

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI UNDERPRICING
DALAM INITIAL PUBLIC OFFERINGS DI BURSA Efek JAKARTA
SELAMA PERIODE KРИSIS**

TESIS

tentang pengaruh sejumlah parameter
pada memperoleh dana di Surabaya 2002

: Program Studi Ilmu Akuntansi
Universitas Gadjah Mada



Ditujukan oleh :
Sofie Prima Dewi
N. Mhs. : 15143 / IV-0 / 1513 / 00

Kepada
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS GADJAH MADA
YOGYAKARTA
2002

Tesis

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *UNDERPRICING* DALAM INITIAL
PUBLIC OFFERINGS DI BURSA EFEK JAKARTA SELAMA PERIODE KRISIS

dipersiapkan dan disusun oleh

SOFIA PRIMA DEWI
15143/IV-3/1313/00

telah dipertahankan di depan Dewan Pengaji

pada tanggal 26 JANUARI 2002

Susunan Dewan Pengaji

Pembimbing Utama

Anggota Dewan Pengaji Lain


Dr. Gudono, MBA

Pembimbing Pendamping I


Dr. Jogiyanto HM, MBA

Pembimbing Pendamping II


Dr. Indra Wijaya Kusuma, MBA

Tesis ini telah diterima sebagai salah satu persyaratan
untuk memperoleh gelar Magister

Tanggal

08 APR 2002


Dr. Jogiyanto HM., MBA

Pengelola Program Studi : Akuntansi



PERNYATAAN KEASLIAN KARYA TULIS TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya menyatakan bahwa tesis dengan judul :

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI UNDERPRICING DALAM INITIAL PUBLIC OFFERINGS DI BURSA EFEK JAKARTA SELAMA PERIODE KRISIS

dan dimajukan untuk diuji pada tanggal 26 Januari 2002, adalah hasil karya saya.

Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam tesis ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin, atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan pada penulis aslinya.

Apabila saya melakukan hal tersebut di atas, baik sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik tesis yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya ternyata melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijazah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Yogyakarta, tanggal 26 Januari 2002

Yang memberi pernyataan

Sofia Prima Dewi

Saksi 1, sebagai pembimbing tesis merangkap anggota tim penguji tesis:

Dr. Gudono, MBA

Saksi 2, sebagai anggota tim penguji tesis: Saksi 3, sebagai anggota tim penguji tesis:

Dr. Jogiyanto HM., MBA

Dr. Indra Wijaya Kusuma, MBA

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis panjatkan ke hadirat Tuhan Yang Maha Esa atas rahmat dan karunia yang dilimpahkan, sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian persyaratan guna mencapai derajat sarjana S2 Program Magister Sains Program Studi Ilmu Akuntansi pada Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.

Pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Dr. Gudono, MBA, Ak. selaku dosen pembimbing yang telah bersedia meluangkan waktu dan tenaganya untuk berdiskusi, memberikan nasihat, dan bimbingan sehingga tesis ini dapat terselesaikan tepat waktu.
2. Bapak Dr. Jogiyanto H. M., MBA, Ak. sebagai Ketua Program Studi Magister Sains Program Studi Akuntansi.
3. Rektor Universitas Tarumanagara yang telah memberikan kepercayaan dan kesempatan kepada penulis untuk melanjutkan studi.
4. Semua Dosen Program Studi Magister Sains yang sudah memberikan ilmu pengetahuannya.
5. Staf Bursa Efek Jakarta yang telah membantu mengumpulkan data yang diperlukan bagi penulis.

6. Kedua orang tua dan adik tercinta atas segala doa dan dukungannya bagi penulis.
7. Seluruh rekan-rekan seangkatan yang tidak dapat disebutkan satu-persatu yang turut memberikan dukungan kepada penulis sehingga penyusunan tesis ini dapat terselesaikan.

Akhirnya dengan segala kerendahan hati, keterbatasan kemampuan, pengetahuan, dan pengalaman, penulis menyadari sepenuhnya bahwa tesis ini masih banyak kekurangan. Oleh karena itu, penulis dengan senang hati menerima kritik dan saran atas perbaikan tesis ini, sehingga tesis ini dapat lebih bermanfaat bagi berbagai pihak.

Jakarta, 10 Januari 2002

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
DAFTAR ISI.....	vi
DAFTAR TABEL.....	viii
<i>ABSTRACT</i>	ix
INTISARI.....	x
BAB I PENDAHULUAN	
1. Latar Belakang Masalah.....	1
2. Perumusan Masalah.....	5
3. Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	5
4. Sistematika Pembahasan.....	6
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	
1. Penawaran Perdana ke Publik.....	7
2. <i>Underpricing</i>	10

3.	Tinjauan terhadap Penelitian Terdahulu.....	12
4.	Pengembangan Hipotesis.....	14
BAB III METODE PENELITIAN		
1.	Sampel dan Data.....	19
2.	Identifikasi dan Pengukuran Variabel.....	20
3.	Model Penelitian.....	22
4.	Pengujian Hipotesis.....	24
BAB IV ANALISIS HASIL PENELITIAN		
1.	Statistik Deskriptif.....	26
2.	Pengujian Hipotesis.....	27
3.	Pengujian Asumsi Klasik.....	31
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN		
1.	Kesimpulan.....	34
2.	Keterbatasan dan Saran.....	35
DAFTAR PUSTAKA.....		37

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1. Sampel Penelitian.....	20
Tabel 2. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian.....	26
Tabel 3. Hasil Pengujian Regresi Berganda.....	27
Tabel 4. Hasil Pengujian Heteroskedastisitas.....	32
Tabel 5. Hasil Pengujian Multikolinieritas.....	32

ABSTRACT

Initial Public Offerings (IPO) is relevant problems to observe for some observers because most of the stock prices on the initial offerings are underpriced. Underpricing phenomena gives a positive return to the investors in primary market. Initial returns were measured by the difference between the firm's stock prices on the first day in the secondary market and its IPO.

This research used sample of 49 firms listed in Jakarta Stock Exchange from the period 1997 to 2000. Sample was selected by using purposive sampling with criteria as underpriced stocks. The analysis of data used multiple regression to examine the effect of the underwriter reputation, company's age, company's size, and investment on underpricing.

The empiric result states that only company's age variable is significant effect on underpricing, while the other variables states insignificant effect on underpricing. This shows that investors only use company's age to value stock price in the primary market. Data used in this research didn't provide sufficient evidence relating to the association between underpricing and some other factors indicated in this research (underwriter reputation, company's size, and investment). Therefore, future studies need to use more additional samples, and examined the other information in the prospectus that not included in research model.

Keywords: Initial Public Offerings, underpricing, prospectus, underwriter reputation.

INTISARI

Initial Public Offerings (IPO) merupakan salah satu masalah yang relevan untuk dikaji bagi beberapa peneliti karena sebagian besar harga saham saat penawaran umum cenderung *underpriced*. Fenomena *underpricing* ini memberikan *return* positif (*initial returns*) bagi investor di pasar perdana. *Initial returns* diukur dengan selisih antara harga saham perusahaan hari pertama di pasar sekunder dengan harga penawaran saat IPO.

Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 49 perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta antara tahun 1997 sampai 2000. Pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria saham yang *underpriced*. Analisis data menggunakan regresi berganda untuk menguji pengaruh reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, ukuran perusahaan, dan tujuan emisi untuk investasi terhadap *underpricing*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hanya variabel umur perusahaan yang berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*, sedangkan variabel lain tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Hal ini menunjukkan bahwa investor hanya menggunakan informasi umur perusahaan untuk menilai harga saham di pasar perdana. Data yang digunakan dalam penelitian ini tidak memberikan bukti yang cukup adanya hubungan antara *underpricing* dengan beberapa faktor yang digunakan dalam penelitian ini (reputasi penjamin emisi, ukuran perusahaan, dan tujuan emisi untuk investasi). Oleh karena itu, penelitian selanjutnya perlu melakukan penambahan sampel dan menguji informasi lain yang ada dalam prospektus yang belum digunakan dalam model penelitian.

Kata kunci: *Initial Public Offerings*, *underpricing*, prospektus, reputasi penjamin emisi.

BAB I PENDAHULUAN

1. Latar belakang masalah.

Dalam proses *go public*, sebelum saham diperdagangkan di bursa efek, terlebih dahulu saham perusahaan yang akan *go public* dijual di pasar perdana (*Initial Public Offerings/ IPO*). Penawaran saham di pasar perdana merupakan salah satu masalah yang relevan untuk dikaji, karena pada umumnya IPO memberikan *abnormal returns* yang positif bagi para pemodal segera setelah saham-saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder (Husnan, 1996). Keadaan ini menunjukkan bahwa harga saham pada saat IPO relatif terlampau murah, sehingga para investor akan memperoleh keuntungan yang relatif besar.

Fenomena dalam jangka pendek yang terjadi pada saat ini di hampir seluruh pasar modal di dunia adalah terjadinya *underpricing* (Kunz & Aggarwal, 1994). Harga saham dikatakan mengalami *underpricing* jika harga saham saat IPO lebih rendah dibanding harga yang terjadi di pasar sekunder di hari pertama. Para pemilik perusahaan menginginkan agar dapat meminimalisasi *underpricing*, karena terjadinya *underpricing* akan menyebabkan transfer kemakmuran (*wealth*) dari pemilik kepada para investor (Beatty, 1989). Untuk menciptakan harga saham yang ideal, terlebih dahulu

perlu diketahui faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi terjadinya *underpricing*.

Bukti dari berbagai penelitian menunjukkan dalam jangka pendek kinerja IPO di beberapa negara mengalami *underpricing* yang kuat dan negatif *return* dalam jangka panjang (Kunz & Aggarwal, 1994). Memang banyak penelitian yang telah dilakukan mengenai fenomena *underpricing*. Sebab terjadinya *underpricing* juga telah dicoba dijelaskan oleh beberapa peneliti, namun penelitian empiris membuktikan penyebabnya berbeda-beda.

Beatty (1989) menunjukkan bahwa reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, tipe kontrak penjamin emisi, dan umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap *initial returns*, sedangkan persentase penawaran saham dan indikator perusahaan minyak dan gas berpengaruh positif terhadap *initial returns*. Carter & Manaster (1990) menyatakan bahwa reputasi penjamin emisi, jumlah nilai penawaran saham, dan umur perusahaan berpengaruh negatif dengan *initial returns*. Kim *et al.* (1993) mengemukakan bahwa *financial leverage* berpengaruh positif terhadap *underpricing*, sedangkan investasi dan *rate of return assets* berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.

Chishty *et al.* (1996) menunjukkan bahwa reputasi penjamin emisi dan kompetisi antar penjamin emisi berpengaruh negatif dengan *return 15* sesudah IPO, sedangkan umur perusahaan berpengaruh positif dengan *return 15* sesudah IPO. Lain halnya dengan Carter *et al.* (1998) yang menyatakan bahwa

umur perusahaan dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *initial returns*.

Daljono (1998) mengemukakan bahwa reputasi auditor, umur perusahaan, persentase kepemilikan saham yang ditawarkan, profitabilitas, dan *solvability ratio* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan dengan *initial returns*, sedangkan reputasi penjamin emisi dan *financial leverage* memiliki pengaruh yang positif dengan *initial returns*.

Nurhidayanti dan Indriantoro (1998) menunjukkan bahwa reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, persentase saham yang ditahan, umur perusahaan, dan ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap *underpricing*.

Trisnawati (1998) mengemukakan bahwa reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, persentase saham yang ditawarkan kepada publik, *rate of return assets* (ROA), dan *financial leverage* tidak berasosiasi secara signifikan dengan *initial returns*. Hanya umur perusahaan yang berasosiasi secara statistis signifikan dengan *initial returns*, namun koefisien parameternya menunjukkan arah positif.

Adapun motivasi dari penelitian ini adalah:

1. Untuk mengevaluasi konsistensi penelitian terdahulu, karena hasil penelitian diatas menunjukkan ketidakkonsistenan. Beatty (1989), Carter & Manaster (1990), dan Carter *et al.* (1998) menemukan adanya pengaruh negatif antara umur perusahaan dengan *initial returns*. Chishty *et al.*

- (1996) dan Trisnawati (1998) mengemukakan bahwa umur perusahaan berpengaruh positif pada *initial returns*, sedangkan Daljono (1998) dan Nurhidayanti & Indriantoro (1998) tidak berhasil menemukan pengaruh antara umur perusahaan dengan *initial returns*.
2. Untuk melanjutkan dan memodifikasi penelitian-penelitian sebelumnya dengan lebih memfokuskan pada pengujian informasi nonakuntansi terhadap *underpricing*, mengingat dalam penelitian Beatty (1989) dan Carter & Manaster (1990) hampir semua variabel independen yang digunakan berpengaruh secara signifikan dengan variabel dependennya. Ini berarti para investor di pasar modal menggunakan informasi prospektus terutama informasi nonakuntansi dalam pembuatan keputusan investasi. Hasil penelitian Nurhidayanti & Indriantoro (1998) dan Trisnawati (1998) menunjukkan hal yang berbeda dimana hampir semua variabel independen yang digunakan tidak menunjukkan hubungan yang signifikan, kecuali variabel umur perusahaan pada penelitian Trisnawati (1998). Ini berarti para investor di Bursa Efek Jakarta tidak menggunakan informasi prospektus terutama informasi nonakuntansi. Bertitik tolak dari perbedaan di atas, penulis ingin mengetahui apakah para investor di Bursa Efek Jakarta menggunakan informasi nonakuntansi atau tidak dalam mengambil suatu keputusan investasi.

2. Perumusan masalah.

Dari pembahasan di atas, dapat disampaikan permasalahan sebagai berikut: Apakah faktor-faktor reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, ukuran perusahaan, dan tujuan emisi untuk investasi akan mempengaruhi *underpricing* di Bursa Efek Jakarta?

3. Tujuan dan manfaat penelitian.

Sesuai dengan perumusan masalah di atas, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi *underpricing* dalam IPO di Bursa Efek Jakarta.

Sedangkan manfaat yang diharapkan dari penelitian adalah sebagai berikut:

a. Bagi investor/calon investor.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai informasi mengenai hal-hal yang berpengaruh secara signifikan terhadap *initial returns* yang diterima saat IPO, sehingga dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi di saham perdana.

b. Bagi emiten/calon emiten.

Dari hasil penelitian ini diharapkan emiten/calon emiten mendapat pengetahuan yang bermanfaat dalam menentukan harga yang tepat dalam penawaran saham perdana, sehingga perusahaan akan memperoleh sejumlah modal dengan biaya yang relatif murah. Dengan demikian investasi (ekspansi) yang akan dilakukan

dengan menggunakan dana dari masyarakat melalui penawaran umum tersebut akan lebih menguntungkan.

c. Bagi praktisi dan akademisi.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan pustaka bagi yang berminat mendalami pengetahuan dalam bidang pasar modal dan juga diharapkan hasil penelitian ini dapat dijadikan acuan untuk lebih menyempurnakan penelitian-penelitian selanjutnya.

4. Sistematika pembahasan.

Pembahasan dalam penelitian ini disampaikan dalam lima bab.

Bab pertama terdiri dari latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, serta sistematika pembahasan.

Bab kedua berisi mengenai landasan teoritis dan penelitian-penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan topik, serta pengembangan hipotesis.

Bab ketiga berisi mengenai sampel dan data yang digunakan, identifikasi dan pengukuran variabel, model penelitian, dan pengujian hipotesis.

Bab keempat membahas analisis hasil penelitian.

Bab kelima berisi kesimpulan dari analisis yang telah dilakukan, keterbatasan penelitian, disertai dengan saran-saran untuk penelitian selanjutnya.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

1. Penawaran perdana ke publik.

Seiring dengan diaktifkannya kembali Bursa Efek Jakarta pada tahun 1977, kesadaran masyarakat untuk melakukan investasi di pasar modal juga semakin meningkat. Usaha perusahaan untuk mengembangkan bisnisnya dan melakukan kegiatan dalam rangka memperoleh dana untuk ekspansi bisnis juga semakin meningkat sejalan dengan perkembangan ekonomi. Untuk membiayai investasi bagi ekspansi, perusahaan membutuhkan dana dalam jumlah besar dari sumber luar perusahaan, disamping dari sumber dalam perusahaan itu sendiri.

Perusahaan dapat menarik dana yang relatif besar dari masyarakat secara tunai dengan melakukan *go public*. Ada beberapa motivasi bagi perusahaan untuk *go public*. Menurut Sjahrir (1995) motivasi perusahaan untuk *go public* antara lain adalah:

- a. Kebutuhan akan dana untuk melunasi hutang baik jangka panjang maupun jangka pendek, sehingga mengurangi beban bunga.
- b. Meningkatkan modal kerja.
- c. Membaiyai perluasan perusahaan (pembangunan pabrik baru, peningkatan kapasitas produksi).

- d. Memperluas jaringan pemasaran dan distribusi.
- e. Meningkatkan teknologi produksi.
- f. Membayar sarana penunjang (pabrik, perawatan kantor, dan lain-lain).

Motivasi mengapa perusahaan *go public* menurut Pagano *et al.* (1998) adalah untuk pendanaan pertumbuhan perusahaan. Akan tetapi di Italia perusahaan melakukan IPO bukan untuk mendanai investasi dan pertumbuhan di masa yang akan datang, tetapi untuk menyeimbangkan modalnya setelah melakukan investasi dalam jumlah yang besar. Terlepas dari apapun motivasi perusahaan untuk *go public*, tentunya perusahaan menginginkan dana yang terkumpul dari IPO bisa maksimum.

Menurut Hartono (2000), ada beberapa keuntungan yang bisa diperoleh bila perusahaan *go public*, diantaranya adalah sebagai berikut:

- a. Kemudahan meningkatkan modal di masa mendatang. Bagi perusahaan yang tertutup, calon investor biasanya enggan untuk menanamkan modalnya disebabkan kurangnya keterbukaan informasi keuangan antara pemilik dan investor. Bagi perusahaan yang sudah *go public*, tentunya informasi keuangan harus dilaporkan ke publik secara reguler yang kelayakannya sudah diperiksa oleh akuntan publik.
- b. Meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham, karena bagi perusahaan yang masih tertutup yang belum mempunyai pasar untuk sahamnya,

pemegang saham akan lebih sulit untuk menjual sahamnya dibandingkan bila perusahaan sudah *go public*.

- c. Nilai pasar perusahaan diketahui, karena bila perusahaan ingin memberikan insentif dalam bentuk opsi saham kepada manajer-manajernya, maka nilai sebenarnya dari opsi tersebut perlu diketahui. Apabila perusahaan masih tertutup, maka nilai dari opsi sulit ditentukan.

Menurut Hartono (2000) selain keuntungan-keuntungan di atas, terdapat beberapa kerugian yang akan dihadapi oleh perusahaan yang melakukan *go public*, diantaranya adalah sebagai berikut:

- a. Biaya laporan yang meningkat, karena untuk perusahaan yang sudah *go public*, setiap kuartal dan tahunnya harus menyerahkan laporan-laporan kepada regulator. Untuk perusahaan yang ukurannya kecil tentunya laporan-laporan ini sangat mahal.
- b. Pengungkapan (*disclosure*). Umumnya beberapa pihak di dalam perusahaan keberatan dengan ide pengungkapan. Manajer enggan mengungkapkan semua informasi yang dimiliki karena dapat digunakan oleh pesaing. Pemilik juga enggan mengungkapkan informasi tentang saham yang dimilikinya karena publik akan mengetahui besarnya kekayaan yang dimiliki.
- c. Ketakutan untuk diambil-alih. Manajer perusahaan yang hanya mempunyai hak veto kecil akan khawatir apabila perusahaan *go public*

karena manajer perusahaan publik dengan hak veto yang rendah umumnya diganti dengan manajer yang baru jika perusahaan diambil alih.

2. *Underpricing*.

Underpricing adalah keadaan dimana harga saham pada saat penawaran perdana lebih rendah dibandingkan pada saat diperdagangkan di pasar sekunder. Beberapa literatur menjelaskan bahwa *underpricing* terjadi karena adanya informasi asimetris. Pihak yang menentukan harga saham saat IPO adalah emiten dan penjamin emisi. Pada model Baron (1982) informasi asimetris dapat terjadi antara perusahaan emiten dengan penjamin emisi. Model ini mengasumsikan bahwa penjamin emisi memiliki informasi yang lebih mengenai permintaan saham-saham perusahaan emiten dibanding perusahaan emiten itu sendiri. Oleh karenanya penjamin emisi akan memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk membuat kesepakatan harga IPO yang optimal baginya, yaitu dengan memperkecil resiko dalam bentuk keharusan membeli saham yang tidak laku terjual. Emitter akan menerima harga yang murah bagi penawaran sahamnya karena kurang memiliki informasi.

Model ini mengimplikasikan bahwa semakin besar ketidakpastian emiten tentang kewajaran harga sahamnya, maka lebih besar permintaan terhadap jasa penjamin emisi dalam menetapkan harga. Kompensasi atas informasi yang diberikan penjamin emisi adalah dengan mengijinkan penjamin emisi menawarkan harga perdana sahamnya di bawah harga ekuilibrium.

Dengan demikian, semakin besar ketidakpastian akan semakin besar resiko yang dihadapi penjamin emisi, maka akan menyebabkan tingkat *underpricing* semakin tinggi.

Pada model Rock (1986) diasumsikan informasi asimetris terjadi pada kelompok investor yang memiliki informasi dan kelompok investor yang tidak memiliki informasi tentang prospek perusahaan emiten. Kelompok investor yang memiliki informasi lebih baik akan membeli saham-saham IPO bila nantinya akan memberikan *return*, sedangkan kelompok investor yang kurang memiliki informasi tentang prospek perusahaan emiten akan membeli saham secara sembarangan, baik itu saham yang *underpriced* maupun saham yang *overpriced*. Akibatnya kelompok yang tidak memiliki informasi akan memperoleh proporsi lebih besar pada saham yang *overpriced*. Kelompok yang tidak memiliki informasi ini akan meninggalkan pasar perdana karena lebih banyak mendapatkan kerugian. Agar semua kelompok berpartisipasi dalam pasar perdana dan memungkinkan memperoleh *return* yang wajar serta dapat menutup kerugian akibat pembelian saham yang *overpriced* tadi, maka saham IPO harus cukup *underpriced*.

Grinblatt & Hwang (1989) mengemukakan bahwa *underpricing* adalah suatu fenomena ekuilibrium 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.

3. Tinjauan terhadap penelitian terdahulu.

Bukti dari berbagai penelitian menunjukkan dalam jangka pendek kinerja IPO di beberapa negara mengalami *underpricing* yang kuat dan negatif *return* dalam jangka panjang (Kunz & Aggarwal, 1994). Memang banyak penelitian yang telah dilakukan mengenai fenomena *underpricing*. Sebab terjadinya *underpricing* juga telah dicoba dijelaskan oleh beberapa peneliti, namun penelitian empiris membuktikan penyebabnya berbeda-beda.

Carter & Manaster (1990) dengan menggunakan sampel sebanyak 501 perusahaan yang melakukan IPO selama periode 1 Januari 1979 sampai 17 Agustus 1983 mengemukakan bahwa reputasi penjamin emisi, jumlah nilai penawaran saham, dan umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap *initial returns*. Hasil ini konsisten dengan penelitian Beatty (1989) pada tahun 1975-1984 dengan sampel sebanyak 2215 perusahaan yang mencatatkan sahamnya di pasar perdana. Beatty (1989) menyatakan bahwa reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, tipe kontrak penjamin emisi, dan umur perusahaan berpengaruh negatif dengan *initial returns*, sedangkan persentase penawaran saham dan indikator perusahaan minyak dan gas berpengaruh positif dengan *initial returns*.

Kim *et al.* (1993) menunjukkan bahwa *financial leverage* berpengaruh positif terhadap *underpricing*, sedangkan investasi dan *rate of return assets*

berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Sampel yang digunakan adalah 177 perusahaan yang melakukan IPO selama tahun 1988-1990.

Chishty *et al.* (1996) memasukkan variabel kompetisi penjamin emisi dan standar deviasi *return* selama 15 hari. Hasil penelitian terhadap 599 perusahaan yang mencatatkan sahamnya di pasar perdana selama kurun waktu 1979-1984 menyatakan bahwa reputasi penjamin emisi dan kompetisi antar penjamin emisi berpengaruh negatif dengan *return* 15 sesudah IPO, sedangkan umur perusahaan berpengaruh positif dengan *return* 15 sesudah IPO.

Penelitian Carter *et al.* (1998) pada tahun 1979-1991 dengan sampel sebanyak 2292 perusahaan yang melakukan IPO menunjukkan bahwa jika diuji secara sendiri-sendiri, ukuran penjamin emisi Megginson-Weiss (MW), Johnson-Miller (JM), Carter-Manaster (CM) berasosiasi secara statistis signifikan dan negatif dengan *initial returns*. Ukuran CM tetap secara statistis signifikan jika semua variabel independen dimasukkan ke dalam model, sedangkan umur perusahaan dan ukuran perusahaan berasosiasi secara statistis signifikan dan negatif dengan *initial returns*.

Daljono (1998) dengan menggunakan sampel sebanyak 151 perusahaan yang mencatatkan sahamnya di pasar perdana pada tahun 1990-1997 mengemukakan bahwa reputasi auditor, umur perusahaan, persentase kepemilikan saham yang ditawarkan, profitabilitas, dan *solvability ratio* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan dengan *initial returns*, sedangkan

reputasi penjamin emisi dan *financial leverage* memiliki pengaruh yang signifikan dan positif dengan *initial returns*.

Pada tahun 1995-1996 dengan sampel sebanyak 34 perusahaan yang melakukan IPO, Nurhidayanti dan Indriantoro (1998) menyatakan bahwa reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, persentase saham yang ditahan, umur perusahaan, dan ukuran perusahaan tidak berasosiasi secara statistis signifikan terhadap *underpricing*.

Penelitian Trisnawati (1998) terhadap 47 perusahaan yang mencatatkan sahamnya di pasar perdana selama tahun 1994-1995 menunjukkan bahwa reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, persentase saham yang ditawarkan kepada publik, *rate of return assets* (ROA), dan *financial leverage* tidak berasosiasi statistis signifikan dengan *initial returns*. Hanya umur perusahaan yang berasosiasi secara statistis signifikan dengan *initial returns*, namun koefisien parameternya menunjukkan arah positif.

4. Pengembangan hipotesis.

4. 1. Reputasi penjamin emisi.

Menurut Beatty (1989) dan Carter & Manaster (1990), penawaran umum perdana yang dijamin oleh penjamin emisi yang berkualitas tinggi cenderung memiliki tingkat *underpricing* yang rendah. Dalam proses IPO, penjamin emisi bertanggungjawab atas terjualnya saham dan apabila ada saham yang masih tersisa, maka penjamin emisi berkewajiban untuk

membelinya. Ini berarti jumlah nilai yang dijamin menunjukkan kemampuan penjamin emisi untuk menanggung kerugian jika ternyata saham yang dijamin tidak laku terjual. Oleh karena besarnya nilai yang dijamin menunjukkan reputasi penjamin emisi, maka penjamin emisi yang reputasinya rendah, tentu hanya dapat menjamin dalam jumlah yang kecil. Lain halnya dengan penjamin emisi yang memiliki reputasi tinggi, tentu ia akan berani melakukan penjaminan dalam jumlah yang besar. Akibatnya, bagi penjamin emisi yang belum mempunyai reputasi tentunya akan sangat hati-hati untuk menghindari resiko tersebut dengan cara menekan harga serendah mungkin. Berbeda dengan penjamin emisi yang memiliki reputasi tinggi, mereka akan berani memberikan harga yang tinggi pula sebagai konsekuensi dari kualitas penjaminannya.

Daljono (1998) menyatakan bahwa reputasi penjamin emisi berpengaruh positif terhadap *initial returns*, sedangkan Nurhidayanti & Indriantoro (1998) dan Trisnawati (1998) tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan antara reputasi penjamin dengan *initial returns*.

4. 2. Umur perusahaan.

Beatty (1989), Carter & Manaster (1990), dan Carter *et al.* (1998) menemukan adanya pengaruh yang negatif antara umur perusahaan dengan *initial returns*. Umur perusahaan menunjukkan seberapa lama perusahaan mampu bertahan. Perusahaan yang baru berdiri belum begitu dikenal oleh calon investor, sehingga informasi mengenai keberadaan perusahaan belum

terekspos. Lain halnya dengan perusahaan yang telah beroperasi lama, kemungkinan besar akan menyediakan publikasi informasi perusahaannya lebih luas dan banyak. Dengan adanya publikasi yang tersebar luas tentunya akan memudahkan investor untuk mendapatkan informasi mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Apabila informasi yang ada di tangan calon investor banyak, maka tingkat ketidakpastian yang akan dihadapi oleh calon investor mengenai masa depan perusahaan emiten dapat diperkecil. Adanya biaya tambahan untuk memperoleh informasi mengenai keberadaan perusahaan sebagai kompensasi, tentunya memungkinkan calon investor menginginkan tingkat *underpriced* yang tinggi. Jadi perusahaan yang baru berdiri dengan sedikit pengalaman, tingkat *underpriced*-nya lebih tinggi, dan begitu pula sebaliknya.

Chishty *et al.* (1996) dan Trisnawati (1998) menyatakan bahwa antara umur perusahaan dengan *initial returns* terdapat pengaruh yang positif. Daljono (1998) dan Nurhidayanti & Indriantoro (1998) mengemukakan bahwa umur perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan dengan *initial returns*.

4. 3. Ukuran perusahaan.

Menurut Carter *et al.* (1998), ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *initial returns*. Perusahaan yang besar pada umumnya lebih dikenal oleh masyarakat daripada perusahaan yang kecil, sehingga informasi mengenai perusahaan besar lebih banyak dibandingkan perusahaan yang berskala kecil.

Dengan adanya publikasi yang tersebar luas tentunya akan memudahkan investor untuk mendapatkan informasi mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang dengan biaya yang tidak terlalu banyak.

Tingkat ketidakpastian yang akan dihadapi oleh calon investor mengenai masa depan perusahaan emiten dapat diperkecil apabila informasi yang diperolehnya banyak. Dengan demikian perusahaan yang berskala besar mempunyai tingkat *underpriced* yang lebih kecil dibanding perusahaan berskala kecil, karena informasi perusahaan yang berskala kecil belum banyak tersebar keluar perusahaan. Nurhidayanti & Indriantoro (1998) tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh antara ukuran perusahaan dengan *initial returns*.

4. 4. Tujuan emisi untuk investasi.

Menurut Husnan (1996) pada umumnya perusahaan yang melakukan IPO bermaksud untuk meningkatkan kapasitas produksinya. Komitmen terhadap investasi (ekspansi) ini akan mencerminkan optimisme pihak *insider*, yang dapat diartikan bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik. Membaiknya prospek perusahaan karena adanya investasi ini akan meningkatkan harga saham, sehingga dapat mengurangi *abnormal returns* positif yang nantinya diterima oleh pemodal. Dengan kata lain, tujuan emisi mempengaruhi penentuan harga perdana. Kim *et al.* (1993) menemukan bahwa investasi berpengaruh negatif terhadap *initial returns*.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini yaitu:

H1: Reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, ukuran perusahaan, dan tujuan emisi untuk investasi secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*.

H1-a: Reputasi penjamin emisi berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*.

H1-b: Umur perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*.

H1-c: Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*.

H1-d: Tujuan emisi untuk investasi berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*.

BAB III METODE PENELITIAN

1. Sampel dan data.

Obyek penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan melakukan IPO dalam kurun waktu tahun 1997-2000. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber diantaranya jurnal pasar modal, prospektus penawaran perdana yang dikeluarkan emiten, *JSX Statistics*, dan sumber data lainnya.

Data yang diperlukan untuk menentukan *underpricing* adalah harga saham perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 1997-2000 saat penawaran umum (*offering price*) maupun harga saham penutupan hari pertama *listing* (*closing price*). Data mengenai harga saham di pasar sekunder pada penutupan hari pertama (*closing price*) diperoleh dari Database Pasar Modal di PPA UGM, sedang untuk mengetahui harga saat penawaran umum (*offering price*), reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, ukuran perusahaan, dan tujuan emisi untuk investasi diperlukan prospektus dari seluruh perusahaan yang *go public* dari tahun 1997 sampai tahun 2000 di Bursa Efek Jakarta.

Teknik pengambilan sampel adalah *purposive sampling*, dimana kriteria yang digunakan untuk penentuan sampelnya adalah:

1. Tersedia data harga perdana dan data harga penutupan hari pertama.

2. Harga penawaran saham perusahaan pada saat IPO tidak sama dengan harga pada saat penutupan di pasar sekunder hari pertama.
3. Harga penawaran saham perusahaan pada saat IPO lebih rendah dibandingkan dengan harganya pada saat penutupan di pasar sekunder hari pertama.

Dari sumber yang ada, diperoleh data perusahaan yang melakukan penawaran perdana pada tahun 1997 sampai dengan tahun 2000 sebanyak 66 perusahaan. Berdasarkan kriteria yang sudah ditentukan, sampel yang diperoleh sebanyak 49 perusahaan dengan perincian sebagai berikut:

Tabel 1. Sampel Penelitian.

Tahun	Jumlah perusahaan yang IPO	Jumlah sampel yang diperoleh
1997	30	26
1998	6	4
1999	9	5
2000	21	14
Total	66	49

2. Identifikasi dan pengukuran variabel.

Dalam penelitian ini variabel dependennya adalah *underpricing*, sedangkan variabel independennya adalah reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, ukuran perusahaan, dan tujuan emisi untuk investasi.

- Variabel dependen

Yaitu *underpricing* yang diukur dengan selisih antara harga penutupan saham di pasar sekunder pada hari pertama dengan harga penawaran umum, kemudian dibagi dengan harga penawaran umum. Adapun cara perhitungan *underpricing* yang dinyatakan dalam persentase ini adalah sebagai berikut (Kunz & Aggarwal, 1994):

$$UP = \frac{\text{closing price} - \text{offering price}}{\text{offering price}} \times 100 \%$$

- Variabel independen

- Reputasi penjamin emisi.

Dalam *JSX Statistics* terdapat daftar ranking 40 penjamin emisi yang teraktif dalam perdagangan di bursa setiap tahunnya. Apabila perusahaan yang *listing* di tahun tersebut dijamin oleh salah satunya, maka diberi nilai 1 dan sebaliknya diberi nilai 0.

- Umur perusahaan.

Variabel ini diukur dari berapa lamanya perusahaan beroperasi, yaitu sejak perusahaan didirikan berdasarkan akte notaris sampai dengan perusahaan melakukan IPO dan dinyatakan dalam tahun.

- Ukuran perusahaan.

Variabel ini diukur dengan nilai total aktiva perusahaan pada periode terakhir sebelum melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta.

- Tujuan emisi untuk investasi.

Variabel ini diperoleh dari prospektus emiten yang mencantumkan tujuan penggunaan dana untuk investasi (ekspansi) dan dinyatakan dalam persentase.

3. Model penelitian.

Untuk menguji hipotesis digunakan model sebagai berikut:

$$UP = b_0 + b_1 RUD + b_2 MUR + b_3 SIZE + b_4 TUMIS + e$$

dimana:

UP = *Underpricing*.

b_0 = Konstanta.

b_1-b_4 = Koefisien regresi dari tiap-tiap variabel independen.

RUD = Reputasi penjamin emisi.

MUR = Umur perusahaan.

SIZE = Ukuran perusahaan.

TUMIS = Tujuan emisi untuk investasi.

e = Tingkat kesalahan.

Secara teoritis, agar analisis yang dilakukan bisa dikatakan *reliable*, model yang digunakan dalam penelitian ini harus memenuhi uji asumsi klasik regresi yaitu tidak terjadi otokorelasi, heteroskedastisitas, dan multikolinieritas.

Adapun penjelasan mengenai uji asumsi klasik adalah sebagai berikut:

1. Otokorelasi.

Menurut Gujarati (1997), otokorelasi adalah korelasi antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (seperti dalam data *time series*) atau ruang (seperti dalam data *cross sectional*). Asumsi penting dari model regresi linear klasik adalah tidak adanya otokorelasi atau kondisi yang berurutan diantara gangguan atau disturbansi u_i yang masuk ke dalam fungsi regresi.

Tes yang digunakan untuk mendeteksi adanya otokorelasi ini adalah uji Durbin Watson. Sebagai *rule of thumb* adalah jika $d_u < d < 4-d_u$, maka tidak terdapat otokorelasi baik positif maupun negatif di dalam model regresi.

2. Heteroskedastisitas.

Menurut Gujarati (1997), asumsi penting dari model regresi linier klasik adalah bahwa gangguan atau disturbansi u_i yang muncul dalam fungsi regresi populasi adalah homoskedastik, yaitu semua gangguan tadi mempunyai *varians* yang sama. Homokedastisitas ini diharapkan terjadi dalam model regresi, dan apabila asumsi ini dilanggar maka terjadi heteroskedastisitas. Memang heteroskedastisitas tidak merusak konsistensi estimator, tapi

estimatornya tidak mempunyai *varians* minimum atau tidak efisien sehingga pengujian statistik menjadi bias.

Dalam penelitian ini, uji heteroskedastisitas akan dilakukan dengan metode *Glejser*. Apabila nilai signifikan t masing-masing variabel independen melebihi nilai *alpha* yang telah ditetapkan, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

3. Multikolinieritas.

Menurut Gujarati (1997), multikolinieritas berarti antar variabel independen yang ada dalam model memiliki hubungan linier yang sempurna atau mendekati sempurna (koefisien korelasinya tinggi atau bahkan =1). Akibat dari adanya multikolinieritas adalah koefisien regresinya tidak tertentu atau kesalahan standarnya tidak terhingga, dan nantinya akan menimbulkan bias dalam spesifikasi.

Untuk mendeteksi adanya multikolinieritas dapat dilihat dari *tolerance value* atau *variance inflation factor* (VIF). Menurut Santoso (2000), jika hasil analisis menunjukkan *tolerance value* mendekati 1 dan nilai VIF di sekitar angka 1 maka multikolinieritas tidak terjadi.

4. Pengujian hipotesis.

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah analisis regresi linear berganda untuk mempermudah melihat sejauhmana

hubungan antar variabel independen dan dependen, sedang untuk menganalisis faktor-faktor yang secara signifikan mempengaruhi *underpricing* digunakan analisa regresi berganda metode *enter*.

Sebelum melakukan pengujian terhadap hipotesis di atas, terlebih dahulu dilakukan tes untuk mengetahui asumsi klasik. Setelah itu, baru dilakukan uji F untuk mengetahui tingkat signifikansi pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Apabila nilai signifikansi F lebih besar dari tingkat *alpha* yang digunakan, maka hipotesis nol tidak berhasil ditolak, begitu pula sebaliknya.

Untuk mengetahui tingkat signifikansi pengaruh variabel independen secara sendiri-sendiri terhadap variabel dependen digunakan uji t. Apabila nilai signifikansi t lebih besar dari tingkat *alpha* yang digunakan, maka hipotesis nol tidak berhasil ditolak, demikian pula sebaliknya. Dari R-Square dapat diketahui besarnya variasi *underpricing* yang dapat dijelaskan oleh variasi variabel independennya.

BAB IV

ANALISIS HASIL PENELITIAN

1. Statistik Deskriptif.

Berikut adalah deskripsi data yang digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian.

Variabel	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviasi
<i>Underpricing</i>	2,5641	105,0000	33,405880	32,256044
Reputasi penjamin emisi	0	1	0,92	0,28
Umur perusahaan	4	46	14,94	10,51
Ukuran perusahaan	0,007300	1,744200	0,43147959	0,40865930
Tujuan emisi untuk investasi	15,00	100,00	87,9810	20,3291

Dari tabel 2 di atas terlihat bahwa variabel dependen yaitu *underpricing* memiliki nilai minimum 2,56 %, nilai maksimum 105 %, dan nilai rata-rata sebesar 33,41 % dengan standar deviasi 32,26 %. Variabel reputasi penjamin emisi yang menggunakan variabel *dummy* 1 untuk penjamin emisi yang memiliki reputasi dan 0 untuk penjamin emisi yang tidak memiliki reputasi memiliki nilai rata-rata 0,92 dengan standar deviasi 0,28. Variabel umur perusahaan mempunyai *range* antara 4 tahun sampai 46 tahun dengan nilai rata-rata 14,94 tahun dan standar deviasi sebesar 10,51 tahun. Adapun variabel ukuran perusahaan memiliki nilai rata-rata Rp.431.479.590.000,- dengan standar deviasi Rp.408.659.300.000,- serta memiliki

nilai minimum Rp.7.300.000.000,- dan nilai maksimum Rp.1.744.200.000.000,-. Variabel tujuan emisi untuk investasi memiliki nilai rata-rata 87,98 %, standar deviasi 20,33 %, nilai minimum 15 % dan nilai maksimum 100 %.

2. Pengujian hipotesis.

Hipotesis penelitian diuji dengan melihat F-value dan t-value pada regresi berganda dengan model sebagai berikut:

$$UP = b_0 + b_1 RUD + b_2 MUR + b_3 SIZE + b_4 TUMIS + \epsilon$$

Berikut adalah tabel 3 yang memperlihatkan R-Square, Adjusted R-Square, F-value, signifikan F, koefisien regresi, t-value, dan signifikan t.

Tabel 3. Hasil Pengujian Regresi Berganda.

	Koefisien regresi	t-value	Signifikan t
Konstanta	59,607	2,506	0,016
RUD	18,176	1,106	0,275
MUR	-0,784	-1,834	0,073
SIZE	-11,365	-0,973	0,336
TUMIS	-0,299	-1,279	0,208
R-Square	: 0,165		
Adjusted R-Square	: 0,089		
F-value	: 2,170		
Signifikan F	: 0,088		

Secara keseluruhan model yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian dapat dikatakan cukup reliable karena nilai signifikan F-nya sebesar

0,088. Ini berarti H1 diterima karena reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, ukuran perusahaan, dan tujuan emisi untuk investasi secara bersama-sama dapat mempengaruhi *underpricing*.

Koefisien determinasi R^2 menunjukkan angka 0,165 artinya hanya sebesar 16,5 % variasi dari *underpricing* yang digunakan dalam model ini bisa dijelaskan oleh variasi dari variabel independennya yaitu reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, ukuran perusahaan, dan tujuan emisi untuk investasi, sedangkan 83,5 % dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan di dalam model. Hal ini menunjukkan bahwa masih banyak faktor-faktor lain di luar variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini yang bisa mempengaruhi *underpricing*.

Dari tabel 3 di atas terlihat bahwa reputasi penjamin emisi memiliki nilai signifikan t sebesar 0,275 yang berarti reputasi penjamin emisi tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan *underpricing* (H1-a tidak berhasil didukung oleh data). Hasil ini konsisten dengan penelitian Nurhidayanti & Indriantoro (1998) dan Trisnawati (1998).

Tidak signifikannya hasil pengujian hipotesis mungkin disebabkan adanya krisis yang melanda negara-negara Asia termasuk Indonesia sejak tahun 1997. Untuk mencegah permintaan *dollar* Amerika yang berlebihan, Bank Indonesia menaikkan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia yang berdampak negatif terhadap pasar modal. Para investor tidak lagi tertarik untuk menanamkan dananya di pasar modal, karena total *return* yang diterima lebih

kecil dibandingkan pendapatan yang diterima dari bunga deposito, walaupun para penjamin emisi menekan harga serendah mungkin. Dalam kondisi krisis, investor cenderung menginvestasikan dananya dalam suatu investasi yang bebas resiko namun dapat memberikan tingkat *return* yang tinggi. Dengan kata lain, walaupun reputasi penjamin emisi memiliki pengaruh terhadap *underpricing*, namun pengaruh ini tidaklah signifikan sehingga investor tidak mempertimbangkan reputasi penjamin emisi dalam mengambil suatu keputusan investasi.

Umur perusahaan mempunyai nilai signifikan t sebesar 0,073 yang berarti penelitian ini berhasil menunjukkan pengaruh yang signifikan antara umur perusahaan dengan *underpricing* ($H1-b$ berhasil didukung oleh data). Koefisien regresi menunjukkan angka -0,784 yang berarti semakin lama perusahaan berdiri maka tingkat *underpricing* semakin rendah. Hasil penelitian ini konsisten dengan Beatty (1989), Carter & Manaster (1990), dan Carter *et al.* (1998).

Pada kondisi ekonomi yang tidak stabil, terlihat bahwa perusahaan yang lebih mampu bersaing dengan perusahaan lain adalah perusahaan yang sudah lebih lama beroperasi dan berpengalaman. Perusahaan yang mampu bersaing dengan perusahaan lain akan menambah kepercayaan investor dan merubah *image* calon investor yang akan menanamkan modalnya. Bagi investor, selain umur perusahaan menunjukkan prospek perusahaan di masa yang akan datang, juga merupakan investasi yang lebih sedikit beresiko pada

keputusan investasi. Itulah alasan mengapa umur perusahaan menjadi bahan pertimbangan investor dalam menanamkan modalnya di pasar perdana.

Ukuran perusahaan tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan *underpricing* ($H1-c$ tidak berhasil didukung oleh data). Hal ini ditunjukkan dengan besarnya nilai signifikan t yang diperoleh yaitu 0,336. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Carter *et al.* (1998) yang mengemukakan bahwa ukuran perusahaan berasosiasi secara statistis signifikan dan negatif dengan *initial returns*, namun konsisten dengan penelitian Nurhidayanti & Indriantoro (1998).

Kemungkinan penyebab hasil pengujian hipotesis ini tidak signifikan adalah karena walaupun investasi saham pada perusahaan yang berukuran kecil menghasilkan *return* yang lebih besar daripada *return* investasi pada perusahaan yang berukuran besar, namun perusahaan dengan ukuran yang kecil sangat rentan terhadap perubahan kondisi ekonomi. Selain itu, ukuran perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan nilai total aktiva perusahaan pada periode terakhir sebelum melakukan IPO. Ukuran perusahaan tidak menunjukkan perusahaan memiliki prospek kinerja yang baik apabila total aktiva yang tinggi dibiayai dengan hutang yang tinggi pula, karena tingkat hutang bukan merupakan sinyal prospek kinerja yang baik. Dengan demikian walaupun ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *underpricing* namun pengaruhnya tidak terlalu signifikan, sehingga informasi ini tidak digunakan investor dalam mengambil suatu keputusan investasi.

Tujuan emisi untuk investasi memiliki nilai signifikan t sebesar 0,208 yang berarti tujuan emisi untuk investasi tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan *underpricing* ($H1-d$ tidak berhasil didukung oleh data). Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Kim *et al.* (1993) yang mengemukakan bahwa emisi saham perdana yang ditujukan untuk melakukan investasi (ekspansi) akan memperbaiki harga saham emisi perdana yang ditawarkan, sehingga dapat mengurangi tingkat *underpricing* yang terjadi.

Hasil pengujian hipotesis tidak signifikan karena para investor memahami bahwa ada kemungkinan hasil IPO yang terkumpul digunakan untuk melunasi hutang, bukan untuk investasi (ekspansi) perusahaan seperti yang tercantum dalam prospektus. Apalagi pada saat ini banyak perusahaan-perusahaan di Indonesia yang mengalami kesulitan akibat besarnya hutang di masa lalu terutama hutang dengan pihak luar negeri yang dianggap sebagai beban yang berat bagi perusahaan. Oleh karena itu, investor tidak mempertimbangkan tujuan emisi untuk investasi dalam menanamkan modalnya di pasar perdana.

3. Pengujian asumsi klasik.

3. 1. Otokorelasi.

Agar tidak terjadi otokorelasi, kriteria yang harus dipenuhi adalah $d_u < d < 4-d_u$. Dengan menggunakan $\alpha = 10\%$, maka $d_u = 1,72$ dan $4-d_u = 2,28$. Nilai Durbin

Watson (d) menunjukkan angka sebesar 1,742. Ini berarti tidak terdapat otokorelasi pada regresi.

3. 2. Heteroskedastisitas.

Dengan menggunakan metode *Glejser* diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 4. Hasil Pengujian Heteroskedastisitas.

	Signifikan t
RUD	0,526
MUR	0,205
SIZE	0,333
TUMIS	0,242

Dari tabel di atas terlihat nilai signifikan t masing-masing variabel independen melebihi nilai α yang telah ditetapkan, sehingga tidak terjadi heteroskedastisitas.

3. 3. Multikolinieritas.

Berikut ini adalah hasil pengujian multikolinieritas.

Tabel 5. Hasil Pengujian Multikolinieritas.

	Tolerance	VIF
RUD	0,956	1,046
MUR	0,979	1,021
SIZE	0,866	1,155
TUMIS	0,876	1,141

Hasil analisis menunjukkan *tolerance value* untuk semua variabel adalah mendekati 1 dan nilai VIF untuk semua variabel juga di sekitar angka 1, sehingga tidak terjadi multikolinieritas.

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

1. Kesimpulan.

Berdasarkan analisis hasil penelitian yang dilakukan, maka diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

- ♦ Dari hasil penelitian yang bertujuan untuk meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing*, diperoleh hasil bahwa reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, ukuran perusahaan, dan tujuan emisi untuk investasi secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*.
- ♦ Secara parsial, dari hasil pengujian terhadap 49 perusahaan yang melakukan *Initial Public Offerings* diperoleh hasil bahwa reputasi penjamin emisi, ukuran perusahaan, dan tujuan emisi untuk investasi tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap *underpricing*. Hanya umur perusahaan yang berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*.
- ♦ Dari empat variabel informasi nonakuntansi yang digunakan ternyata hanya umur perusahaan yang bermanfaat bagi investor dalam membuat keputusan untuk menanamkan modalnya di pasar perdana, sedangkan informasi lainnya seperti reputasi penjamin emisi, ukuran perusahaan, dan tujuan emisi untuk investasi tidak digunakan oleh investor. Dengan kata lain, informasi prospektus

terutama informasi nonakuntansi tidak dipercaya karena tidak mencerminkan kondisi perusahaan yang sebenarnya.

2. Keterbatasan dan saran.

2. 1. Keterbatasan.

- ♦ Pada penelitian ini dalam tahun 1997, penulis tidak membedakan sebelum dan selama kondisi krisis dikarenakan adanya keterbatasan data.
- ♦ Penelitian ini hanya menggunakan empat variabel untuk memprediksi *underpricing* yaitu reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, ukuran perusahaan, dan tujuan emisi untuk investasi.
- ♦ Pemeringkatan reputasi penjamin emisi tidak dapat dilakukan secara tepat sebagaimana pemeringkatan dengan dasar yang bersifat kuantitatif karena pengukuran secara kualitas sulit dilakukan.
- ♦ Dalam kondisi perekonomian yang tidak stabil, dan dalam periode pengamatan yang cukup singkat yaitu 4 tahun, serta terbatasnya jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu hanya sebesar 49 perusahaan, maka hasil penelitian ini kurang tepat digeneralisasikan jika suatu saat kondisi ekonomi membaik.

2.2. Saran.

Untuk penelitian selanjutnya sebaiknya dilakukan penelitian lebih lanjut mengenai pengaruh informasi lain yang ada dalam prospektus yang memiliki pengaruh terhadap *underpricing* seperti rasio-rasio keuangan, sehingga hasil analisis akan semakin menggambarkan kondisi perusahaan yang sebenarnya. Memperpanjang periode penelitian mungkin akan memberikan hasil yang lebih baik dalam memprediksi *underpricing*.

DAFTAR PUSTAKA

- Baron, D. P. 1982. A Model of The Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *The Journal of Finance*. September. pp.955-976.
- Beatty, R. P. 1989. Auditor Reputation and The Pricing of Initial Public Offerings. *The Accounting Review*. Vol. LXIV No. 4. October. pp.693-709.
- Carter, R. B., F. H. Dark, and Ajai K. Singh. 1998. Underwriter Reputation, Initial Returns, and The Long-Run Performance of IPO Stocks. *The Journal of Finance*. Vol. LIII. No. 1. February. pp.285-311.
- _____, and S. Manaster. 1990. Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. *The Journal of Finance*. Vol. XLV. No. 4. September. pp.1045-1067.
- Chishty, Muhammad R. K., Iftekhar Hasan, and Stephen D. Smith. 1996. A Note on Underwriter Competition and Initial Public Offerings. *Journal of Business Finance and Accounting* 23 (5) & (6). July. pp.905-914.
- Daljono. 1998. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Initial Returns Saham yang Listing di BEJ Tahun 1990-1997*. SNA III. IAI.
- Grinblatt, M. and Chuan Hwang. 1989. Signaling and The Pricing of New Issue. *The Journal of Finance*. June. pp.393-420.
- Gujarati, Damodar dan Sumarno Zain. 1997. *Ekonometrika Dasar*. Erlangga.
- Hartono, J. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 2. BPFE. Yogyakarta.
- Husnan, Suad. 1996. Penjualan Saham BUMN: Apakah terjadi Distribusi Kemakmuran?. *Kelola* No. 13. Mei. hal 62-74.
- Kim, Jeong Bong, I. Kriskiy, and J. Lee. 1993. Motivates for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea. *Journal of Business Financial and Accounting* 20 (2). January. pp.195-211.
- Kunz, Roger M. & R. Aggarwal. 1994. Why Initial Public Offerings are Underpriced: Evidence from Switzerland. *Journal of Banking and Finance* 18. pp.705-723.

- Nurhidayanti, S. dan Nur Indriantoro. 1998. Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh terhadap Tingkat Underpriced pada Penawaran Perdana di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 13. No. 1. hal.21-30.
- Pagano, M., Fabio Panetta, and Luigi Zingales. 1998. Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*. Vol. 53. No. 1. February. pp.27-64.
- Rock, K. 1986. Why New Issues Are Underpriced. *Journal of Financial Economics* 15. January/February. pp.1051-1059.
- Santoso, Singgih. 2000. *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*. PT. Elex Media Komputindo. Gramedia. Jakarta.
- Syahrir. 1995. *Analisis Bursa Efek Jakarta*. PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Trisnawati, Rina. 1998. Pengaruh Informasi Prospektus Terhadap Return Saham di Pasar Perdana. *Tesis S-2*. Yogyakarta: Program Pasca Sarjana. Universitas Gadjah Mada.