjual.

b. *Best Effort* (Kesanggupan Terbaik)

Di dalam kontrak *best effort*, *underwriter* tidak bertanggung jawab atas sisa efek yang tidak terjual, tetapi *underwriter* akan berusaha dengan sebaik-baiknya untuk menjual efek emiten.

c. *Stand-by Commitment*

Tanggung jawab *underwriter* di sini mirip dengan *full commitment* hanya saja bedanya *underwriter* bertanggung jawab mengambil sisa saham yang tidak terserap di masyarakat pada harga yang lebih murah di bawah harga IPO yang telah ditetapkan sebelumnya.

d. *All-or-None Commitment*

Apabila minat dari masyarakat terhadap saham yang di-IPO-kan tidak memenuhi target yang telah ditetapkan, maka *underwriter* tidak akan melanjutkan proses emisi.

*Underwriter* mempunyai beban tanggung jawab saham yang ditawarkan dapat diserap oleh pasar, sehingga pada harga saham yang ditetapkan di pasar perdana sebenarnya telah terkandung diskon untuk kelancaran penjualan. Dengan demikian terjadi *underpricing*, yaitu harga yang telah ditetapkan berada di bawah harga sesungguhnya (Sugeng Wahyudi, 2003).

*Underwriter* dengan reputasi tinggi lebih mempunyai kepercayaan diri terhadap kesuksesan penawaran saham yang diserap oleh pasar. Dengan demikian ada kecenderungan *underwriter* bereputasi tinggi menetapkan diskon rendah dan akibatnya *underpricing* pun rendah. *Underwriter* bereputasi tinggi lebih mempunyai kemampuan dalam menangani ketidakpastian. Sejalan dengan pernyataan Carter dan Manaster (1990), *underwriter* bereputasi tinggi berasosiasi dengan ketidakpastian yang rendah sehingga ada kecenderungan keuntungan perdana juga cenderung rendah. *Underwriter* yang bereputasi lebih tinggi cenderung menawarkan IPO dengan peluang tercipta nilai variasi keuntungan perdana lebih rendah dari *underwriter* yang bereputasi rendah (Sugeng Wahyudi, 2003).

Holland dan Horton (1993) mengemukakan bahwa *underwriter* yang bereputasi tinggi dapat dipakai sebagai tanda atau penunjuk kualitas dari perusahaan emiten. Hasil penelitian dari Beatty (1989), Carter dan Manaster (1990), Kim, Krinsky dan Lee (1993) serta How, Izan dan Monroe (1995) menunjukkan bahwa *underwriter* yang bereputasi baik akan berpengaruh negatif pada *underpricing*.

#### 2.1.4. Profesi Penunjang Pasar Modal

Profesi penunjang pasar modal telah diatur dalam Undang-Undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya. Sebagai salah satu pelaku pasar modal, profesi penunjang pasar modal harus ikut membantu mengembangkan pasar modal (Robert Ang, 1997).

Tanggung jawab utama dari profesi penunjang pasar modal adalah membantu emiten dalam proses go publik dan memenuhi persyaratan mengenai

keterbukaan yang sifatnya terus-menerus. Sehubungan dengan keterbukaan, profesi penunjang pasar modal hendaknya mengembangkan keahlian untuk membantu emiten dalam mempersiapkan prospektus dan laporan tahunan yang tidak hanya mengungkapkan semua informasi material tetapi juga mengungkapkannya secara jelas, sehingga mudah dimengerti oleh masyarakat. Prospektus adalah dokumen yang berisi informasi tentang perusahaan penerbit sekuritas dan informasi lainnya yang berkaitan dengan sekuritas yang ditawarkan (Jogiyanto, 2000).

Profesi penunjang pasar modal terdiri dari (Robert Ang, 1997) :

1) Auditor (AUD)

Auditor, atau yang disebut juga akuntan, merupakan salah satu profesi penunjang, yang bertujuan untuk memberikan pendapat atas kewajaran laporan keuangan perusahaan yang akan go publik. Auditor memiliki tanggung jawab untuk membantu emiten dalam proses emisinya, baik dalam hal penyusunan laporan prospektus dan laporan tahunan sesuai dengan ketentuan-ketentuan yang ditetapkan oleh Bapepam. Hasil pengujian auditor sangat dibutuhkan oleh pihak-pihak yang berkepentingan untuk pengambilan keputusan (Siti Nurhidayati et al, 1998). Untuk dapat melaksanakan tugasnya, auditor harus selalu bersikap independen.

Auditor yang mempunyai reputasi yang tinggi, akan mempertahankan reputasinya dengan memberikan kualitas yang baik terhadap hasil auditannya. Dengan memakai auditor yang profesional akan mengurangi kesempatan emiten untuk berlaku curang dalam menyajikan informasi yang kurang akurat sehingga

penggunaan auditor yang profesional dapat digunakan sebagai petunjuk terhadap kualitas perusahaan emiten (Holland et al, 1993).

Studi yang dilakukan Hughes et al (1991; dalam Trisnawati,1998) menunjukkan bahwa auditor yang bereputasi baik akan mengurangi ketidakpastian harga saham baru, di mana menurut Beatty (1989) ketidakpastian berhubungan positif dengan *underpricing*. Dengan kata lain reputasi auditor yang baik mengurangi *underpricing* saham.

#### 2) Konsultan Hukum

Konsultan hukum mempunyai peran dalam memberikan perlindungan kepada pemodal dari segi hukum. Mereka bertugas meneliti akta pendirian, izin usaha dan apakah emiten sedang mengalami gugatan atau tidak serta berbagai hal yang berkaitan dengan masalah hukum yang nantinya akan dimuat dalam prospektus.

#### 3) Penilai

Penilai merupakan salah satu profesi penunjang pasar modal yang melaksanakan penilaian kembali aktiva tetap perusahaan, sehingga standar kerja profesi penilai sangat penting guna memastikan kualitas jasa yang dihasilkan.

#### 4) Notaris

Notaris adalah pihak yang berperan dalam pembuatan perjanjian dalam rangka emisi sekuritas seperti perjanjian penjamin sekuritas, perwaliamanatan dan lain-lain perjanjian yang harus dibuat secara nota riil agar berkekuatan hukum. Untuk itu notaris perlu memahami peraturan pasar modal dan melaksanakan kegiatannya secara independen.

#### 2.1.5. Nilai Saham yang Ditawarkan (OFFER)

Nilai penawaran saham yang ditawarkan ke publik, memberikan informasi sejauh mana kebutuhan keuangan perusahaan. Semakin tinggi perusahaan dikembangkan, akan semakin tinggi jumlah dana yang dibutuhkan. Nilai penawaran saham juga akan menjadi pertimbangan investor seberapa besar dana yang dibutuhkan untuk menguasai saham dalam prosentase tertentu.

Perusahaan dengan skala usaha yang besar dan tingkat pertumbuhan yang tinggi diharapkan akan memberikan tingkat keuntungan yang tinggi, akan cenderung menawarkan saham dengan nilai besar. Demikian pula sebaliknya, perusahaan kecil yang baru berdiri dengan tingkat pertumbuhan usaha yang relatif lebih kecil. Semakin besar nilai penawaran maka tingkat ketidakpastiannya akan semakin kecil. (Chishty et al, 1996). Ketidakpastian berhubungan positif dengan *underpricing* (Beatty, 1989).

Dalam jurnalnya, How et al (1995) menjelaskan bahwa nilai saham yang ditawarkan merupakan proksi dari ukuran (skala) perusahaan. Semakin besar skala perusahaan, semakin banyak informasi yang tersedia mengenai perusahaan tersebut. Sehingga akan memperkecil ketidakpastian pasar.

#### 2.1.6. Umur Perusahaan (Age)

Umur perusahaan emiten menunjukkan seberapa lama perusahaan mampu bertahan. Perusahaan yang beroperasi lebih lama mempunyai kemungkinan yang lebih besar untuk menyediakan informasi perusahaan yang lebih banyak dan luas daripada perusahaan yang baru saja berdiri (Siti Nurhidayati et al, 1998). Dengan demikian akan mengurangi adanya asimetri informasi dan memperkecil

ketidakpastian pasar dan pada akhirnya akan mempengaruhi *underpricing* saham (How et al, 1995).

Sugeng Wahyudi (2003) menjelaskan bahwa umur perusahaan dihitung dengan mengurangi tahun penawaran saat IPO dengan tahun pada saat perusahaan berdiri. Perusahaan-perusahaan yang lebih tua dan matang bisa dipersepsikan sebagai sudah tahan uji sehingga kadar resikonya rendah. Dengan demikian, pada umumnya semakin banyak umur perusahaan maka peluang terciptanya *initial return* kian rendah. *Initial return* yang rendah dapat terjadi pada *underpricing* yang rendah pula.

#### 2.1.7. Profitabilitas Perusahaan (ROA)

Profitabilitas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba di masa yang akan datang, dan laba merupakan informasi penting bagi investor sebagai pertimbangan dalam menanamkan modalnya. Selain itu profitabilitas merupakan informasi mengenai efektifitas operasional perusahaan (Daljono, 2000). Profitabilitas yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian perusahaan di masa yang akan datang, dan sekaligus mengurangi ketidakpastian pasar, sehingga akan mengurangi *underpricing* (Kim et al., 1993). Pengukuran profitabilitas perusahaan menggunakan *Rate of Return on Total Assets* (ROA) (Kim et al, 1993; Trisnawati, 1998; Daljono, 2000).

#### 2.1.8. *Financial Leverage* (DER)

*Financial leverage* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar hutangnya dengan *equity* yang dimilikinya. Menurut Kim et al (1993), secara teoritis *financial leverage* menunjukkan resiko suatu perusahaan dan kondisi ketidakpastian. Apabila *financial leverage* tinggi, menunjukkan risiko

suatu perusahaan tinggi. Sehingga para investor akan mempertimbangkan hal ini dalam melakukan keputusan investasinya (Rina Trisnawati, 1998; Daljono, 2000). Semakin besar *financial leverage* suatu perusahaan, akan menimbulkan ketidakpastian harga saham perdana yang besar pula, yang pada akhirnya akan mempengaruhi *underpricing*.

#### 2.1.9. Price to Book Value (PBV)

Perbandingan harga saham terhadap nilai bukunya merupakan salah satu tolak ukur untuk melihat kewajaran harga saham IPO atau peluang terjadi *return* awal. Jika posisi harga saham berada di bawah nilai bukunya, ada kecenderungan harga saham tersebut akan menuju ke keseimbangan minimal sama dengan nilai bukunya. Berarti saham itu berpotensi lebih besar untuk naik harganya. Artinya semakin besar PBV akan memperkecil *underpricing*. Namun hasil penelitian (Sugeng Wahyudi, 2004) menunjukkan bahwa PBV secara langsung berpengaruh positif signifikan terhadap *return* awal saham.

## 2.2 Penelitian Terdahulu

Beberapa peneliti mencoba untuk menjelaskan penyebab terjadinya *underpricing*, tetapi penelitian empiris membuktikan bahwa penyebabnya berbeda-beda. Perbedaan ini mungkin saja terjadi karena adanya perbedaan kondisi setiap pasar modal serta lingkungannya, perbedaan persepsi peneliti, serta data yang digunakan.

Hasil penelitian Johnson dan Miller (1988), dengan sampel berjumlah 1462 perusahaan yang melakukan IPO tahun 1981-1983, menemukan bahwa

*underwriter* yang prestisius berasosiasi secara signifikan (negatif) dengan tingkat *underpricing* dan total *underwriter cost*.

Studi yang dilakukan Beatty (1989) dengan mengambil sampel di NASDAQ, Amerika, untuk perusahaan yang melakukan IPO tahun 1975-1984. Studi tersebut menggunakan teknik analisis *multiple regression* dan memperoleh hasil analisis bahwa terdapat hubungan signifikan (negatif) antara reputasi auditor, reputasi *underwriter*, tipe kontrak *underwriter*, dan umur perusahaan dengan *initial return*. Hubungan positif yang signifikan juga ditemukan antara prosentase penawaran saham dan indikator perusahaan minyak dan gas terhadap *initial return*.

Studi lainnya dilakukan oleh Carter dan Manaster (1990), dengan menggunakan sampel sebanyak 501 perusahaan yang IPO selama kurun waktu Januari 1979 sampai dengan Agustus 1983. Hasil analisisnya menunjukkan bahwa reputasi penjamin emisi, *insiders shares*, *offering size* (log-offersize), dan umur perusahaan berpengaruh signifikan (negatif) terhadap *initial return*.

Hasil penelitian Kim et al. (1993) di pasar modal Korea, dengan jumlah sampel 177 perusahaan yang IPO tahun 1988-1990, mengungkapkan bahwa kualitas *underwriter* dan *gross proceeds (size)* berpengaruh signifikan (negatif) dengan *initial abnormal return* (untuk *new firms*). Selain itu penelitian tersebut juga menguji variabel keuangan ROA dan *financial leverage*, hasilnya menunjukkan bahwa variabel *financial leverage* berpengaruh secara signifikan (positif) dengan *initial abnormal return* (untuk *new firms*). Sedangkan variabel *investment*, *gross proceeds (size)*, dan ROA (untuk *old firms*) berpengaruh signifikan (negatif) dengan *initial abnormal return*, dan variabel kualitas

*underwriter, ownership retention (old firms)* berpengaruh signifikan (positif) dengan *initial abnormal return*.

Penelitian lain yang dilakukan oleh Michael R. Dan Wayne H. Shaw (1995), dengan mengambil sampel perusahaan yang melakukan IPO selama tahun 1984-1988 sebanyak 884 perusahaan. Mereka menemukan bahwa *offer size* dan reputasi auditor yang prestisius berpengaruh secara signifikan (positif) terhadap *initial return*.

How, Izan dan Monroe (1995) juga melakukan penelitian mengenai *underpricing*, yang mengambil sampel 340 perusahaan di Australia yang go publik periode tahun 1980 sampai 1990. Hasil penelitian mereka adalah reputasi *underwriter*, besarnya saham yang ditawarkan dan umur perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing*.

Kasim Alli et al (1994) dan Julie Cagle (1997) berhasil membuktikan bahwa terdapat perbedaan tingkat *underpricing* untuk sektor keuangan dan industri. Penelitian yang dilakukan oleh Kasim Alli et al mengambil variabel kontrol berupa reputasi *underwriter*, standar deviasi return dan umur perusahaan. Sedangkan variabel kontrol yang diambil oleh penelitian Julie Cagle dan Gary E. Porter adalah nilai penawaran, umur perusahaan dan reputasi *underwriter*.

Penelitian mengenai *underpricing* atau *initial return* di Indonesia antara lain dilakukan oleh Trisnawati (1998), dengan sampel sebanyak 47 perusahaan yang melakukan IPO tahun 1994-1995 di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Hasil analisisnya menunjukkan bahwa hanya umur perusahaan yang berpengaruh signifikan (positif) terhadap *initial return*.

Penelitian yang sejenis dilakukan oleh Nurhidayati dan Nur Indriantoro (1998), untuk mengetahui faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *underpricing*. Dengan jumlah sampel sebanyak 34 perusahaan yang melakukan IPO tahun 1995-1996 di BEJ, hasil analisisnya menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh antara variabel-variabel yang diajukan dengan *underpricing*.

Nasirwan (1999) menggunakan sampel 227 perusahaan yang melakukan IPO selama Juli 1989 sampai dengan Juli 1996. Hasil analisisnya menunjukkan bahwa koefisien ukuran reputasi penjamin emisi JM berasosiasi secara statistik signifikan dan positif dengan *initial return*, hanya koefisien variabel deviasi standar *return* yang selalu berasosiasi secara statistik signifikan dan positif dengan *return* awal. Selain itu hasil analisis juga menunjukkan bahwa koefisien ukuran reputasi penjamin emisi JM dan ukuran reputasi penjamin emisi CM berasosiasi secara statistik signifikan dan positif dengan *return* 15 hari sesudah IPO.

Penelitian lainnya dilakukan oleh Daljono (2000), dengan menggunakan data perusahaan yang melakukan IPO tahun 1990-1997. Hasil analisisnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara *underwriter* dengan *initial return*, dan antara *financial leverage* dengan *initial return*.

Penelitian yang dilakukan Harum Indinah Diananingsih (2004), mengambil sampel semua perusahaan go publik, yang mengalami *underpricing*, selama tahun 1997 sampai dengan 2001. Hasil penelitiannya adalah reputasi *underwriter*, besarnya saham yang ditawarkan dan waktu listing berpengaruh secara signifikan negatif terhadap *underpricing*.

Hasil-hasil penelitian terdahulu secara singkat dapat dilihat pada Tabel 2.1 berikut :

Tabel 2.1  
Penelitian Terdahulu

No	Judul	Peneliti	Variabel		Alat Analisis	Temuan Penelitian
			Dependen	Independen		
1	Investment Banker Prestige and The Underpricing of Initial Public Offerings	Johnson J.M. dan Robert E. Müller (1988)	Initial return Underwriter cost	Underwriter prestige STD return harian Interaction term	Regresi linier	* Tingkat underpricing dan total underwriter cost berasosiasi signifikan (negatif) dgn tingkat prestige underwriter * Underwriter yg prestisius mengurangi underpriced drpd underwriter yg tdk prestisius
2	Auditor Reputation and The Pricing of Initial Public Offerings	Randolph Beatty (1989)	Initial Return	Reputasi Auditor Reputasi Underwriter % Penawaran saham Umur perusahaan tipe kontrak Underwriter Indikator Perusahaan Minyak dan gas	Regresi Linier	*Reputasi Auditor, Reputasi Underwriter, umur perusahaan dan tipe kontrak underwriter berpengaruh signifikan (negatif) terhadap Initial return *Prosentase penawaran saham, indikator perusahaan minyak dan gas berpengaruh signifikan (positif) terhadap Initial return
3	Initial Public Offerings and Underwriter Reputation	Carter R. dan Manaster S (1990)	Initial Return	Reputasi underwriter Insiders shares Offering size Umur perusahaan	Regresi linier	* Reputasi underwriter , Insiders shares, offering size, dan umur perusahaan berpe - ngaruh signifikan (negatif) thd initial return
4	Motives for Going Public and Underpricing : New Finding from Korea	Kim Jeong Bon, Krinsky I., dan Jason Lee (1993)	Initial Abnormal Return	Investment Kualitas underwriter ROA Financial Leverage Gross proceeds (Size) Ownership retention Forced offering	Regresi linier	* Kualitas underwriter dan size, berpengaruh signifikan (negatif) dengan Initial abnormal return, sedangkan financial leverage berpengaruh secara positif (new firms). * Investment, size, dan ROA berpengaruh signifikan (negatif) dgn initial abnormal return, sebaliknya ownership retention dan kualitas underwriter berpengaruh secara positif (old firms)

Lanjutan

No	Judul	Peneliti	Variabel		Alat Analisis	Temuan Penelitian
			Dependen	Independen		
5	Differential Information and The Underpricing of Initial Public Offerings : Australian Evidence	Janice C. Y. How, H.Y. Lzan, Gary S. Monroe -1995	Initial Return	Umur perusahaan Offer Size Listing Debt Reputasi underwriter	Regresi	*Reputasi underwriter, besarnya saham yang ditawarkan dan umur perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap underpricing. *Semakin pendek waktu listing semakin besar tingkat underpriced.
6	Does The Choice of Auditor Convey Quality in an Initial Public Offering	Michaely R. dan Wayne H. Shaw 1995	Auditor quality Initial return Two year excess return	Reputasi underwriter Total asset DBTAST NITA Auditor type Offering size Reputasi auditor	Multivariate regression	* Underwriter yg prestisius berasosiasi signifikan (positif) dgn auditor yg prestisius * DBTAST berasosiasi signifikan (positif) dgn kualitas auditor, dan total asset berasosiasi negatif * Offer size berasosiasi signifikan (positif) dgn initial return * Auditor yg prestisius berasosiasi signifikan (positif) dgn initial return * Reputasi underwriter berasosiasi signifikan (negatif) dgn two year excess return
7	The Underpricing of IPOs of Financial Institutions	Kasim Alli, Jot Yau dan Kenneth Yung 1994	Initial return	Jenis perusahaan (Financial / Industrial) Reputasi underwriter Standar deviasi return Umur perusahaan	Ordinary Least Squares	* Tingkat underpricing lembaga keuangan lebih kecil dibanding dengan lembaga non-keuangan * Variabel independen memiliki pengaruh yang berbeda pada initial return kedua sektor * Reputasi underwriter berpengaruh signifikan negatif terhadap initial return * Standar deviasi return berpengaruh signifikan positif terhadap initial return

## Lanjutan

No	Judul	Peneliti	Variabel		Alat Analisis	Temuan Penelitian
			Dependen	Independen		
8	IPO Underpricing in Regulated Industries	Julie Cagle dan Gary E. Porter 1997	Unitial return	Jenis perusahaan (regulated/ non regulated) Offer Size Umur perusahaan Reputasi Underwriter	Regresi Berganda	* Lembaga keuangan (regulated) mempunyai tingkat underpricing yang lebih rendah dibanding dengan sektor industri (non-regulated) * Jenis perusahaan berpengaruh pada tingkat initial return * Offer size dan umur perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap initial return
9	Berpengaruh Terhadap Tingkat Underpriced Pada Penawaran Perdana di Bursa Efek Jakarta	Indriantoro N. 1998	Underpriced	Underwriter % saham yg ditahan pemegang saham lama Umur perusahaan Besaran perusahaan	Regresi linier	Tidak ada pengaruh antara variabel-variabel independen dengan underpricing
10	Pengaruh Informasi Prospektus pada Return Saham di Pasar Modal	Rina Trisnawati 1998	Initial return Return 15 hr stlh IPO	Reputasi Auditor Reputasi penjamin emisi Umur perusahaan % saham yg ditawarkan Rate of return on asset Financial Leverage	Regresi linier	* Umur perusahaan berpengaruh signifikan (positif) thd Initial return * Financial leverage berpengaruh signifikan (positif) thd return 15 hr setelah IPO
11	Reputasi Penjamin Emisi, Return Awal, Return 15 hari Sesudah IPO, dan Kinerja Perusahaan Satu Tahun Sesudah IPO di BEJ	Nasirwan -1999	Initial Return Return 15 hari sesudah IPO Kinerja 1 thn sesudah IPO	Reputasi penjamin emisi Reputasi auditor %tase saham ditawarkan Umur perusahaan Ukuran perusahaan Nilai saham ditawarkan	Regresi berganda	* Koefisien ukuran reputasi penjamin emisi JM berasosiasi signifikan positif dengan initial return * Koefisien ukuran reputasi penjamin emisi JM dan ukuran reputasi penjamin emisi CM berasosiasi signifikan positif dengan return 15 hr.

Lanjutan

No	Judul	Peneliti	Variabel		Alat Analisis	Temuan Penelitian
			Dependen	Independen		
12	Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Initial Return Saham yang listing di BEJ	Dajjono 2000	Initial return	Auditor Underwriter Umur perusahaan Saham yg ditawarkan ROA Financial Leverage Solvability ratio	Regresi Linier	* Reputasi underwriter berpengaruh signifikan (positif) dengan initial return * Financial leverage mempunyai hubungan positif dengan initial return.
13	Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing pada Penawaran Saham Perdana (IPO) (Studi Kasus pada Perusahaan Go Public yang Terdaftar di PT. BEJ Tahun 1997-2001)	Harum Indinah Diananingsih 2004	Underpricing	Reputasi Underwriter Besarnya saham yg ditawarkan kan ke masyarakat Besarnya saham yg ditahan oleh pemilik Waktu listing	Regresi Berganda	* Reputasi underwriter, besarnya saham yg ditawarkan ke masyarakat dan waktu listing berpengaruh signifikan negatif terhadap underpricing * Besarnya saham yang ditahan oleh pemilik tidak berpengaruh terhadap underpricing.

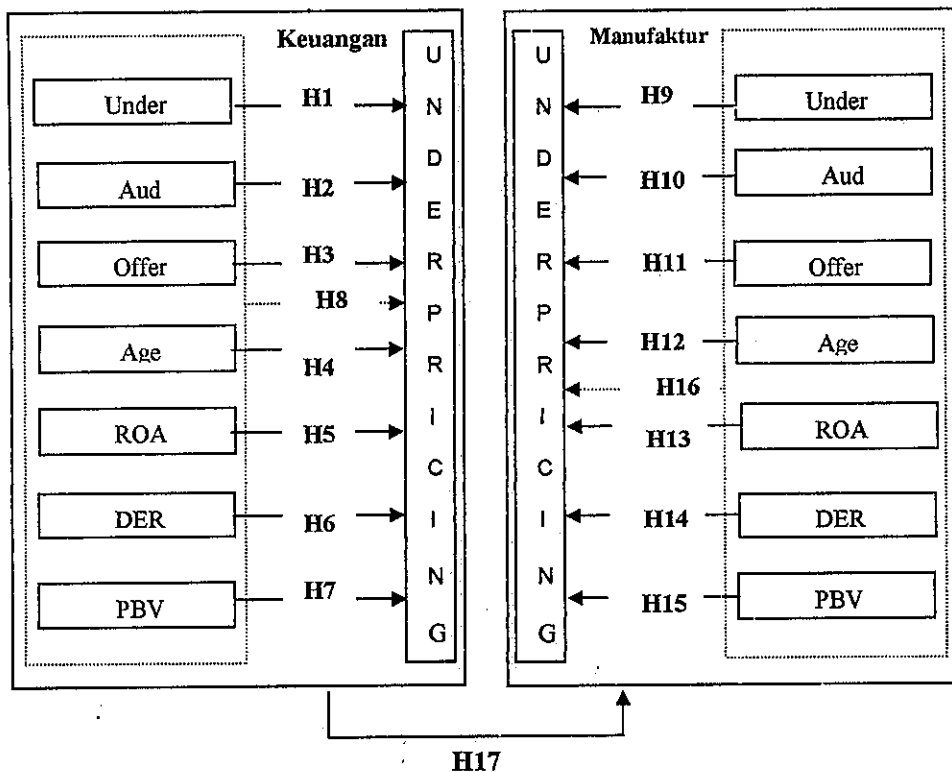
Sumber : berbagai jurnal, yang diolah untuk penelitian ini, 2004.

### 2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Kerangka pemikiran berfungsi sebagai penuntun sekaligus mencerminkan alur pikir dalam penelitian. Hubungan antara reputasi *underwriter*, reputasi auditor, nilai saham yang ditawarkan saat IPO, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan, *financial leverage* dan PBV dengan *underpricing* sektor keuangan dan manufaktur, serta pengujian apakah terdapat konsistensi diantara keduanya, dapat digambarkan dalam kerangka pemikiran teoritis (Gambar 2.1) sebagai berikut :

Gambar 2.1

Hubungan antara reputasi *underwriter*, reputasi auditor, nilai saham yang ditawarkan saat IPO, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan, *financial leverage* dan PBV dengan *Underpricing* saham sektor keuangan dan manufaktur.



Sumber : Data penelitian yang diolah, 2004

Keterangan Gambar :

Under	:	Reputasi Underwriter
Aud	:	Reputasi Auditor
Offer	:	Nilai saham yang ditawarkan saat IPO
Age	:	Umur perusahaan
ROA	:	Profitabilitas Perusahaan
DER	:	<i>Financial Leverage</i>
PBV	:	<i>Price To Book Value</i>

#### 2.4. Perumusan Hipotesis

Hipotesis 1 : Reputasi *underwriter* berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing* saham sektor keuangan.

Hipotesis 2 : Reputasi auditor berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing* saham sektor keuangan.

Hipotesis 3 : Nilai saham yang ditawarkan saat IPO berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing* saham sektor keuangan.

Hipotesis 4 : Umur perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing* saham sektor keuangan.

Hipotesis 5 : Profitabilitas perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *underpricing* saham sektor keuangan.

Hipotesis 6 : *Financial leverage* berpengaruh signifikan positif terhadap *underpricing* saham sektor keuangan.

Hipotesis 7 : PBV berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing* saham sektor keuangan.

- Hipotesis 8 : Reputasi *underwriter*, reputasi auditor, nilai saham yang ditawarkan saat IPO, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan, *financial leverage* dan PBV berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* saham sektor keuangan.
- Hipotesis 9 : Reputasi *underwriter* berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing* saham sektor manufaktur.
- Hipotesis 10 : Reputasi auditor berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing* saham sektor manufaktur.
- Hipotesis 11 : Nilai saham yang ditawarkan saat IPO berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing* saham sektor manufaktur.
- Hipotesis 12 : Umur perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing* saham sektor manufaktur.
- Hipotesis 13 : Profitabilitas perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *underpricing* saham sektor manufaktur.
- Hipotesis 14 : *Financial leverage* berpengaruh signifikan positif terhadap *underpricing* saham sektor manufaktur.
- Hipotesis 15 : PBV berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing* saham sektor manufaktur.
- Hipotesis 16 : Reputasi *underwriter*, reputasi auditor, nilai saham yang ditawarkan saat IPO, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan, *financial leverage* dan PBV berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* saham sektor manufaktur.
- Hipotesis 17 : Terdapat perbedaan konsistensi faktor-faktor yang mempengaruhi *Underpricing* saham sektor keuangan dan manufaktur.

## 2.5. Definisi Operasional Variabel

Sebagai variabel dependen dalam penelitian ini adalah *underpricing*. Sedangkan variabel independennya adalah reputasi *underwriter*, reputasi auditor, umur perusahaan, nilai saham yang ditawarkan saat IPO, profitabilitas perusahaan, *financial leverage* dan PBV. Pengukuran masing-masing variabel dapat diketahui melalui penjelasan di bawah ini. Selain itu juga akan ditambahkan penjelasan mengenai konsistensi yang diuji pada penelitian ini.

### 1) *Underpricing* (UP)

Variabel ini diukur dari selisih antara harga penutupan saham di pasar sekunder pada hari pertama (*closing price*) dengan harga penawaran perdana (*offering price*). Perhitungan *underpricing*, dihitung dengan rumus dari Kunz dan Aggarwal (1994) :

$$Up = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \times 100\% \dots\dots\dots (1)$$

Dimana : P0 : harga penawaran umum perdana  
P1 : harga penutupan (*closing price*)  
Up : *underpricing*

### 2). Reputasi *Underwriter* (UNDER)

Pengukuran variabel ini menggunakan variabel dummy. Di mana penentuan reputasi *underwriter* menggunakan skala 1 untuk *underwriter* yang prestisius dan 0 untuk *underwriter* yang non prestisius. Penentuan rangking didasarkan pada frekuensi penjaminan yang dilakukan *underwriter* pada sampel penelitian. Frekuensi penjaminan pada tiap sektor, dihitung rata-ratanya. *Underwriter* yang prestisius adalah *underwriter* yang frekuensi penjaminannya di atas rata-rata frekuensi penjaminan yang dilakukan oleh *underwriter* selama periode penelitian. Pertimbangannya adalah frekuensi penjaminan yang dilakukan

oleh *underwriter* menunjukkan kualitas *underwriter*, dimana *underwriter* yang prestisius akan mendapat kepercayaan yang lebih besar untuk menjamin oleh pihak emiten. Pada penelitian How et al (1995), reputasi *underwriter* langsung diproksi dengan frekuensi penjaminan, namun pada penelitian ini tidak karena data tersebut tidak memenuhi syarat normalitas.

### 3) Reputasi Auditor (AUD)

Pengukuran variabel ini menggunakan variabel dummy. Penentuan reputasi auditor menggunakan skala 1 untuk auditor yang prestisius dan 0 untuk auditor yang non prestisius. Auditor yang prestisius adalah auditor yang masuk dalam peringkat 10 besar KAP, yang dilakukan oleh majalah Investor (Maret 2004). KAP yang tergabung dalam peringkat 10 besar dapat dilihat pada Tabel 2.2 berikut :

Tabel 2.2  
Peringkat 10 besar KAP

No	Nama Auditor	
	KAP	Mitra Asing
1	Prasetio, Sarwoko & Sandjaja	Ernst & Young
2	Hans Tuanakotta & Mustofa	Deloitte Touche Tohmatsu
3	Drs. Hadi Sutanto & Rekan	PriceWaterhouse Coopers
4	Amir Abadi Yusuf & Aryanto	RSM International
5	Drs. Johan Malonda & Rekan	Nexia International
6	Doli, Bambang & Sudarmadji	
7	Siddharta Siddharta & Harsono	Peat Marwick Goerdeler
8	Eddy Pianto	
9	Thomas, Trisno, Hendang & Rekan	Summit Int. Associated Inc.
10	Hendrawinata & Rekan	Grant Thornthton International

Sumber : majalah Investor, 2004

4) Nilai saham yang ditawarkan saat IPO (OFFER)

Variabel ini diukur dengan mengkalikan harga penawaran saham (*offering price*) dengan banyaknya saham yang ditawarkan kepada masyarakat pada saat IPO.

5) Umur Perusahaan (AGE)

Variabel ini diukur dengan lamanya perusahaan beroperasi sejak didirikan berdasarkan akte pendirian sampai dengan saat perusahaan tersebut melakukan penawaran umum (IPO). Umur perusahaan ini dihitung dalam skala tahunan. Pengukuran ini juga dipergunakan oleh Trisnawati (1998), Nurhidayati (1998), dan Daljono (2000).

6) Profitabilitas Perusahaan (ROA)

Untuk mengukur profitabilitas perusahaan digunakan *Rate of Return on Total Assets* (ROA) (Kim et al, 1993; Trisnawati, 1998; Daljono, 2000). Menurut Robert Ang (1997), persamaan ROA dapat dituliskan sebagai berikut :

$$ROA = \frac{EAT}{Total Assets} \dots\dots\dots (2)$$

7) *Financial Leverage* (DER)

Variable ini diukur dengan DER, yaitu rasio total hutang terhadap equity yang dimiliki oleh perusahaan. Pengukuran variabel ini juga telah dipergunakan oleh Kim et al. (1993), Trisnawati (1998), dan Daljono (2000). Persamaan yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$DER = \frac{Total Debt}{Equity} \dots\dots\dots (3)$$

#### 8) *Price to Book Value* (PBV)

Variabel ini diukur dengan membandingkan harga saham saat penawaran perdana dengan nilai buku saham tersebut.

#### 9) Konsistensi

Yang dimaksud dengan analisis konsistensi perbedaan faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* adalah suatu uji yang dilakukan untuk melihat apakah setiap variabel independen yang diambil, memiliki pengaruh yang sama terhadap *underpricing* saham sektor keuangan dan manufaktur.

## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1. Jenis dan Sumber Data

Data merupakan keterangan yang dapat memberikan gambaran tentang suatu keadaan. Data yang diperoleh perlu diolah untuk dapat menjawab pertanyaan penelitian yang dirumuskan. Jenis data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang diterbitkan oleh perusahaan yang bukan merupakan pengolahnya (Dajan, 1986), yang bersifat kuantitatif. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *cross-sectional*. Data-data kuantitatif yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Daftar perusahaan emiten dan data harga saham penutupan pada hari pertama di pasar sekunder yang diperoleh dari situs [www.e-bursa.com](http://www.e-bursa.com).
2. Data harga saham penawaran, nama *underwriter* dan auditor, umur perusahaan, jumlah saham yang ditawarkan dan data-data dari laporan keuangan untuk setiap perusahaan emiten, yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 1997 – 2003 dan prospektus masing-masing perusahaan emiten.
3. Daftar 10 besar KAP di Indonesia, yang diperoleh dari majalah *Investor* (2004).

#### 3.2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

Penelitian ini mengambil populasi perusahaan-perusahaan yang termasuk sektor keuangan dan manufaktur, yang melakukan IPO di BEJ dari tahun 1997

sampai tahun 2002. Teknik pengambilan sampel dengan *purposive sampling*, karena sampel yang diambil adalah sampel perusahaan yang mengalami *underpriced*, baik positif maupun negatif dan tidak *delisting* selama periode penelitian. Jumlah perusahaan sektor keuangan dan manufaktur yang melakukan IPO pada periode penelitian 1997-2002 adalah 66 perusahaan. Perusahaan yang memenuhi kriteria *underpriced* dan tidak *delisting* selama periode penelitian, adalah sebanyak 52 perusahaan. Sampel tersebut terdiri dari 26 perusahaan sektor institusi keuangan dan 26 perusahaan sektor manufaktur. Periode penelitian 1997-2002 karena merupakan tahun dimulainya krisis ekonomi yang belum diketahui kapan berakhirnya dan mempengaruhi pasar modal Indonesia.

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

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Pengumpulan data dimulai dengan tahap penelitian pendahuluan yaitu melakukan studi kepustakaan dengan mempelajari buku-buku dan bacaan-bacaan lain yang berhubungan dengan pokok bahasan dalam penelitian ini. Dalam tahap ini juga dilakukan pengkajian data yang dibutuhkan, ketersediaan data, cara memperoleh data, dan gambaran cara pengolahan data. Tahapan selanjutnya adalah penelitian pokok yang digunakan untuk mengumpulkan seluruh data yang dibutuhkan.

### **3.4. Teknik Analisis**

Data dalam penelitian ini diolah dengan program komputer SPSS Windows. Metode analisis yang digunakan adalah regresi berganda untuk

memperoleh gambaran yang menyeluruh mengenai hubungan antara variabel dependen (*Underpricing*) dengan variabel independen (reputasi *underwriter*, reputasi auditor, nilai saham yang ditawarkan saat IPO, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan, *financial leverage* dan PBV), untuk masing-masing sektor. Selain itu juga dilakukan Chow test untuk menguji ada tidaknya konsistensi faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* untuk kedua sektor, sektor keuangan dan manufaktur.

Untuk menguji hipotesis di atas, digunakan model sebagai berikut :

$$UP = a + b_1 UNDER + b_2 AUD + b_3 OFFER + b_4 AGE + b_5 ROA + b_6 DER + b_7 PBV + e \dots\dots\dots (4)$$

Keterangan :

- a : konstanta
- b<sub>1</sub> – b<sub>7</sub> : koefisien regresi
- UP : *Underpricing*
- UNDER : Reputasi *Underwriter*
- AUD : Reputasi auditor
- OFFER : Nilai saham yang ditawarkan saat IPO
- AGE : Umur perusahaan
- ROA : *Rate of Return on Total Assets*
- DER : *Financial Leverage*
- PBV : *Price to Book Value*
- e : error

### 3.5. Pengujian Penyimpangan Asumsi Klasik

Secara teoritis model yang digunakan dalam penelitian ini akan menghasilkan nilai parameter model penduga yang sah bila dipenuhi asumsi klasik regresi yaitu asumsi normalitas dan tidak terjadi multikolinieritas dan heteroskedastisitas. Untuk menguji normalitas data dapat digunakan scatterplot diagram atau tes statistik. Secara statistik uji normalitas menggunakan Modification of Kolmogorov Smirnov test. Dengan program SPSS dapat dilihat nilai signifikansi dari data yang diuji. Pengujian asumsi klasik yang dilakukan antara lain :

#### 3.5.1 Multikolinieritas

Multikolinieritas berarti ada hubungan linier yang sempurna atau pasti di antara beberapa atau semua variabel yang independen dari model yang ada (Gujarati; 1995). Akibat dari adanya multikolinieritas ini adalah koefisien regresinya tidak tertentu atau kesalahan standarnya tidak terhingga. Hal ini akan menimbulkan bias dalam spesifikasi. Uji yang digunakan untuk mendeteksi adanya multikolinieritas ini dapat dilihat dari *tolerance value* atau *variance inflation factor* (VIF). Batas dari *tolerance value* adalah 0,10 dan batas VIF adalah 10 (Hair et al.; 1995). Jika nilai *tolerance value* di bawah 0,10 atau nilai VIF di atas 10 maka terjadi multikolinieritas.

#### 3.5.2 Heteroskedastisitas

Suatu asumsi penting dari model linier klasik adalah bahwa gangguan ui atau ei yang muncul dalam fungsi regresi populasi adalah homoskedastik yaitu semua gangguan memiliki varians yang sama (Gujarati; 1995). Heteroskedastisitas tidak merusak konsistensi estimator tetapi estimator

tidak mempunyai varians minimum atau tidak efisien sehingga pengujian statistik menjadi bias. Salah satu cara yang digunakan untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas adalah dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan residualnya (SRESID). Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual ( $Y \text{ prediksi} - Y \text{ sesungguhnya}$ ) yang telah di-*studentized*. Dasar analisis :

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

Selain itu untuk uji secara statistika dapat digunakan uji Glejser. Uji ini dilakukan dengan meregres nilai absolut residual (nilai pengganggu) terhadap variabel bebas (Gujarati, 1995), dengan persamaan regresi sebagai berikut :

$$|U_t| = a + b.X_t + v_i$$

Jika variabel bebas signifikan secara statistik mempengaruhi variabel terikat (probabilitas dibawah 5%), maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas.

### **3.6. Pengujian Hipotesis**

#### **3.6.1. Uji t**

Untuk mengetahui apakah hipotesis didukung oleh data atau tidak maka dapat dilihat besarnya nilai t test atau sig t. Apabila sig t lebih besar dari

tingkat alfa yang digunakan maka variabel independen tersebut tidak berpengaruh terhadap variabel dependen atau hipotesis yang diajukan ditolak oleh data. Sebaliknya apabila sig t lebih kecil dari tingkat alfa yang digunakan maka hipotesis yang diajukan didukung oleh data. Berarti ada hubungan yang signifikan antara variabel dependen dan variabel independen. Hubungan tersebut dapat diketahui dari koefisien regresi masing-masing variabel. Apabila koefisien bertanda negatif maka hubungan antara variabel dependen dan variabel independen adalah hubungan terbalik, sedangkan bila koefisien bertanda positif maka hubungannya adalah searah.

### 3.6.2. Uji F

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Hipotesis nol ( $H_0$ ) yang hendak diuji adalah apakah semua parameter dalam model sama dengan nol. Artinya, apakah suatu variabel independen bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Hipotesis alternatifnya ( $H_A$ ) tidak semua parameter secara simultan sama dengan nol. Artinya, semua variabel independen secara simultan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen.

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah di antara nol dan satu. Nilai  $R^2$  yang kecil berarti kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen

memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen ( Imam Ghozali, 2001).

### 3.6.3. Chow Test

Chow test, yang ditemukan oleh Gregory Chow, adalah alat untuk menguji *test for equality of coefficients* atau uji kesamaan koefisien (Imam Ghozali, 2001). Jika hasil observasi yang diteliti dapat dikelompokkan menjadi dua atau lebih kelompok, maka pertanyaan yang timbul adalah apakah kedua atau lebih kelompok tadi merupakan subjek proses ekonomi yang sama. Dalam penelitian ini, Chow test digunakan untuk menguji apakah terdapat perbedaan konsistensi (ketetapan) faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* saham untuk kedua sektor, keuangan dan manufaktur.

Uji kesamaan koefisien untuk regresi kedua kelompok ini dilakukan dengan F test :

$$F = \frac{(SSR_r - SSR_u)/r}{SSR_u / (n-k)} \dots\dots\dots (5)$$

Dimana :

SSR<sub>u</sub> = *sum of squared residual – unrestricted regression* (regresi dengan total observasi)

SSR<sub>r</sub> = *sum of squared residual – restricted regression* (penjumlahan sum of squared residual dari masing-masing regresi kelompok observasi)

n = jumlah observasi

k = jumlah parameter yang diestimasi pada *unrestricted regression*

r = jumlah parameter yang diestimasi pada *restricted regression*

## BAB IV

### ANALISIS DATA

Pada bab ini akan disajikan gambaran umum objek penelitian dan deskriptif data yang meliputi data perusahaan sektor keuangan dan manufaktur serta berbagai variabel yang diuji dalam penelitian ini. Pembahasan lebih lanjut mengenai analisis data baik untuk perusahaan yang tergolong sektor keuangan maupun sektor manufaktur yang dimulai dengan pengujian asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas dan uji heteroskedastisitas yang dilanjutkan dengan pengujian hipotesis yang dilakukan dengan uji t, uji F dan Chow Test. Pada data *crosssection* (silang waktu), masalah autokorelasi relatif jarang terjadi karena “gangguan” pada observasi yang berbeda berasal dari individu atau kelompok yang berbeda, sehingga tidak dilakukan uji autokorelasi.

Pada penelitian ini, sampel perusahaan dibedakan menjadi dua sektor karena berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Tinic (1998) dan Kenneth Young (1994), ditemukan terdapat perbedaan tingkat *underpricing* antara perusahaan sektor keuangan dan non keuangan sehingga dilakukan analisa lebih lanjut bahwa apakah setiap variabel yang digunakan dalam penelitian ini mempunyai pengaruh yang sama untuk kedua sektor. Perusahaan non keuangan yang digunakan sebagai sampel adalah semua perusahaan sektor manufaktur yang melakukan IPO selama periode penelitian.

#### **4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian**

##### **4.1.1 Gambaran Umum Perusahaan Emiten**

Selama periode penelitian, terdapat 26 perusahaan sektor keuangan yang memenuhi kriteria pengambilan sampel. Daftar perusahaan sektor keuangan yang menjadi objek dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.1 di bawah ini.

Tabel 4.1  
Data Perusahaan Sektor Keuangan

No	Tgl IPO	Emiten	Industri	Up (%)
1	08/01/97	Bank Pikko Tbk	Bank	12.50
2	25/06/97	Bank CIC International Tbk	Bank	13.89
3	16/07/97	Siwani Trimitra Tbk	Financial Institution	50.00
4	22/07/97	Lippo General Insurance Tbk	Insurance	21.35
5	29/08/97	Bank Mayapada Tbk	Bank	-25.00
6	24/11/97	Bhakti Investama Tbk	Other Finance	10.71
7	23/12/97	Bank Global Internasional Tbk	Bank	25.00
8	01/09/98	Makindo Tbk	Other Finance	15.38
9	30/06/99	Bank Victoria Int I.Tbk	Bank	100.00
10	03/12/99	Bank Danpac Tbk	Bank	15.00
11	31/01/00	Trimegah Securities Tbk	Securities Company	165.00
12	31/05/00	Panin Sekuritas Tbk	Securities Company	27.27
13	28/07/00	Bank Buana Indonesia Tbk	Bank	17.86
14	02/11/00	Bank Artha Niaga Kencana Tbk	Bank	10.00
15	10/01/01	Bank Nusantara Parahyangan Tbk	Bank	4.76
16	08/06/01	Bhakti Capital Indonesia Tbk	Securities Company	6.00
17	13/07/01	Asia Kapitalindo Securities Tbk	Securities Company	30.00
18	13/07/01	Bank Eksekutif Internasional Tbk	Bank	39.29
19	18/04/02	United Capital Indonesia Tbk	Securities Company	57.14
20	01/05/02	Bank Swadesi Tbk	Bank	30.00
21	28/06/02	Kresna Graha Sekurindo Tbk	Securities Company	-32.56
22	15/07/02	Bank Bumiputera Indonesia Tbk	Bank	12.50
23	05/11/02	Artha Securities Tbk	Securities Company	17.78
24	21/11/02	Bank Kesawan Tbk	Bank	70.00
25	28/11/02	Trust Finance Indonesia Tbk	Financial Institution	14.71
26	18/12/02	Artha Pacific Securities Tbk	Securities Company	64.29

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004

Melalui data perusahaan sektor keuangan tersebut, dapat dilihat bahwa Trimegah securities, Tbk. mempunyai tingkat *underpricing* tertinggi, yaitu 165%.

Tingkat *underpricing* terendah atau *overpricing* tertinggi, dimiliki oleh Kresna Graha Sekurindo Tbk, yaitu -32,56%.

Selama periode penelitian, juga terdapat 26 perusahaan sektor manufaktur yang memenuhi kriteria pengambilan sampel. Daftar perusahaan sektor manufaktur yang menjadi objek dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.2 di bawah ini.

Tabel 4.2  
Data Perusahaan Sektor Manufaktur

No	Tgl IPO	Emiten	Industri	Up (%)
1	02/01/97	Alumindo Light Metal Inds. Tbk	Metal & Allied Products	7.69
2	25/03/97	Daya Sakti Unggul Corp. Tbk	Wood Industry	18.42
3	15/05/97	Eterindo Wahanatama Tbk	Chemicals	-36.54
4	04/06/97	Intikermik Alamsari Inds. Tbk	Ceramic, Glass	23.33
5	22/07/97	Panasia Filamen Inti Tbk	Textile & Garment	15.38
6	06/08/97	Jakarta Kyoei Steel Works Tbk.	Metal & Allied Products	23.08
7	20/08/97	Sunson Textile Manufacture Tbk	Textile & Garment	-26.47
8	22/01/98	Ricky Putra Globalindo Tbk	Textile & Garment	-62.50
9	15/06/98	Astra Otoparts Tbk	Automotive & Component	-13.04
10	13/12/99	Tirta Mahakam Plywood Inds. Tbk	Wood Industry	11.43
11	14/02/00	Tunas Baru Lampung Tbk	Food & Beverages	9.09
12	01/05/00	Asiaplast Industries Tbk	Plastic & Packaging	83.33
13	03/07/00	Summitplast Tbk	Plastic & Packaging	26.25
14	04/12/00	Andhi Chandra Automotive P. Tbk	Automotive & Component	51.43
15	16/03/01	Palm Asia Corpora Tbk	Plastic & Packaging	155.00
16	17/04/01	Indofarma Tbk	Pharmaceuticals	-8.00
17	04/07/01	Kimia Farma Tbk	Pharmaceuticals	5.00
18	17/07/01	Lapindo International Tbk	Plastic & Packaging	125.00
19	17/07/01	Arwana Citramulia Tbk	Ceramic, Glass	16.67
20	18/07/01	Betonjaya Manuggal Tbk	Metal & Allied Products	162.50
21	16/10/01	Pyridam Farma Tbk	Pharmaceuticals	90.48
22	17/10/01	Ryane Adibusana Tbk	Textile & Garment	480.00
23	30/11/01	Colorpak Indonesia Tbk	Chemicals	105.00
24	21/03/02	Fatrapolindo Nusa Industri Tbk	Plastic & Packaging	10.00
25	19/06/02	Sugi Samapersada Tbk.	Automotive & Component	66.67
26	14/10/02	Inti Indah Karya Plasindo Tbk	Plastic & Packaging	48.89

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004.

Melalui tabel data perusahaan sektor manufaktur yang menjadi sampel dalam penelitian ini, dapat dilihat bahwa Ryane Adibusana Tbk. memiliki tingkat *underpricing* tertinggi, yaitu sebesar 480%. Sedangkan tingkat *underpricing* terendah dimiliki oleh Ricky Putra Globalindo Tbk., yaitu sebesar -62,50%.

Selain itu dari kedua tabel di atas dapat dilihat bahwa dari seluruh perusahaan sektor keuangan dan manufaktur yang melakukan IPO selama periode 1997-2002, 86,5% mengalami *underpricing* positif. Sisanya 13,5% mengalami *underpricing* negatif, yaitu 2 perusahaan dari sektor keuangan dan 5 perusahaan dari sektor manufaktur.

#### 4.1.2 Deskriptif Variabel

##### 4.1.2.1 Deskriptif Variabel Sektor Keuangan

Setelah melalui proses pengolahan dengan menggunakan SPSS maka diperoleh deskriptif variabel perusahaan sektor keuangan. Deskriptif variabel untuk data perusahaan sektor keuangan tersebut, dapat dilihat pada Tabel 4.3.

Tabel 4.3  
Deskriptif Variabel Perusahaan Sektor Keuangan

No	Variabel	Rata-rata	Standar Deviasi	Varian	Maksimum	Minimum
1	Underpricing	29,72	38,98	1519,77	165,00	-32,56
2	Underwriter	0,62	0,496	0,246	1,00	0,00
3	Auditor	0,81	0,402	0,162	1,00	0,00
4	Offer	5,7 E+10	7,12 E+10	5,1 E+21	3,7 E+11	1,5 E+10
5	Umur	18,13	18,87	356,08	89,60	1,90
6	Profitabilitas Financial	0,0525	0,0852	0,7267	0,4118	0,0030
7	Leverage	6,63	6,60	43,52	0,31	20,21
8	PBV	1,03	0,87	0,75	0,23	3,42

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004.

Dengan melihat tabel di atas, dapat diketahui bahwa variabel *offer* mempunyai rata-rata, standar deviasi, varian, nilai maksimum dan nilai minimum tertinggi. Sementara itu, variabel reputasi profitabilitas mempunyai rata-rata terendah dan standar deviasi terendah, yaitu 0,0525 dan 0,0852. Variabel Auditor mempunyai nilai varian terendah yaitu 0,162. Variabel PBV mempunyai nilai maksimum terendah sebesar 0,23, sedangkan nilai minimum terendah dimiliki oleh variabel *underpricing*, yaitu sebesar -32,56.

#### 4.1.2.2 Deskriptif Variabel Sektor Manufaktur

Data penelitian yang diperoleh diolah sehingga didapatkan deskriptif variabel. Deskriptif variabel untuk data perusahaan sektor manufaktur, dapat dilihat pada Tabel 4.4.

Tabel 4.4  
Deskriptif Variabel Perusahaan Sektor Manufaktur

No	Variabel	Rata-rata	Standar Deviasi	Varian	Maksimum	Minimum
1	Underpricing	53,39	103,38	10687,11	480,00	-62,50
2	Underwriter	0,96	0,196	0,038	1,00	0,00
3	Auditor	0,50	0,51	0,26	1,00	0,00
4	Offer	6,2 E+10	7,11 E+11	5,0 E+21	3,1 E+11	7,8 E+9
5	Umur	12,74	8,41	70,72	29,70	0,30
6	Profitabilitas Financial	0,0586	0,0905	0,8190	0,2485	-0,2447
7	Leverage	3,28	8,61	74,14	44,87	0,11
8	PBV	1,36	2,29	5,24	9,60	0,11

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004.

Dengan melihat tabel di atas, dapat diketahui bahwa variabel *offer* mempunyai rata-rata, standar deviasi, varian, nilai maksimum dan nilai minimum tertinggi. Sementara itu, variabel profitabilitas mempunyai nilai rata-rata dan standar deviasi terendah sebesar 0,0586 dan 0,0905 dan variabel *underwriter*

mempunyai varian terendah sebesar 0,038. Sedangkan nilai maksimum terendah dimiliki oleh variabel profitabilitas sebesar 0,2485 , nilai minimum terendah dimiliki oleh variabel *underpricing*, yaitu -62,50.

## 4.2 Analisis Data Sektor Keuangan

Faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* saham sektor keuangan dalam penelitian ini adalah reputasi *underwriter*, reputasi auditor, jumlah saham yang ditawarkan, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan, *financial leverage* dan PBV.

### 4.2.1 Uji Normalitas Data

Uji Kolmogorov-Smirnov dilakukan untuk menentukan normalitas data dengan nilai signifikansi harus di atas 5%. Dengan uji grafik histogram, grafik yang terbentuk harus berada pola distribusi yang normal dan dengan uji grafik normal plot, titik-titik yang terbentuk harus menyebar di sekitar garis diagonal serta arah penyebarannya mengikuti arah garis diagonal, bila tidak maka data yang tersedia tidak terdistribusi dengan normal sehingga model regresi tidak layak untuk digunakan. Uji normalitas ini dilakukan terhadap semua data yang tidak tergolong dummy.

Uji normalitas data awal dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov yang dilakukan terhadap data variabel dependen, ditunjukkan oleh tabel di bawah ini.

Tabel 4.5  
Tabel Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov

No	Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statistik	Signifikansi
1	UP	1,162	0,134
2	Offer	1,421	0,035
3	Age	1,433	0,033
4	ROA	1,580	0,014
5	DER	1,042	0,228
6	PBV	0,906	0,385

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004.

Dari tabel di atas diketahui bahwa data yang tersedia sebagian tidak terdistribusi secara normal, hal ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi di bawah 5% untuk variabel nilai penawaran (Offer), umur (Age), Profitabilitas (ROA) dan sebagian lagi nilai signifikansi berada di atas 5% untuk variabel *underpricing* (UP), *financial leverage* (DER) dan PBV. Sehingga perlu dilakukan transformasi data ke bentuk logaritma natural (Imam Ghazali, 2001). Model regresi untuk sektor keuangan, berubah menjadi :

$$\begin{aligned}
 UP = & a + b_1 \text{ UNDER} + b_2 \text{ AUD} + b_3 \text{ Ln(OFFER)} + b_4 \text{ Ln(AGE)} + b_5 \text{ Ln(ROA)} \\
 & + b_6 \text{ DER} + b_7 \text{ PBV} + e \dots\dots\dots (6)
 \end{aligned}$$

Setelah beberapa variabel independen diubah dalam bentuk logaritma natural, maka diperoleh hasil uji Kolmogorov Smirnov seperti pada tabel di bawah.

Tabel 4.6  
Tabel Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov (Setelah Transformasi Data)

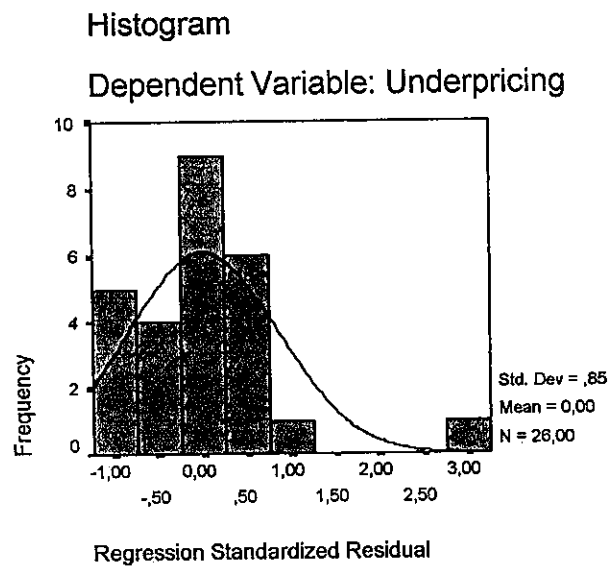
No	Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statistik	Signifikansi
1	UP	1,162	0,134
2	Ln (Offer)	0,770	0,594
3	Ln (Age)	0,665	0,768
4	Ln (ROA)	0,699	0,713
5	DER	1,042	0,228
6	PBV	0,906	0,385

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004.

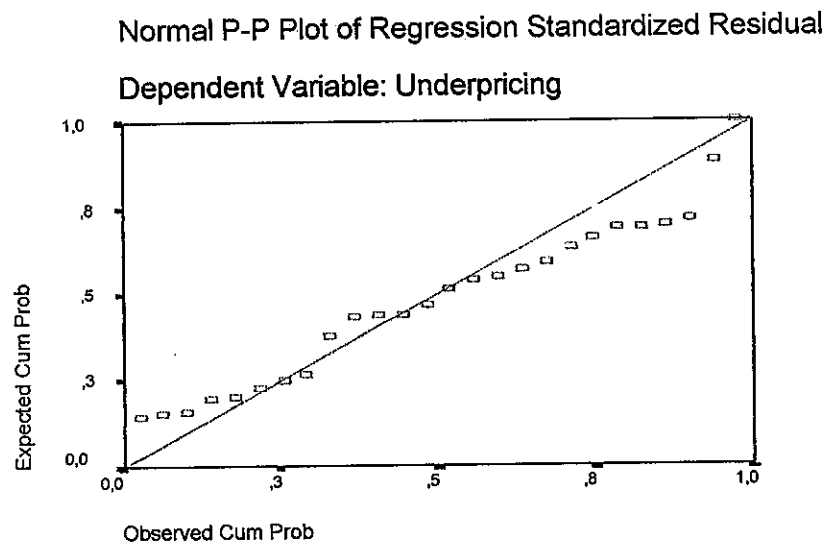
Dari Tabel 4.6 tersebut dapat disimpulkan bahwa semua data yang ada sudah terdistribusi secara normal. Hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi setiap variabel pada tabel di atas yang nilainya di atas 5%.

Hasil uji normalitas yang menggunakan analisis grafik yaitu grafik histogram dan grafik normal plot (lihat Gambar 4.1 dan Gambar 4.2 di bawah) menunjukkan bahwa grafik histogram memberikan pola distribusi yang mendekati normal, sedangkan pada grafik normal plot terlihat titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Hal ini berarti bahwa kedua grafik tersebut menunjukkan bahwa asumsi normalitas terpenuhi. Oleh karena itu model regresi layak dipakai.

Gambar 4.1  
Grafik Histogram



Gambar 4.2  
Grafik Normal Plot



#### 4.2.2 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas ini bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel independen. Model yang baik

seharusnya tidak terjadi korelasi antara variabel independen. Pengukuran ini dilakukan dengan menggunakan nilai tolerance, dimana nilai yang terbentuk harus lebih besar dari 10% dan dengan menggunakan VIF (*Variance Inflation Factors*), nilai yang terbentuk harus kurang dari 10, bila tidak maka akan terjadi multikolinieritas dan model regresi tidak layak untuk digunakan.

Hasil perhitungan nilai tolerance serta VIF dapat dilihat pada Tabel 4.7 di bawah ini.

Tabel 4.7  
Hasil Analisis Regresi Uji Multikolinieritas

No	Variabel	Tolerance Value	VIF
1	Underwriter	0,824	1,214
2	Auditor	0,725	1,379
3	Ln (Offer)	0,310	3,225
4	Ln (Age)	0,898	1,114
5	Ln (ROA)	0,293	3,414
6	DER	0,376	2,660
7	PBV	0,477	2,097

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004.

Hasil perhitungan nilai tolerance pada Tabel 4.7 menunjukkan bahwa tidak ada variabel independen yang memiliki nilai tolerance di bawah 10%, ini berarti tidak ada korelasi antar variabel independen. Hasil perhitungan nilai VIF juga menunjukkan hasil yang sama dimana tidak ada satupun variabel independen yang memiliki nilai VIF di atas 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antara variabel independen sehingga model regresi layak dipakai.

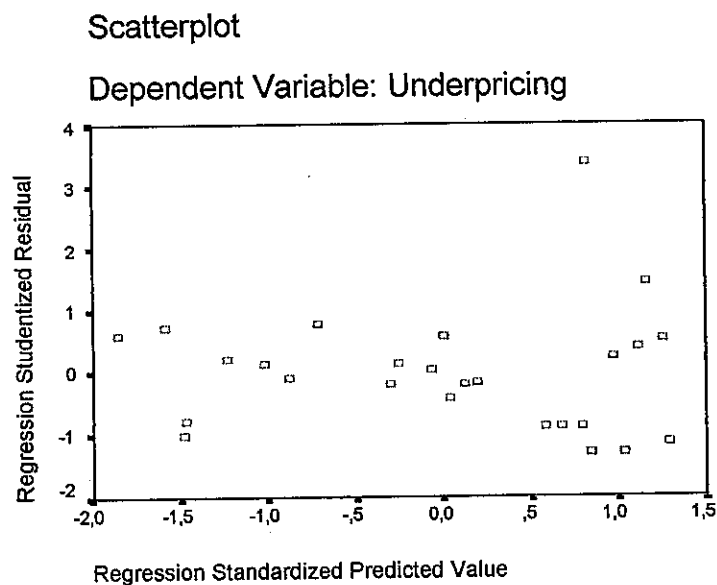
#### 4.2.3 Uji Heteroskedastisitas

##### a. Grafik Scatterplot

Grafik scatterplot digunakan untuk menentukan heteroskedastisitas. Titik-titik yang terbentuk harus menyebar secara acak, tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu y. Bila kondisi ini terpenuhi maka tidak terjadi heteroskedastisitas dan model regresi layak digunakan.

Hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan grafik scatterplot (Gambar 4.3) terlihat titik-titik menyebar secara acak, tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu y. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi dan model layak digunakan.

Gambar 4.3  
Grafik Scatterplot



#### b. Uji Glejser

Uji ini dilakukan dengan cara meregres nilai absolut residual terhadap variabel-variabel independen, sehingga diperoleh hasil seperti pada tabel dibawah ini.

Tabel 4.8  
Hasil Regresi Uji Glejser  
Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-283,492	244,012		-1,162	,260
	Underwriter	19,027	10,474	,393	1,817	,086
	Auditor	6,489	13,783	,108	,471	,643
	LNOFFER	12,490	10,705	,411	1,167	,259
	LNAGE	-5,499	5,393	-,211	-1,020	,321
	LNROA	5,008	6,672	,272	,751	,463
	DER	,777	1,166	,213	,667	,514
	PBV	-9,309	7,884	-,335	-1,181	,253

a. Dependent Variable: ABSRESID

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004.

Melalui tabel diatas, dapat diketahui bahwa nilai signifikansi yang diperoleh semuanya lebih besar dari 5% sehingga dapat dikatakan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas dalam model regresi yang digunakan.

### 4.3 Analisis Data Sektor Manufaktur

Faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* saham perusahaan sektor manufaktur dalam penelitian ini adalah reputasi *underwriter*, reputasi auditor, jumlah saham yang ditawarkan, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan, *financial leverage* dan PBV.

#### 4.3.1 Uji Normalitas Data

Uji Kolmogorov-Smirnov dilakukan untuk menentukan normalitas data dengan nilai signifikansi harus di atas 5%. Dengan uji grafik histogram, grafik yang terbentuk harus berada pola distribusi yang normal dan dengan uji grafik normal plot, titik-titik yang terbentuk harus menyebar di sekitar garis diagonal serta arah penyebarannya mengikuti arah garis diagonal, bila tidak maka data

yang tersedia tidak terdistribusi dengan normal sehingga model regresi tidak layak untuk digunakan. Uji normalitas ini dilakukan terhadap semua data yang tidak tergolong dummy.

Uji normalitas data awal dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov yang dilakukan terhadap data variabel dependen, ditunjukkan oleh tabel di bawah ini.

Tabel 4.9  
Tabel Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov

No	Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statistik	Signifikansi
1	UP	1,116	0,165
2	Offer	1,397	0,400
3	Age	0,940	0,340
4	ROA	1,208	0,108
5	DER	2,189	0,000
6	PBV	1,738	0,005

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004.

Dari tabel di atas diketahui bahwa data yang tersedia sebagian tidak terdistribusi secara normal, hal ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi di bawah 5% untuk variabel *financial leverage* (DER) dan PBV, serta sebagian lagi nilai signifikansi berada di atas 5% untuk variabel *underpricing* (UP), nilai penawaran (Offer), umur (Age) dan profitabilitas (ROA) . Sehingga perlu dilakukan transformasi data ke bentuk logaritma natural (Imam Ghazali, 2001). Model regresi untuk sektor manufaktur, berubah menjadi :

$$UP' = a + b_1 UNDER + b_2 AUD + b_3 \ln(OFFER) + b_4 AGE + b_5 ROA + b_6 \ln(DER) + b_7 \ln(PBV) + e \dots\dots\dots (7)$$

Setelah beberapa variabel independen diubah dalam bentuk logaritma natural, maka diperoleh hasil uji Kolmogorov Smirnov seperti pada tabel di bawah.

Tabel 4.10  
Tabel Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov (Setelah Transformasi Data)

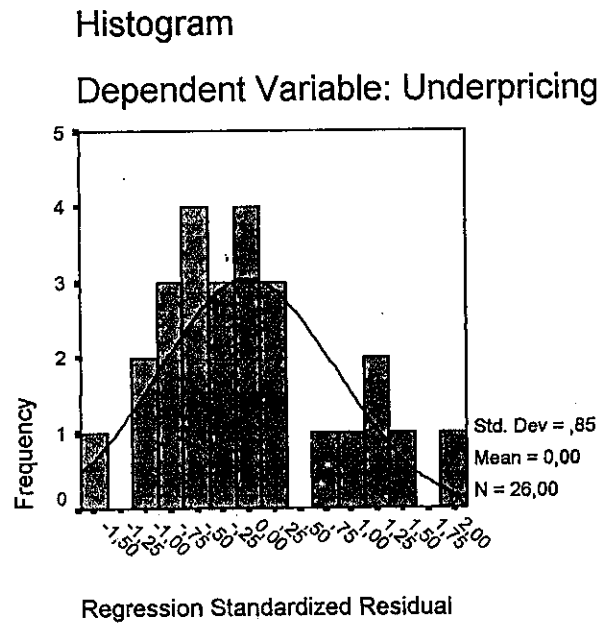
No	Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statistik	Signifikansi
1	UP	1,116	0,165
2	Ln (Offer)	0,546	0,927
3	Age	0,940	0,340
4	ROA	1,208	0,108
5	Ln (DER)	0,731	0,658
6	Size	1,134	0,152
7	Ln (PBV)	0,543	0,930

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004.

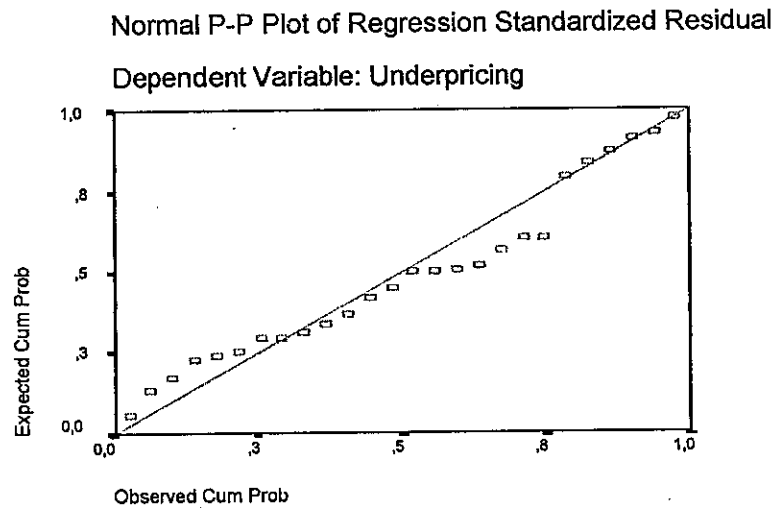
Dari Tabel 4.9 tersebut dapat disimpulkan bahwa semua data yang ada terdistribusi secara normal. Hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi untuk setiap variabel yang nilai signifikansinya di atas 5%.

Hasil uji normalitas yang menggunakan analisis grafik yaitu grafik histogram dan grafik normal plot (lihat Gambar 4.4 dan Gambar 4.5 di bawah) menunjukkan bahwa grafik histogram memberikan pola distribusi yang mendekati normal, sedangkan pada grafik normal plot terlihat titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Hal ini berarti bahwa kedua grafik tersebut menunjukkan bahwa asumsi normalitas terpenuhi. Oleh karena itu model regresi layak dipakai.

Gambar 4.4  
Grafik Histogram



Gambar 4.5  
Grafik Normal Plot



#### 4.3.2 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas ini bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel independen. Model yang baik

seharusnya tidak terjadi korelasi antara variabel independen. Pengukuran ini dilakukan dengan menggunakan nilai tolerance, dimana nilai yang terbentuk harus lebih besar dari 10% dan dengan menggunakan VIF (*Variance Inflation Factors*), nilai yang terbentuk harus kurang dari 10, bila tidak maka akan terjadi multikolinieritas dan model regresi tidak layak untuk digunakan.

Hasil perhitungan nilai tolerance serta VIF dapat dilihat pada Tabel 4.10 di bawah ini.

Tabel 4.11  
Hasil Analisis Regresi Uji Multikolinieritas

No	Variabel	Tolerance Value	VIF
1	Underwriter	0,683	1,464
2	Auditor	0,653	1,530
3	Ln (Offer)	0,811	1,232
4	Age	0,724	1,381
5	ROA	0,549	1,820
6	Ln (DER)	0,386	2,588
7	Ln (PBV)	0,676	1,480

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004.

Hasil perhitungan nilai tolerance pada Tabel 4.10 menunjukkan bahwa tidak ada variabel independen yang memiliki nilai tolerance di bawah 10%, ini berarti tidak ada korelasi antar variabel independen. Hasil perhitungan nilai VIF juga menunjukkan hasil yang sama dimana tidak ada satupun variabel independen yang memiliki nilai VIF di atas 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antara variabel independen sehingga model regresi layak dipakai.

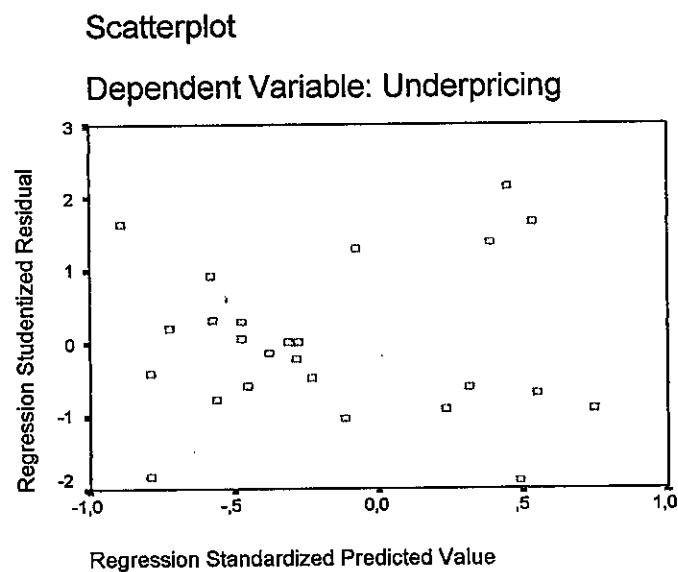
#### 4.3.3 Uji Heteroskedastisitas

##### a. Grafik Sctaterplot

Grafik scatterplot digunakan untuk menentukan heteroskedastisitas. Titik-titik yang terbentuk harus menyebar secara acak, tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu y. Bila kondisi ini terpenuhi maka tidak terjadi heteroskedastisitas dan model regresi layak digunakan.

Hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan grafik scatterplot (Gambar 4.6) terlihat titik-titik menyebar secara acak, tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu y. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi dan model layak digunakan.

Gambar 4.6  
Grafik Scatterplot



b. Uji Glejser

Uji ini dilakukan dengan cara meregres nilai absolut residual terhadap variabel-variabel independen, sehingga diperoleh hasil seperti pada tabel dibawah ini.

Tabel 4.12  
Hasil Regresi Uji Glejser

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	79,900	93,366		,856	,403
	Underwriter	36,013	21,144	,396	1,703	,106
	Auditor	1,876	8,315	,054	,226	,824
	LNOFFER	-3,454	3,885	-,190	-,889	,386
	Age	-,297	,479	-,140	-,620	,543
	ROA	-25,769	51,103	-,131	-,504	,620
	LNDER	-6,125	4,822	-,393	-1,270	,220
	LNPBV	8,034	4,102	,458	1,958	,066

a. Dependent Variable: ABSRESID

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004.

Melalui tabel diatas, dapat diketahui bahwa nilai signifikansi yang diperoleh semuanya lebih besar dari 5% sehingga dapat dikatakan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas dalam model regresi yang digunakan.

#### 4.4 Pengujian Hipotesis

##### 4.4.1 Sektor Keuangan

##### 4.4.1.1 Analisis Koefisien Regresi Linier Berganda dan Uji Secara Parsial

Uji t statistik dilakukan untuk menguji pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel tidak bebas secara parsial dengan mengasumsikan variabel lain dianggap konstan. Hasil analisis regresi berganda untuk pengujian pengaruh secara parsial, dapat dilihat pada Tabel 4.13.

Tabel 4.13  
Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel	Koefisien Regresi	t	Signifikansi
Konstanta	161,685	0,387	0,703
Under	37,982	2,120	0,048
Aud	27,632	1,172	0,257
Ln (Offer)	-8,196	-0,448	0,660
Ln (Age)	2,699	0,292	0,773
Ln (ROA)	11,186	0,980	0,340
DER	1,860	0,932	0,364
PBV	-5,731	-0,127	0,676

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004.

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa hampir semua variabel independen yang diteliti tidak berpengaruh signifikan variabel dependen. Persamaan regresi yang diperoleh, dapat ditulis sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 UP = & 161,685 + 37,982 \text{ UNDER} + 27,632 \text{ AUD} - 8,196 \text{ Ln(OFFER)} \\
 & + 2,699 \text{ Ln(AGE)} + 11,186 \text{ Ln(ROA)} + 1,860 \text{ DER} - 5,731 \text{ PBV} \dots\dots\dots (8)
 \end{aligned}$$

Hipotesis 1 diterima, dimana variabel UNDER (reputasi *underwriter*) berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* saham sektor keuangan. Hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi 0,048 yang lebih kecil dari nilai derajat kepercayaan 5%. Namun tanda koefisien regresinya adalah positif, yang berarti semakin tinggi reputasi *underwriter*, semakin besar pula *underpricing* yang terjadi. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Daljono (2000). Sugeng Wahyudi (2003) menjelaskan bahwa *underwriter* yang mempunyai reputasi baik mempunyai beban moral bahwa saham yang dijual pertama kali di pasar sekunder harganya tidak akan jatuh lebih rendah dari harga yang sudah ditentukan di pasar perdana, sehingga investor tidak akan rugi. Berarti semakin

digunakan di Indonesia adalah *full commitment*, sehingga untuk meminimalisasi kerugian yang harus ditanggung oleh *underwriter* bila terdapat saham sisa yang tidak terjual, adalah dengan cara memberikan harga yang cukup *underpriced* untuk memperbesar kemungkinan semua saham laku terjual.

Hipotesis 2 tidak dapat diterima sehingga variabel AUD (reputasi auditor) tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* saham sektor keuangan. Hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi 0,257 yang lebih besar dari nilai derajat kepercayaan 5%. Temuan ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Beatty (1989) dan Michaely et al (1995), yang menyatakan adanya hubungan yang signifikan antara reputasi auditor dengan *initial return*. Hasil penelitian yang tidak signifikan menunjukkan bahwa investor Indonesia belum mempercayai kualitas laporan keuangan perusahaan-perusahaan sektor keuangan, walaupun telah diaudit oleh auditor yang telah dikenal publik. Hal ini dimungkinkan terjadi, seperti pada kasus audit laporan keuangan PT. Telkom yang dilakukan oleh KAP Eddy Pianto, dimana di Indonesia KAP Eddy Pianto termasuk salah satu KAP yang termasuk dalam peringkat 10 besar KAP versi majalah Investor. Namun hasil audit laporan keuangan PT Telkom tersebut tidak diakui oleh Securities Exchange Commission (SEC) sehingga dilakukan audit ulang oleh Pricewaterhouse Coopers (PwC), membuat investor mempertanyakan kualitas hasil audit tersebut.

Hipotesis 3 tidak dapat diterima sehingga variabel OFFER (nilai saham yang ditawarkan) tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap

*underpricing* saham sektor keuangan. Hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi 0,660 yang lebih besar dari nilai derajat kepercayaan 5%. Temuan ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Carter et al (1990) dan Michaely et al (1995), yang menyatakan adanya hubungan yang signifikan antara nilai saham yang ditawarkan dengan *initial return*. Interpretasi untuk variabel OFFER adalah bahwa setiap kenaikan Ln (nilai saham yang ditawarkan) sebesar satu satuan, akan menurunkan *underpricing* (UP) sebesar 8,196 satuan. Penggunaan Logaritma natural pada variabel ini dimaksudkan untuk meminimalisasi distorsi estimasi koefisien yang dihasilkan dari regresi persentase return terhadap nilai penawaran (Julie Cagle et al, 1997), selain untuk memenuhi syarat normalitas.

Hipotesis 4 juga tidak dapat diterima sehingga variabel AGE (umur perusahaan) tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* saham sektor keuangan. Hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi 0,773 yang lebih besar dari nilai derajat kepercayaan 5%. Temuan ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Beatty (1989), Carter et al (1990), How et al (1995), Michaely et al (1995) dan Rina Trisnawati (1998), yang menyatakan adanya hubungan yang signifikan antara umur perusahaan dengan *initial return*. Interpretasi variabel ini adalah bahwa setiap kenaikan satu satuan variabel Ln (umur perusahaan) akan menaikkan *underpricing* sebesar 2,699 satuan.

Hipotesis 5 tidak dapat diterima sehingga variabel PROFIT (profitabilitas perusahaan) tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* saham sektor keuangan. Hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi 0,340 yang lebih besar dari nilai derajat kepercayaan 5%. Temuan ini mendukung hasil

penelitian yang dilakukan oleh Kim et al (1993), Rina Trinawati (1998) dan Daljono (2000), yang menyatakan tidak ada hubungan yang signifikan antara profitabilitas perusahaan dengan *initial return*. Interpretasi dari variabel ini adalah bahwa setiap kenaikan satu satuan variabel Ln (umur perusahaan) akan menaikkan *underpricing* sebesar 11,186 satuan.

Hipotesis 6 tidak dapat diterima sehingga variabel DER (*financial leverage*) tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* saham sektor keuangan. Hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi 0,364 yang lebih besar dari nilai derajat kepercayaan 5%. Temuan ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Kim et al (1993) dan Daljono (2000), yang menyatakan adanya hubungan yang signifikan antara *financial leverage* dengan *initial return*. Namun mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Rina Trisnawati (1998).

Hipotesis 7 tidak dapat diterima sehingga variabel PBV juga tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* saham sektor keuangan. Hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi 0,676 yang lebih besar dari nilai derajat kepercayaan 5%. Temuan ini tidak berhasil membuktikan pengaruh variabel PBV terhadap *underpricing* sektor keuangan.

Variabel-variabel rasio keuangan yang diambil, semua tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* saham sektor keuangan. Hal ini dapat dikarenakan pengambilan sampel penelitian selama periode terjadinya krisis moneter, mempengaruhi data keuangan yang diperoleh. Sehingga mempengaruhi hasil regresi yang diperoleh. Dimana terdapat kemungkinan data tersebut

merupakan data yang tidak normal bagi perusahaan tersebut, karena sektor keuangan merupakan sektor utama yang terkena dampak krisis moneter.

#### 4.4.1.2 Analisis Koefisien Regresi Linier Berganda dan Uji Secara Simultan

Uji F statistik dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen dengan kata lain uji F dilakukan untuk menguji hipotesis ke-8. Hasil uji F statistik pada penelitian ini, dapat dilihat pada Tabel 4.12.

Tabel 4.14  
Tabel Anova Sektor Keuangan

Model	Sum of Square	Df	Mean Square	F	Signifikansi
Regresi	8695,482	7	1242,212	0,763	0,625
Residual	29298,710	18	1627,706		
Total	37994,192	25			

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004.

Dari uji F, diperoleh F hitung sebesar 0,763 dengan signifikansi 0,625. Nilai signifikansi yang diperoleh lebih besar dari derajat kepercayaan 5%. Sehingga  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak, maka variabel UNDER, AUD, OFFER, AGE, PROFIT, DER dan PBV secara simultan tidak berpengaruh terhadap UP (*underpricing*) saham perusahaan-perusahaan sektor keuangan.

Sementara itu kemampuan persamaan regresi berganda untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel dependen adalah hanya 22,9%, sedangkan 77,1% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini.

Variabel-variabel independen yang terbukti tidak berpengaruh terhadap *underpricing* saham perusahaan sektor keuangan, merupakan informasi yang

biasa tercantum di dalam prospektus. Sehingga ada kemungkinan investor Indonesia dalam membuat keputusan investasi untuk perusahaan-perusahaan sektor keuangan di pasar perdana, menggunakan informasi lain di luar prospektus. Hal ini mungkin dipengaruhi oleh 50% dari sampel perusahaan sektor keuangan merupakan perusahaan sektor perbankan. Dimana untuk sektor perbankan, investor akan cenderung lebih memperhatikan rasio-rasio perbankan, seperti rasio kecukupan modal (CAR = Capital Adequacy Ratio) dan rasio kredit (NPL = Non Performing Loan, LDR = Loan to Deposit Ratio).

#### 4.4.2 Sektor Manufaktur

##### 4.4.2.1 Analisis Koefisien Regresi Linier Berganda dan Uji Secara Parsial

Uji t statistik dilakukan untuk menguji pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel tidak bebas secara parsial dengan mengasumsikan variabel lain dianggap konstan. Hasil analisis regresi berganda untuk pengujian pengaruh secara parsial, dapat dilihat pada Tabel 4.15.

Tabel 4.15  
Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel	Koefisien Regresi	t	Signifikasi
Konstanta	1294,815	7,095	0,000
Under	-353,504	-8,554	0,000
Aud	-5,327	0,328	0,747
Ln (Offer)	-36,486	-4,805	0,000
Age	-5,327	0,002	0,998
ROA	0,746	0,747	0,465
Ln (DER)	-26,364	-2,797	0,012
Ln (PBV)	20,998	2,619	0,017

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004.

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa tidak semua variabel independen yang diteliti berpengaruh signifikan variabel dependen. Persamaan regresi yang diperoleh, dapat ditulis sebagai berikut :

$$UP = 1294,815 - 353,504 \text{ UNDER} - 5,327 \text{ AUD} - 36,486 \text{ Ln(OFFER)} \\ + 0,0023 \text{ AGE} + 0,746 \text{ ROA} - 26,364 \text{ Ln(DER)} + 20,998 \text{ Ln(PBV)} \dots\dots (9)$$

Hipotesis 9 diterima sehingga variabel UNDER (reputasi *underwriter*) berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* saham sektor manufaktur. Hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi 0,000 yang lebih kecil dari nilai derajat kepercayaan 5%. Tanda koefisien regresinya adalah negatif, yang berarti semakin tinggi reputasi *underwriter*, semakin kecil *underpricing* yang terjadi. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Johnson et al (1988), Beatty (1989), Carter et al (1990), Kim et al (1993), How (1995) dan H.I. Diananingsih (2004). Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa bagi sektor manufaktur, semakin banyak perusahaan go publik yang memakai jasa *underwriter* tertentu, reputasi *underwriter* tersebut semakin baik. Karena keberhasilan *underwriter* dalam proses penjaminan emisi suatu perusahaan, dapat menjadi salah satu media promosi secara tidak langsung akan kehebatan *underwriter* tersebut dalam menjual saham yang dijaminnya. Di mana *underwriter* yang bereputasi baik, akan memperkecil ketidakpastian harga saham di pasar sekunder sehingga akan memperkecil *underpricing*.

Hipotesis 10 tidak dapat diterima sehingga variabel AUD (reputasi auditor) tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* saham

sektor manufaktur. Hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi 0,747 yang lebih besar dari nilai derajat kepercayaan 5%. Temuan ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Beatty (1989) dan Michaely et al (1995), yang menyatakan adanya hubungan yang signifikan antara reputasi auditor dengan *initial return*. Hasil penelitian yang tidak signifikan menunjukkan bahwa seperti pada sektor keuangan, investor Indonesia belum mempercayai kualitas laporan keuangan perusahaan-perusahaan sektor manufaktur, walaupun telah diaudit oleh auditor yang telah dikenal publik.

Hipotesis 11 tidak dapat diterima sehingga variabel OFFER (nilai saham yang ditawarkan) terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* saham sektor manufaktur. Hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi 0,000 yang lebih kecil dari nilai derajat kepercayaan 5%. Penggunaan Logaritma natural pada variabel ini dimaksudkan untuk meminimalisasi distorsi estimasi koefisien yang dihasilkan dari regresi persentase return terhadap nilai penawaran (Julie Cagle et al, 1997) selain untuk memenuhi syarat normalitas. Interpretasi variabel ini adalah bahwa setiap kenaikan satu satuan variabel Ln (nilai saham yang ditawarkan) akan menurunkan *underpricing* sebesar 36,486 satuan. Tanda koefisien regresinya adalah negatif, yang berarti semakin besar nilai saham yang ditawarkan, semakin kecil *underpricing* yang terjadi. Temuan ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Carter et al (1990) dan Michaely et al (1995), yang menyatakan adanya hubungan yang signifikan antara nilai saham yang ditawarkan dengan *initial return*. Besarnya nilai saham yang ditawarkan merupakan proksi dari *size* perusahaan (How et al, 1995). Sehingga hal ini menunjukkan bahwa investor

percaya semakin besar skala suatu perusahaan, semakin banyak informasi yang tersedia mengenai perusahaan tersebut. Semakin banyak informasi yang tersedia di masyarakat akan mengurangi ketidakpastian di masa yang akan datang, yang pada akhirnya mengurangi *underpricing*.

Hipotesis 12 tidak dapat diterima sehingga variabel AGE (umur perusahaan) tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* saham sektor manufaktur. Hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi 0,998 yang lebih besar dari nilai derajat kepercayaan 5%. Temuan ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Beatty (1989), Carter et al (1990), How et al (1995), Michaely et al (1995) dan Rina Trisnawati (1998), yang menyatakan adanya hubungan yang signifikan antara umur perusahaan dengan *initial return*. Hal ini menunjukkan bahwa bagi para investor, umur perusahaan sektor manufaktur tidak dapat dijadikan patokan dalam melihat kualitas perusahaan. Karena belum tentu perusahaan yang berumur lebih muda mempunyai kinerja atau prospek yang kurang baik dibanding dengan perusahaan-perusahaan yang telah lebih lama berdiri.

Hipotesis 13 tidak dapat diterima sehingga variabel PROFIT (profitabilitas perusahaan) tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* saham sektor manufaktur. Hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi 0,465 yang lebih besar dari nilai derajat kepercayaan 5%. Temuan ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Kim et al (1993), Rina Trinawati (1998) dan Daljono (2000), yang menyatakan tidak ada hubungan yang signifikan antara profitabilitas perusahaan dengan *initial return*. Investor mempercayai bahwa ada

atau sebagian besar data keuangan yang terdapat diprospektus telah di-*mark up* sehingga profitabilitas yang besar belum tentu menunjukkan kinerja perusahaan yang baik.

Hipotesis 14 diterima sehingga variabel DER (*financial leverage*) terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* saham sektor manufaktur. Hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi 0,012 yang lebih kecil dari nilai derajat kepercayaan 5%. Temuan ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Kim et al (1993) dan Daljono (2000), yang menyatakan adanya hubungan yang signifikan antara *financial leverage* dengan *initial return*. Namun tanda koefisien regresi variabel ini adalah negatif, berarti semakin besar *financial leverage* suatu perusahaan, semakin kecil *underpricing* yang terjadi. Hal ini menunjukkan bahwa investor di Indonesia bersifat menghindari resiko. Karena mereka tidak memercayai bahwa perusahaan yang mempunyai *leverage* yang besar merupakan perusahaan yang mempunyai prospek yang cukup baik sehingga berani mengambil pinjaman yang besar. Hal ini dapat dipahami karena pada saat krisis moneter terjadi, banyak perusahaan yang dapat melunasi pinjamannya. Interpretasi dari variabel ini adalah bahwa setiap kenaikan variabel Ln (*financial leverage*) sebesar satu satuan akan mengurangi *underpricing* sebesar 26,364 satuan.

Hipotesis 15 dapat diterima sehingga variabel PBV terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* saham sektor manufaktur. Hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi 0,017 yang lebih kecil dari nilai derajat kepercayaan 5%. Temuan ini berhasil membuktikan pengaruh variabel PBV terhadap

adalah positif, artinya semakin besar PBV, semakin besar pula *underpricing* yang terjadi. Hal ini menunjukkan bahwa investor meyakini bahwa semakin tinggi PBV suatu perusahaan sektor manufaktur, akan mempunyai kinerja yang baik di masa yang akan datang, sehingga akan memperbesar *underpricing*. Semakin besar PBV suatu perusahaan menunjukkan semakin tinggi pula nilai yang diberikan masyarakat terhadap suatu perusahaan. Interpretasi variabel ini adalah bahwa setiap kenaikan variabel Ln (PBV) sebesar satu satuan akan menaikkan *underpricing* sebesar 20,998 satuan.

#### 4.4.1.2 Analisis Koefisien Regresi Linier Berganda dan Uji Secara Simultan

Uji F statistik dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen dengan kata lain untuk menguji hipotesis 16. Hasil uji F statistik pada penelitian ini, dapat dilihat pada Tabel 4.16.

Tabel 4.16  
Tabel Anova Sektor Manufaktur

Model	Sum of Square	Df	Mean Square	F	Signifikansi
Regresi	246982,000	7	35283,145	31,447	0,000
Residual	20195,767	18	1121,987		
Total	267177,800	25			

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004.

Dari uji F, diperoleh F hitung sebesar 31,447 dengan signifikansi 0,000. Nilai signifikansi yang diperoleh lebih kecil dari derajat kepercayaan 5%. Sehingga H<sub>0</sub> ditolak dan H<sub>a</sub> diterima, maka variabel UNDER, AUD, OFFER, AGE, PROFIT, DER dan PBV secara simultan berpengaruh terhadap UP (*underpricing*) saham perusahaan-perusahaan sektor manufaktur.

AGE, PROFIT, DER dan PBV secara simultan berpengaruh terhadap UP (*underpricing*) saham perusahaan-perusahaan sektor manufaktur.

Sementara itu kemampuan persamaan regresi berganda untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel dependen adalah 92,4%, sedangkan 17,6% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini.

Hipotesis yang diperoleh menunjukkan bahwa investor Indonesia masih mempertimbangkan informasi yang tercantum dalam prospektus untuk mengambil keputusan investasi dalam bidang manufaktur.

#### 4.4.3 Chow Test

Alat ini digunakan untuk menguji *test for equality of coefficients* atau uji kesamaan koefisien antara model regresi untuk sektor keuangan dan manufaktur, yaitu dengan cara melakukan regresi untuk total observasi dan untuk menguji signifikan kesamaan koefisien antar model regresi sektor keuangan dan manufaktur dilakukan dengan *F test*.

Pengujian Chow test membutuhkan data sum of squares residual dari setiap sektor, yaitu data jumlah kuadrat dari nilai eror untuk setiap sektor. Hasil sum of squares residual untuk model regresi sektor keuangan dan manufaktur dengan total observasi dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

Tabel 4.17  
Hasil Sum of Squares Residual

Model	Persamaan Regresi	Sum Of Squares Residual
Regresi Sektor Keuangan	$Up = 161,7 + 37,98 \text{ UNDER} + 27,6 \text{ AUD} - 8,2 \text{ Ln(Offer)} + 2,7 \text{ Ln(AGE)} + 11,19 \text{ Ln(ROA)} + 1,86 \text{ DER} - 5,73 \text{ PBV}$	29298.710
Regresi Manufaktur	$Up = 1294,8 - 353,5 \text{ UNDER} - 5,3 \text{ AUD} - 36,486 \text{ Ln(Offer)} + 0,0023 \text{ AGE} + 0,75 \text{ ROA} - 26,36 \text{ Ln(DER)} + 20,998 \text{ Ln(PBV)}$	20195.767

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004.

Dari ketiga model regresi, yaitu regresi sektor keuangan, sektor manufaktur dan regresi untuk total observasi dapat dihitung beberapa hal sebagai berikut :

$$\text{SSRr} = 207724,800$$

$$\begin{aligned} \text{SSRu} &= \text{SSR keuangan} + \text{SSR manufaktur} \\ &= 29298,710 + 20195,767 \\ &= 49494,477 \end{aligned}$$

$$k = 8$$

$$r = 16$$

$$n = 52$$

Jadi besarnya nilai F hitung adalah sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{F hitung} &= \frac{(207724,800 - 49494,477) / 8}{49494,477 / (52-16)} \\ &= 14,39 \end{aligned}$$

Nilai F hitung dibandingkan dengan nilai F tabel, nilai F tabel dengan tingkat signifikan 5% adalah 2,25. Oleh karena itu F hitung lebih besar daripada F tabel, maka H0 ditolak dan H17 diterima. Sehingga dapat dikatakan konsistensi faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* saham, berbeda secara signifikan antara perusahaan sektor keuangan dan manufaktur. Hal ini dapat dilihat pada model regresi yang diperoleh pada tabel diatas atau pada tabel dibawah. Tabel dibawah ini menunjukkan perbedaan hasil regresi yang diperoleh untuk sektor keuangan dan manufaktur.

Tabel 4.18  
Tabel Hasil Regresi Untuk Ke-2 Sektor

Variabel	Sektor Keuangan			Sektor Manufaktur		
	Koefisien	t	Sig.	Koefisien	t	Sig.
Under	37.982	2.120	2.120	-353.504	-8.554	0.000
Aud	27.632	1.172	0.257	-5.327	0.328	0.747
(Ln <sup>***</sup> )Offer	-8.196	-0.448	0.660	-36.486	-4.805	0.000
(Ln <sup>*</sup> )Age	2.699	0.292	0.773	-5.327	0.002	0.998
(Ln <sup>*</sup> )ROA	11.186	0.980	0.340	0.746	0.747	0.465
(Ln <sup>**</sup> )DER	1.860	0.932	0.364	-26.364	-2.797	0.012
(Ln <sup>**</sup> )PBV	-5.731	-0.127	0.676	20.998	2.619	0.017

Sumber : Data penelitian, diolah, 2004.

Keterangan : \* untuk sektor keuangan  
 \*\* untuk sektor manufaktur  
 \*\*\* untuk kedua sektor

## BAB V

### SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

#### 5.1 Simpulan

Berdasarkan pembahasan yang telah diuraikan sebelumnya maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut :

1. Hasil analisis regresi berganda secara parsial untuk perusahaan sektor keuangan menunjukkan hampir semua variabel independen yang diteliti tidak berpengaruh secara signifikan, pada tingkat kepercayaan 5%, terhadap *underpricing*. Hanya variabel reputasi *underwriter* yang berpengaruh secara signifikan, sedangkan variabel reputasi auditor, nilai saham yang ditawarkan, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan, *financial leverage* dan PBV tidak berpengaruh secara signifikan.

Analisis regresi berganda secara simultan untuk sektor keuangan, yang digunakan pada penelitian ini mempunyai nilai F sebesar 0,763 yang tidak signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. Sehingga dapat disimpulkan variabel-variabel independen tidak berpengaruh secara simultan terhadap *underpricing* saham sektor keuangan. Nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) menunjukkan bahwa kemampuan untuk menjelaskan variasi dalam variabel tersebut sebesar 22,9%.

2. Hasil analisis regresi berganda secara parsial untuk perusahaan sektor manufaktur menunjukkan tidak semua variabel independen yang diteliti berpengaruh secara signifikan, pada tingkat kepercayaan 5%, terhadap

underpricing. Variabel reputasi *underwriter*, nilai saham yang ditawarkan, *financial leverage* dan PBV berpengaruh secara signifikan, sedangkan variabel reputasi auditor, umur perusahaan dan profitabilitas perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan.

Analisis regresi berganda secara simultan untuk sektor manufaktur, yang digunakan pada penelitian ini mempunyai nilai F sebesar 31,447 yang signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. Sehingga dapat disimpulkan variabel-variabel independen berpengaruh secara simultan terhadap *underpricing* saham sektor manufaktur. Nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) menunjukkan bahwa kemampuan untuk menjelaskan variasi dalam variabel tersebut sebesar 92,4%.

3. Uji kesamaan koefisien yang dilakukan dalam penelitian ini memberikan hasil bahwa terdapat perbedaan konsistensi faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* untuk sektor keuangan dan sektor manufaktur.

## 5.2 Implikasi Kebijakan

### a. Implikasi Teoritis

1. Investor yang hendak melakukan investasi di pasar perdana untuk sektor keuangan, perlu memperhatikan reputasi *underwriter* yang digunakan oleh emiten, karena terbukti berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* saham.
2. Reputasi *underwriter*, nilai saham yang ditawarkan, *financial leverage* dan PBV merupakan faktor-faktor yang perlu diperhatikan baik oleh para investor yang hendak melakukan investasi dipasar perdana untuk sektor manufaktur

maupun perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang hendak melakukan IPO.

b. Implikasi kebijakan

1. Rasio-rasio keuangan perbankan merupakan hal yang perlu diperhatikan oleh para pelaku perbankan, terutama untuk bank-bank yang hendak melakukan IPO.
2. data-data yang disajikan dalam prospektus perlu diperhatikan oleh para emiten karena masih ada investor yang menggunakannya sebagai dasar pengambilan keputusan investasi di pasar perdana.

### 5.3 Keterbatasan Penelitian

Dalam penyusunan tesis ini, masih banyak keterbatasan yang dimiliki, antara lain :

1. Referensi yang dimiliki penulis belum begitu lengkap untuk menunjang proses penulisan tesis ini sehingga terdapat banyak kekurangan dalam mendukung teori ataupun justifikasi masalah yang diajukan.
2. Penelitian dilakukan menggunakan periode pengamatan yang relatif masih pendek, yaitu 1997 – 2002, sehingga jumlah sampel yang digunakan masih sangat terbatas (jumlah sampel sampel lebih kecil dari 30 untuk masing-masing sektor).
3. Variabel yang digunakan masih terbatas, sedangkan masih banyak variabel-variabel lain yang juga berpengaruh terhadap underpricing, seperti faktor-faktor makro di luar perusahaan.

#### 5.4 Agenda Penelitian Mendatang

Berdasarkan temuan penelitian ini, maka agenda penelitian mendatang yang dapat diberikan adalah :

1. Periode penelitian sebaiknya diperpanjang, untuk menambah jumlah sampel sehingga dapat diperoleh distribusi data yang lebih baik.
2. Variabel-variabel independen dapat ditambah dengan faktor makro di luar perusahaan, seperti kondisi pasar, inflasi, nilai tukar Rupiah dan lain-lain.
3. Uji beda antar waktu selama atau sebelum krisis dan sesudah krisis moneter dapat dilakukan untuk melihat konsistensi faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing*.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ang, Robert, 1997, **Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)**, Mediasoft Indonesia.
- Alli, Kassim, Jot Yau, dan Kenneth Yung, 1994, "The Underpricing of IPOs of Financial Institutions", **Journal of Business Finance and Accounting**.
- Anoraga, Panji dan Piji Pakarti, 2003, **Pengantar Pasar Modal**, PT Asdi Mahasatya, Jakarta.
- Beatty, Randolph P., 1989, "Auditor Reputation and The Pricing of Initial Public Offerings", **The Accounting Review**, Vol. LXIV, No. 4.
- Cagle, Julie dan Gary E. Porter, 1997, "IPO Underpricing in Regulated Industries", **Journal of Economics and Finance**, Vol 4.
- Carter, Richard dan Steven Manaster, 1990, "Initial Public Offering and Underwriter Reputation", **Journal of Financial**, Vol 45.
- Chishty, Muhammad R. K., Hasan dan S. D. Smith, 1996, "A Note On Underwriter Competition And Initial Public Offerings", **Journal of Business Finance & Accounting**.
- Clarkson, Peter dan A. Simunic, 1994, "The Association Between Audit Quality, Retained Ownership, and Firm Specific Risk in U.S. vs Canadian IPO Market", **Journal of Accounting and Economics**.
- Dajan, A., 1986, **Pengantar Statistik**, Jilid II, LP3E, Jakarta.
- Daljono, 2000, "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Initial Return Saham yang Listing di BEJ Tahun 1990-1997", **Seminar Nasional Akuntansi**.
- Darmastuti, Harina, 2003, "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Underpricing dan Kinerja Saham Setelah IPO (Periode 1997 – Juni 2001)", **Thesis**, Undip.
- Diananingsih, Harum I., 2004, "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing Pada Penawaran Saham Perdana (IPO) : Studi Kasus Pada Perusahaan Go Publik yang Terdaftar di PT Bursa Efek Jakarta Tahun 1997-2001", **Jurnal Ilmiah Analisis Persoalan Ekonomi Terapan**, Vol. 6, pp.43-63.

- Firth, Michael dan Andrew Smith, 1992, "The Accuracy of Profit Forecast in Initial Public Offering Prospectuses", **Accounting and Business Research**.
- Ghozali, Imam, 2001, **Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS**, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Gujarati, Damodar, 1991, **Ekonometrika Dasar Terjemahan**, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Guinness, Paul Mc, 1992, "An Examination of The Underpricing of Initial Public Offerings in Hongkong: 1980-1990", **Journal of Business Finance and Accounting**.
- Holland, K.M. dan J.G. Horton, 1993, "Initial Public Offerings on the Unlisted Securities Market: The Impact of Professional Advisor", **Accounting and Business Research**.
- How, Janice C.Y., H.Y. Izan dan Gary S. Monroe, 1995, "Differential Information and The Underpricing of Initial Public Offerings: Australian Evidence", **Journal of Accounting and Finance**.
- Jogiyanto, 2000, **Teori Portfolio dan Analisis Investasi**, Edisi 2, BPFE, Jogja.
- Kim Jeong Bon, Ithzhak Krinsky dan Jason Lee, 1993, "Motives For Going Public and Underpricing: New Findings From Korea", **Journal of Business Financial and Accounting**.
- Nasirwan, 1999, "Reputasi Penjamin Emisi, Return Awal, Return 15 Hari Sesudah IPO, dan Kinerja Perusahaan Satu Tahun Sesudah IPO di BEJ", **Seminar Nasional Akuntansi**.
- Neri, Massimiliano, 2003, "A Survey On Theories On IPO Underpricing", **Kukai**.
- Nurhidayati, Siti dan Nur Indriantoro, 1998, "Analisis Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underpriced Pada Penawaran Perdana di Bursa Efek Jakarta", **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**.
- Prastiwi, Arum, 2001, "Underpricing: The Puzzling Phenomenon", **Jurnal Ekonomi dan Manajemen**.
- Siamat, Dahlan, 1995, **Manajemen Lembaga Keuangan**, Intermedia, Jakarta.
- Tandelilin, Eduardus, 2001, **Analisis Investasi dan Manajemen Portfolio**, Edisi 1, BPFE, Jogja.

Trisnawati, Rina, 1998, "Pengaruh Informasi Prospektus pada Return Saham di Pasar Perdana", **Simposium Nasional Akuntansi**.

Wahyudi, Sugeng, 2003, **Analisis Pasar Modal : Proporsi Kepemilikan dan Return**, Suara Merdeka,

Wahyudi, Sugeng, 2003, **Analisis Pasar Modal : Initial Return Saham Pasca IPO**, Suara Merdeka,

Wahyudi, Sugeng, 2003, **Analisis Pasar Modal : Penjamin Emisi dan Keuntungan Perdana**, Suara Merdeka,

Wahyudi, Sugeng, 2004, **Analisis Pasar Modal : Sinyal Rasio Harga Nilai Buku dan Return Saham**, Suara Merdeka,

[www.e-bursa.com](http://www.e-bursa.com)

[www.e-samuel.com](http://www.e-samuel.com)