

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
UNDERPRICING SAHAM PADA PENAWARAN SAHAM
PERDANA DI BURSA EFEK INDONESIA**

I Dewa Ayu Kristiantari
Universitas Pendidikan Ganesha
Email: kristiantari01@gmail.com

ABSTRAK

Underpricing adalah sebuah fenomena Initial Public Offering (IPO) yang sering terjadi di pasar modal dan telah dibuktikan oleh para peneliti di berbagai negara. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat underpricing. Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Indonesia (BEI), yakni pada perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1997 sampai dengan tahun 2010. Underpricing yang diukur dengan initial abnormal return merupakan variabel dependen dalam penelitian ini. Sedangkan variabel independen dalam penelitian ini adalah reputasi underwriter, reputasi auditor, umur perusahaan, ukuran perusahaan, tujuan penggunaan dana untuk investasi, profitabilitas perusahaan (ROA), financial leverage dan jenis industri. Pengambilan sampel yang dilakukan dengan metode purposive sampling menghasilkan 161 perusahaan sebagai sampel penelitian. Model regresi berganda digunakan untuk menguji hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen.

Hasil analisis regresi berganda menunjukkan bahwa variabel reputasi underwriter, ukuran perusahaan dan tujuan penggunaan dana untuk investasi secara signifikan berpengaruh pada underpricing dengan arah koefisien negatif untuk ketiga variabel. Sedangkan variabel reputasi auditor, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan (ROA), financial leverage, dan jenis industri terbukti tidak memiliki pengaruh signifikan pada terjadinya underpricing.

Saran terkait manfaat praktis yang dapat diberikan berdasarkan hasil penelitian ini antara lain: 1) emiten dapat mempertimbangkan reputasi underwriter, ukuran perusahaan dan tujuan penggunaan dana hasil IPO dalam rangka menarik investor dan memperkecil tingkat underpricing, 2) investor juga sebaiknya mempertimbangkan ketiga variabel tersebut dalam rangka memperoleh return yang diharapkan pada investasi saham perdana, 3) underwriter hendaknya senantiasa meningkatkan kualitas penjaminannya sehingga akan lebih dipercaya menangani IPO perusahaan-perusahaan selanjutnya.

Kata kunci: Underpricing, Initial Public Offering, Reputasi



Jurnal Ilmiah Akuntansi
dan Humanika
JINAH
Volume 2
Nomor 2
Singaraja, Juni 2013
ISSN 2089-3310

Underwriter, Reputasi Auditor, Umur Perusahaan, Ukuran Perusahaan, Tujuan Penggunaan Dana untuk Investasi, Profitabilitas Perusahaan (ROA), Financial Leverage, Jenis Industri.

ABSTRACT

Underpricing is an IPO phenomenon in the capital markets and have been proven by researchers in many countries. The aim of this research is to determine factors that influence underpricing. This research conducted in companies doing IPO at Indonesia Stock Exchange in period of 1997–2010. Underpricing which is measured by initial abnormal return is dependent variable. Independent variables of this research are: underwriter reputation, auditor reputation, firm age, firm size, investment purpose of IPO fund, profitability, financial leverage and industry type. Sample is collected by using purposive sampling, resulting in 161 companies as sample. Multiple regression model used to test relation between independent variables and dependent variable.

Regression analysis shows that underwriter reputation, firm size and investment purpose of IPO fund have negative and significant influence on the level of underpricing. The auditor reputation, firm age, profitability, financial leverage and industry type do not have significant influence to underpricing.

This result had implication that: 1) companies doing IPO should consider underwriter reputation, firm size and purpose of using IPO fund to attract investors and minimize the level of underpricing, 2) investors should consider all three of factor in their IPO investment decision in order to get higher return, 3) underwriters should improve and provide quality underwriting services to maintain their reputation and IPO succes in the future.

Keywords: Underpricing, Initial Public Offering, Underwriter Reputation, Auditor Reputation, Firm Age, Firm Size, Investment Purpose of IPO Fund, Profitability, Financial Leverage, Industry Type.

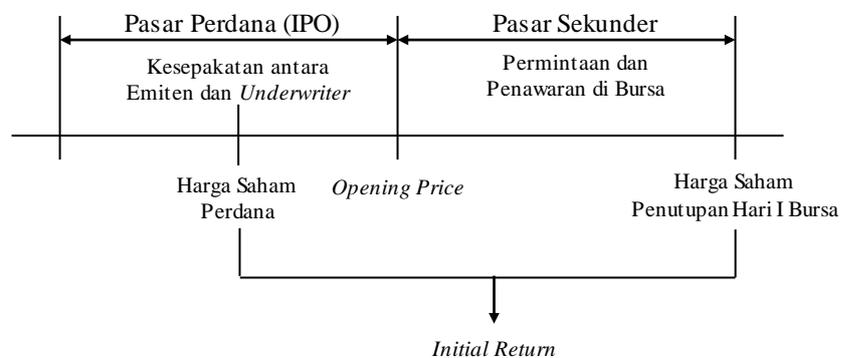
I. PENDAHULUAN

Perusahaan memiliki berbagai alternatif sumber pendanaan, baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Salah satu alternatif pendanaan dari luar perusahaan adalah melalui mekanisme penyertaan yang umumnya dilakukan dengan menjual saham perusahaan kepada publik atau sering dikenal dengan *go public*. Dalam proses *go public*, sebelum diperdagangkan di pasar sekunder, saham terlebih dahulu dijual di pasar primer atau sering disebut pasar perdana. Penawaran saham secara perdana ke publik melalui pasar perdana ini dikenal dengan istilah *initial public offering* (IPO). Harga saham yang akan dijual perusahaan pada pasar perdana ditentukan oleh kesepakatan antara emiten (perusahaan penerbit) dengan *underwriter* (penjamin emisi), sedangkan harga saham yang dijual pada pasar sekunder ditentukan oleh mekanisme pasar, yaitu permintaan dan penawaran.

Penentuan harga saham yang akan ditawarkan pada saat IPO merupakan faktor penting, baik bagi emiten maupun *underwriter* karena berkaitan dengan jumlah dana yang akan diperoleh emiten dan risiko yang akan ditanggung oleh *underwriter*. Jumlah dana yang diterima emiten adalah perkalian antara jumlah saham yang ditawarkan dengan harga per saham, sehingga semakin tinggi harga per saham maka dana yang diterima akan semakin besar. Hal ini mengakibatkan emiten seringkali menentukan harga saham yang dijual pada pasar perdana dengan membuka penawaran harga yang tinggi, karena menginginkan pemasukan dana semaksimal mungkin. Sedangkan *underwriter* sebagai penjamin emisi berusaha untuk meminimalkan risiko agar tidak mengalami kerugian akibat tidak terjualnya saham-saham yang ditawarkan, terutama dalam tipe penjaminan *full commitment* karena dalam tipe penjaminan ini pihak *underwriter* akan membeli saham yang tidak laku terjual (Ang, 1997).

Apabila harga saham pada pasar perdana (IPO) lebih rendah dibandingkan dengan harga saham pada pasar sekunder pada hari pertama, maka akan terjadi fenomena harga rendah di penawaran perdana, yang disebut *underpricing*. Sebaliknya, apabila harga saat IPO lebih tinggi dibandingkan dengan harga saham pada pasar sekunder pada hari pertama, maka fenomena ini disebut *overpricing* (Hanafi, 2004).

Menurut Beatty (1989), kondisi *underpricing* menimbulkan dampak yang berbeda bagi perusahaan dan investor. Perusahaan akan tidak diuntungkan apabila terjadi *underpricing*, karena dana yang diperoleh dari *go public* tidak maksimum. Sedangkan bila terjadi *overpricing*, maka investor yang akan merugi, karena mereka tidak menerima *initial return* yaitu keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena perbedaan harga saham yang dibeli di pasar perdana saat IPO dengan harga jual yang bersangkutan di hari pertama di pasar sekunder. Pengujian *underpricing* pada saat IPO dapat digambarkan sebagai berikut.



Gambar 1.1 Pengujian *Underpricing* pada Saat IPO

Fenomena *underpricing* terjadi di pasar modal berbagai negara diantaranya Amerika Serikat, Inggris, Australia, Afrika Selatan, China, Malaysia dan Indonesia. Berdasarkan data yang diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) dan situs www.idx.co.id., fenomena *underpricing* yang terjadi di Indonesia, dapat diketahui dari 226 IPO dari tahun 1997 sampai dengan 2010, sebanyak 186 IPO atau sebesar 82,30% memberikan *return* awal (*initial return*) yang positif. Banyaknya fenomena *underpricing* yang terjadi menunjukkan bahwa harga saham pada saat penawaran perdana secara merata dapat dikatakan murah (Jogiyanto, 2007).

Asimetri informasi menjadi suatu penjelasan mengenai fenomena *underpricing*. Apabila tidak terjadi asimetri informasi antara emiten dan investor, maka harga penawaran saham akan sama dengan harga pasar sehingga tidak terjadi *underpricing* (Cook dan Officer, 1996). De Lorenzo dan Fabrizio (2001) menyatakan hampir semua penelitian terdahulu menjelaskan terjadinya *underpricing* sebagai akibat dari adanya asimetri dalam distribusi informasi antara pelaku IPO yaitu perusahaan, *underwriter*, dan investor. Menurut Beatty (1989), asimetri informasi dapat terjadi antara perusahaan emiten dengan *underwriter* (Model Baron) atau antara *informed* investor dengan *uninformed* investor (Model Rock).

Prospektus perusahaan, yang merupakan salah satu sumber informasi yang relevan dan dapat digunakan untuk menilai perusahaan yang akan *go public*, dimaksudkan untuk mengurangi adanya kesenjangan informasi. Dalam prospektus terdapat banyak informasi yang berhubungan dengan keadaan perusahaan yang melakukan penawaran umum, baik informasi akuntansi maupun non akuntansi.

Berdasarkan beberapa penelitian yang telah dilakukan di Indonesia maupun di luar negeri menunjukkan bahwa informasi akuntansi dan non akuntansi yang terdapat dalam prospektus digunakan oleh investor dalam pembuatan keputusan investasi di pasar modal. Penelitian-penelitian tersebut menemukan beberapa faktor yang berpengaruh pada *underpricing* yang diukur dengan *initial return*. Beatty (1989) mengemukakan bahwa terdapat hubungan signifikan negatif antara reputasi auditor, reputasi *underwriter*, umur perusahaan dan tipe kontrak *underwriter* dengan *initial return*. Carter dan Manaster (1990) mengemukakan bahwa reputasi *underwriter*, *insiders shares*, *offering shares*, dan umur perusahaan, berpengaruh signifikan negatif pada *initial return*. Kim *et al.* (1993) mengemukakan bahwa *financial leverage* dan *ownership retention* berpengaruh signifikan positif pada *initial return*, sedangkan *investment*, ROA, reputasi *underwriter*, dan *gross proceeds* berpengaruh negatif pada *initial return*. Penelitian yang dilakukan oleh How *et al.*

(1995) menunjukkan bahwa reputasi *underwriter*, jumlah saham yang ditawarkan, waktu listing, dan umur perusahaan berpengaruh signifikan negatif pada *initial return*. Islam *et al.* (2010) mengemukakan bahwa umur dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif pada *initial return*. Sedangkan jumlah saham yang ditawarkan dan jenis industri berpengaruh signifikan negatif pada *initial return*.

Penelitian serupa di Indonesia antara lain dilakukan oleh Trisnawati (1998) yang berhasil membuktikan bahwa umur perusahaan berpengaruh positif signifikan pada *initial return*. Daljono (2000) mengembangkan penelitian Trisnawati dengan memperluas periode penelitian menemukan bahwa reputasi penjamin emisi dan *financial leverage* berpengaruh positif signifikan pada *initial return*. Sandhiaji (2004) menemukan bahwa reputasi *underwriter*, ROA, umur perusahaan dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif pada *initial return*. Sedangkan jumlah saham yang ditahan pemilik berpengaruh signifikan positif pada *initial return*.

Yolana dan Martani (2005) menemukan bahwa variabel rata-rata kurs dan ROE berpengaruh signifikan positif pada *initial return*, serta ukuran perusahaan dan jenis industri berpengaruh signifikan negatif pada *initial return*. Gerianta (2008) menemukan bahwa *initial return* dipengaruhi secara signifikan oleh reputasi *underwriter* dan profitabilitas perusahaan (ROA) dengan arah koefisien negatif.

Bertolak dari hasil penelitian terdahulu mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* masih menghasilkan temuan yang berbeda-beda dan ketidakkonsistenan hasil penelitian, maka peneliti termotivasi meneliti kembali untuk memperoleh bukti empiris yang dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan. Variabel-variabel yang akan diteliti pada penelitian terdiri dari variabel internal perusahaan dan variabel eksternal perusahaan. Variabel internal perusahaan yaitu umur perusahaan, ukuran perusahaan, profitabilitas perusahaan (ROA), *financial leverage*, sedangkan reputasi *underwriter*, reputasi auditor dan jenis industri merupakan variabel eksternal perusahaan. Variabel-variabel tersebut dipilih untuk diteliti kembali karena dari berbagai penelitian di atas masih terdapat ketidakkonsistenan hasil penelitian. Hal ini menunjukkan perlunya dilakukan penelitian kembali terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *underpricing* pada penawaran saham perdana. Tujuan penggunaan dana untuk investasi yang juga merupakan variabel dari internal perusahaan akan ditambahkan sebagai variabel independen yang akan dianalisis pengaruhnya pada *underpricing*.

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah apakah variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, umur perusahaan, ukuran perusahaan, tujuan penggunaan dana untuk investasi, profitabilitas perusahaan, *financial leverage*, dan jenis industri mempengaruhi *underpricing* saat *Initial Public Offering* (IPO)?

Berdasarkan pokok permasalahan tersebut, maka yang menjadi tujuan dalam penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, umur perusahaan, ukuran perusahaan, tujuan penggunaan dana untuk investasi, profitabilitas perusahaan, *financial leverage*, dan jenis industri pada *underpricing* saat *Initial Public Offering* (IPO).

II. KAJIAN PUSTAKA DAN RUMUSAN HIPOTESIS

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Penawaran Umum Perdana (*Initial Public Offering*)

Perusahaan yang membutuhkan dana dapat melakukan penerbitan surat berharga seperti saham (*stock*), obligasi (*bond*), dan sekuritas lainnya. Surat berharga yang baru dijual dapat berupa penawaran perdana ke publik (*initial public offering* atau IPO) atau tambahan surat berharga baru jika perusahaan sudah *go public*. *Initial Public Offering* (IPO) merupakan kegiatan yang dilakukan perusahaan dalam rangka penawaran umum penjualan saham perdana (Ang, 1997). Setelah saham dijual di pasar perdana kemudian saham tersebut didaftarkan di pasar sekunder (*listing*). Dengan mendaftarkan saham tersebut di bursa, saham tersebut mulai dapat diperdagangkan di bursa efek bersama dengan efek yang lain.

Perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana sering juga dikenal dengan *go public*. Menurut Jogiyanto (2007), manfaat dari melakukan *go public* diantaranya adalah: kemudahan meningkatkan modal di masa mendatang, meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham dan nilai pasar perusahaan diketahui.

Disamping manfaat yang diperoleh perusahaan melalui *go public*, terdapat beberapa kerugian *go public*, diantaranya adalah: biaya laporan meningkat, pengungkapan (*disclosure*) informasi kepada publik maupun pesaing, dan ketakutan untuk diambil alih.

2.1.2 *Underpricing*

Istilah *underpricing* digunakan untuk menggambarkan perbedaan harga antara harga penawaran saham di pasar primer dan harga saham di pasar sekunder pada hari pertama (Beatty, 1989). Menurut Hanafi (2004), *underpricing* merupakan fenomena yang sering

dijumpai dalam IPO. Ada kecenderungan bahwa harga penawaran di pasar perdana selalu lebih rendah dibandingkan dengan harga penutupan pada hari pertama diperdagangkan di pasar sekunder. Sedangkan *overpricing* yang disebut juga *underpricing* negatif, merupakan kondisi dimana harga penawaran perdana lebih tinggi daripada harga penutupan hari pertama di pasar sekunder.

Suatu penjelasan mengenai fenomena *underpricing* adalah adanya asimetri informasi. De Lorenzo dan Fabrizio (2001) menyatakan hampir semua penelitian terdahulu menjelaskan terjadinya *underpricing* sebagai akibat dari adanya asimetri dalam distribusi informasi antara pelaku IPO yaitu perusahaan, *underwriter*, dan investor. Bagi perusahaan (emiten), *underpricing* dapat merugikan emiten karena dana yang dikumpulkan tidak maksimal. Namun, *underpricing* dapat dijadikan strategi pemasaran untuk meningkatkan minat investor berinvestasi dalam saham IPO dengan memberikan *initial return* yang tinggi. Kim dan Shin (2001) menyatakan bahwa kemungkinan terjadinya *underpricing* disebabkan karena kesengajaan *underwriter* untuk menetapkan harga penawaran jauh dibawah harga pasar untuk meminimalkan kerugian yang harus ditanggung atas saham yang tidak terjual.

Menurut Beatty (1989) asimetri informasi dapat terjadi antara perusahaan emiten dengan *underwriter* (Model Baron) atau antara *informed* investor dengan *uninformed* investor (Model Rock). Reese (1998) merumuskan bahwa investor mempunyai pengetahuan yang tidak sempurna mengenai perusahaan yang melakukan IPO. Bila investor mendapatkan lebih banyak berita positif dibandingkan dengan berita negatif mengenai perusahaan maka tingkat minat investor akan meningkat. Kenaikan minat investor akan menimbulkan penilaian yang *overvalued* atas perusahaan sehingga terjadi kenaikan volume permintaan. Kenaikan volume permintaan ini akan menyebabkan kenaikan harga saham sehingga terjadi *underpricing*.

2.1.3 Underwriter

Penjamin emisi atau disebut *underwriter*, berfungsi dalam melakukan penjaminan atas penawaran umum suatu saham atau obligasi untuk pertama kalinya yaitu pada saat *go public* (Ang, 1997). Proses penjaminan emisi ini disebut sebagai *underwriting*. Perusahaan efek inilah yang akan memasarkan dan menjamin terjual atau tidaknya efek yang dikeluarkan atau ditawarkan oleh suatu perusahaan. Menurut Ang (1997) terdapat empat jenis kontrak

penjaminan emisi berdasarkan tipe kesanggupan penjaminan yaitu: *best effort* (kesanggupan terbaik), *full commitment* (kesanggupan penuh), *stand-by commitment* (kesanggupan siaga), *all or none commitment* (kesanggupan semua atau tidak sama sekali).

Fungsi *underwriter* pada IPO yaitu menjamin terjualnya saham sesuai dengan tipe penjaminan yang disepakati dan menentukan harga penawaran yang tepat bersama-sama dengan emiten. Mereka juga memberi nasehat tentang hal-hal yang perlu diperhatikan emiten serta bagaimana dan kapan saat yang tepat melakukan penawaran (Ang, 1997).

2.2 Rumusan Hipotesis

2.2.1 Pengaruh Reputasi *Underwriter* pada *Underpricing*

Reputasi *underwriter* dapat digunakan sebagai sinyal (Beatty, 1989; Carter dan Manaster, 1990). *Underwriter* dengan reputasi tinggi lebih mempunyai kepercayaan diri terhadap kesuksesan penawaran saham yang diserap oleh pasar. Dengan demikian ada kecenderungan *underwriter* yang bereputasi tinggi lebih berani memberikan harga yang tinggi sebagai konsekuensi dari kualitas penjaminannya, sehingga tingkat *underpricing* pun rendah. Reputasi *underwriter* diyakini menjadi pertimbangan penting bagi investor untuk membeli saham suatu perusahaan. Semakin tinggi reputasi *underwriter*, *initial return* akan semakin rendah atau reputasi *underwriter* mempunyai pengaruh negatif pada *underpricing*. Beatty (1989), Carter dan Manaster (1990), Kim *et al.* (1993), How *et al.* (1995), Kooli dan Suret (2002), Gerianta (2008) telah membuktikan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh negatif pada *underpricing*. Berdasarkan hal ini diajukan hipotesis sebagai berikut.

H₁: Reputasi *underwriter* berpengaruh negatif pada *underpricing*.

2.2.2 Pengaruh Reputasi Auditor pada *Underpricing*

Reputasi auditor berpengaruh pada kredibilitas laporan keuangan ketika suatu perusahaan *go public*. *Auditor* yang bereputasi tinggi dapat digunakan sebagai tanda atau petunjuk terhadap kualitas perusahaan emiten (Holland dan Horton, 1993). Emiten yang memilih untuk menggunakan auditor yang berkualitas akan dinilai positif oleh investor yaitu emiten mempunyai informasi yang tidak menyesatkan mengenai prospeknya di masa mendatang. Hal ini berarti penggunaan auditor yang memiliki reputasi tinggi akan mengurangi ketidakpastian pada masa mendatang. Ketidakpastian yang rendah berasosiasi dengan tingkat *underpricing* yang rendah. Hasil penelitian Beatty (1989) berhasil

membuktikan bahwa reputasi auditor berpengaruh negatif pada *underpricing*. Oleh karena itu diajukan hipotesis sebagai berikut.

H₂: Reputasi auditor berpengaruh negatif pada *underpricing*.

2.2.3 Pengaruh Umur Perusahaan pada *Underpricing*

Umur perusahaan emiten menunjukkan seberapa lama perusahaan mampu bertahan dan banyaknya informasi yang dapat diserap oleh publik. 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. Dengan demikian akan mengurangi adanya asimetri informasi dan memperkecil ketidakpastian pasar dan pada akhirnya akan mempengaruhi *underpricing* (How *et al.*, 1995). Penelitian yang dilakukan oleh Beatty (1989), Carter dan Manaster (1990), How *et al.* (1995), Rosyati dan Sabeni (2002) dan Sandhiaji (2004) telah membuktikan bahwa umur perusahaan berpengaruh negatif pada *underpricing*. Berdasarkan hal ini diajukan hipotesis sebagai berikut.

H₃: Umur perusahaan berpengaruh negatif pada *underpricing*.

2.2.4 Pengaruh Ukuran Perusahaan pada *Underpricing*

Perusahaan besar umumnya lebih dikenal oleh masyarakat daripada perusahaan kecil. Karena lebih dikenal maka informasi mengenai perusahaan besar lebih banyak dan lebih mudah diperoleh investor dibandingkan perusahaan kecil. Hal ini akan mengurangi asimetri informasi pada perusahaan yang besar sehingga akan mengurangi tingkat *underpricing* daripada perusahaan kecil karena penyebaran informasi perusahaan kecil belum begitu banyak. Sandhiaji (2004) serta Yolana dan Martani (2005) membuktikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan dan negatif pada tingkat *underpricing*. Berdasarkan pemikiran ini maka diajukan hipotesis sebagai berikut.

H₄: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif pada *underpricing*.

2.2.5 Pengaruh Tujuan Penggunaan Dana untuk Investasi pada *Underpricing*

Dalam www.gunadarma.ac.id, disebutkan tujuan penggunaan dana dari hasil *go public* pada umumnya digunakan untuk: ekspansi; memperbaiki struktur permodalan; dan untuk melakukan pengalihan pemegang saham (divestasi).

Tujuan penggunaan dana hasil IPO yang dapat diidentifikasi dari data prospektus yaitu untuk kebutuhan investasi atau ekspansi (90,68% atau sebanyak 146 perusahaan) dan

untuk perbaikan struktur modal (9,32% atau sebesar 15 perusahaan). Oleh karena itu tujuan penggunaan dana hasil IPO yang akan diteliti pengaruhnya pada *underpricing* difokuskan pada tujuan penggunaan dana untuk investasi. Bagi perusahaan dengan kualitas baik, penggunaan dana IPO untuk belanja modal dapat dianggap sebagai upaya meningkatkan kualitas perusahaan melalui peningkatan kapasitas produksi, sementara bagi perusahaan dengan kualitas jelek hal itu tidak bermakna apa-apa (Welch, 1989). Jika dana IPO digunakan untuk keperluan investasi, investor dapat menganggap bahwa kualitas perusahaan adalah baik, sehingga tingkat *underpricing* seharusnya rendah. Artinya, ada hubungan terbalik antara penggunaan dana hasil IPO untuk keperluan investasi dan tingkat *underpricing*.

Leone *et al.* (2006), menunjukkan informasi yang termuat dalam prospektus baik informasi umum yang mempengaruhi *underpricing* dan spesifikasi rencana penggunaan dana hasil IPO yang berhubungan dengan keputusan investasi. Pada umumnya perusahaan dengan fundamental bagus atau tujuan IPO nya untuk ekspansi lebih banyak diminati oleh investor. Kim *et al.* (1993), menemukan bahwa penggunaan dana hasil IPO untuk keperluan investasi berhubungan negatif dengan tingkat *underpricing* di Korea. Berdasarkan hal ini diajukan hipotesis sebagai berikut.

H₅: Tujuan penggunaan dana untuk investasi berpengaruh negatif pada *underpricing*.

2.2.6 Pengaruh Profitabilitas Perusahaan (ROA) pada *Underpricing*

Informasi mengenai tingkat profitabilitas perusahaan merupakan informasi penting bagi investor dalam membuat keputusan investasi. Profitabilitas perusahaan memberikan informasi kepada investor mengenai efektivitas operasional perusahaan (Tambunan, 2007). Profitabilitas yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian perusahaan di masa yang akan datang dan sekaligus mengurangi ketidakpastian IPO, sehingga akan mengurangi *underpricing* (Kim *et al.*, 1993). Watts dan Zimmerman (1990) menyatakan bahwa prestasi keuangan, khususnya tingkat keuntungan, memegang peranan penting dalam penilaian prestasi usaha perusahaan dan sering digunakan sebagai dasar dalam keputusan investasi, khususnya dalam pembelian saham. Penelitian yang dilakukan oleh Kim *et al.* (1993), Gerianta (2008) dan Sandhiaji (2004), telah membuktikan bahwa profitabilitas perusahaan berpengaruh signifikan (negatif) pada *underpricing*. Dengan demikian diajukan hipotesis sebagai berikut.

H₆: Profitabilitas perusahaan (ROA) berpengaruh negatif pada *underpricing*.

2.2.7 Pengaruh *Financial Leverage* pada *Underpricing*

Financial leverage menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar hutangnya dengan *equity* yang dimilikinya (Tambunan, 2007). *Financial leverage* yang tinggi menunjukkan risiko suatu perusahaan juga tinggi (Kim *et al.*, 1993). Hal ini akan menimbulkan ketidakpastian harga saham perdana yang besar pula, yang pada akhirnya akan mempengaruhi *underpricing*. Kim *et al.* (1993) dan Daljono (2000), dalam penelitiannya berhasil membuktikan bahwa *financial leverage* secara signifikan (positif) berpengaruh pada *underpricing*. Dengan demikian diajukan hipotesis sebagai berikut.

H₇: *Financial leverage* berpengaruh positif pada *underpricing*.

2.2.8 Pengaruh Jenis Industri pada *Underpricing*

Jenis industri digunakan sebagai variabel independen untuk melihat apakah *underpricing* terjadi pada hampir semua jenis industri yang IPO atau hanya pada jenis industri tertentu saja dan apakah terdapat perbedaan signifikan dalam tingkat *underpricing*nya. Variabel jenis industri mungkin saja mempengaruhi *underpricing* karena tiap industri memiliki risiko dan tingkat ketidakpastian yang berbeda sehingga dapat mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan berinvestasi (Yolana dan Martani, 2005). Risiko untuk setiap jenis industri berbeda karena adanya perbedaan karakteristik. Perbedaan risiko ini menyebabkan tingkat keuntungan yang diharapkan oleh investor untuk setiap sektor industri juga berbeda sehingga tingkat *underpricing* juga mungkin akan berbeda. Yolana dan Martani (2005) membuktikan bahwa jenis industri berpengaruh signifikan negatif pada *underpricing*. Dengan demikian maka dirumuskan hipotesis berikut:

H₈: Jenis industri berpengaruh negatif pada *underpricing*.

III. METODA PENELITIAN

3.1 Metoda Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia dari tahun 1997 sampai dengan tahun 2010. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* yaitu teknik pengambilan sampel dengan pertimbangan atau kriteria tertentu (Sugiyono, 2007). Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Perusahaan melakukan penawaran saham perdana (IPO) periode 1997-2010.
2. Perusahaan mengalami *underpricing* pada penawaran perdana (IPO).

3. Perusahaan memiliki nilai ekuitas positif karena jika ekuitas negatif akan mengakibatkan *financial leverage* yang merupakan salah satu variabel independen menjadi negatif (ekuitas merupakan salah satu elemen dalam perhitungan *financial leverage*).
4. Memiliki informasi atau ketersediaan data yang akan digunakan dalam penelitian.

Tabel berikut merupakan tabel pengambilan sampel penelitian yang diambil berdasarkan metode *purposive sampling*.

Tabel 3.1
Pengambilan Sampel Penelitian

Kriteria Pengambilan Sampel	Jumlah
Jumlah perusahaan yang melakukan IPO tahun 1997-2010	226
Perusahaan yang datanya tidak lengkap	(10)
Perusahaan yang tidak mengalami <i>underpricing</i>	(30)
Perusahaan yang ekuitasnya negatif	(7)
Data <i>outlier</i>	(18)
Sampel penelitian	161

Sumber: Data diolah

3.2 Variabel Penelitian

3.2.1 Identifikasi Variabel

Berdasarkan teori-teori dan hipotesis penelitian, maka variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Variabel terikat atau dependen yaitu *underpricing* yang diproksikan dengan *initial abnormal return*.
2. Variabel bebas atau independen yaitu reputasi *underwriter*, reputasi auditor, umur perusahaan, ukuran perusahaan, tujuan penggunaan dana untuk investasi, profitabilitas perusahaan, *financial leverage*, dan jenis industri.

3.2.2 Definisi Operasional Variabel

1. *Underpricing* (UP)

Variabel *underpricing* pada hari pertama di pasar sekunder diukur dengan *initial abnormal return* yaitu selisih dari *return* sesungguhnya terhadap *return* ekspektasian (*return* yang diharapkan oleh investor) (Jogiyanto, 2007). Adapun rumus *abnormal return* sebagai berikut.

$$AR_i = R_{it} - E[R_{it}] \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan:

AR_{it} : *Abnormal return* pada sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

R_{it} : *Return* realisasian sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$E[R_{it}]$: *Return* ekspektasian sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

Terdapat tiga model yang dapat digunakan untuk menghitung *return* ekspektasian yaitu dengan *mean adjusted model*, *market model* dan *market adjusted model* (Brown and Warner, 1985). Dalam penelitian ini, *return* ekspektasian dihitung dengan menggunakan model pasar disesuaikan (*market adjusted model*). *Market adjusted model* menganggap bahwa penduga terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, seperti halnya jika menggunakan *mean adjusted model* maupun *market model* karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar. Selain itu menurut Brown and Warner (1980) tidak terdapat perbedaan signifikan dalam hasil penghitungan *abnormal return* menggunakan ketiga model tersebut. Dinyatakan pula bahwa tidak terdapat bukti bahwa semakin rumit sebuah model akan membawa manfaat lebih dibandingkan model yang lebih sederhana.

2. Reputasi Underwriter (UND)

Pengukuran variabel reputasi *underwriter* menggunakan variabel *dummy*. Penentuan reputasi *underwriter* menggunakan skala 1 untuk *underwriter* yang memiliki reputasi tinggi dan 0 untuk *underwriter* yang tidak memiliki reputasi tinggi. Penentuan ranking didasarkan perankingan yang dibuat oleh Majalah Uang dan Efek, Koran Investor dan situs www.bloomberg.com. *Underwriter* yang memiliki reputasi tinggi adalah *underwriter* yang masuk dalam *top 5 underwriter*, sedangkan *underwriter* yang tidak masuk dalam *top 5 underwriter* dikategorikan sebagai *underwriter* yang tidak memiliki reputasi tinggi. Pengukuran ini digunakan juga oleh Gerianta (2008).

3. Reputasi Auditor (AUD)

Pengukuran variabel reputasi auditor menggunakan variabel *dummy*. Penentuan reputasi auditor menggunakan skala 1 untuk auditor yang bereputasi baik dan 0 untuk auditor yang bereputasi kurang baik. Auditor yang bereputasi baik adalah auditor yang masuk dalam peringkat 6, 5 dan 4 besar KAP. Pengukuran berdasarkan peringkat auditor digunakan juga oleh Gerianta (2008).

4. Umur Perusahaan (AGE)

Variabel ini diukur dari sejak perusahaan berdiri berdasarkan akte pendirian sampai dengan saat perusahaan tersebut melakukan penawaran umum perdana. Umur perusahaan ini dihitung dengan skala tahunan.

5. Ukuran Perusahaan (SIZE)

Ukuran perusahaan diproksikan dengan menggunakan logaritma natural dari total aktiva perusahaan (Titman dan Wessels, 1988) pada periode terakhir sebelum perusahaan melakukan penawaran perdana.

6. Tujuan Penggunaan Dana untuk Investasi (TPDI)

Variabel tujuan penggunaan dana diukur dengan melihat besarnya persentase dana IPO yang digunakan untuk tujuan investasi dibandingkan dengan dana IPO keseluruhan. Pengukuran ini juga digunakan oleh Kim *et al.* (1993).

7. Profitabilitas Perusahaan (ROA)

Untuk mengukur profitabilitas perusahaan digunakan *Rate of Return on Total Assets* (ROA). Menurut Ang (1997), persamaan ROA dapat dituliskan sebagai berikut.

$$ROA = \frac{\text{Earnings After Tax}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots (4)$$

8. Financial Leverage (DER)

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

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Equity}} \dots\dots\dots (5)$$

9. Jenis Industri

Pengukuran variabel jenis industri menggunakan variabel *dummy*. Penentuan jenis industri menggunakan skala 1 untuk industri manufaktur dan 0 untuk industri bukan

manufaktur. Pengukuran ini digunakan juga oleh Yolana dan Martani (2005). Jenis industri manufaktur memiliki perbedaan signifikan dengan jenis industri lainnya yaitu *real estate*, properti, keuangan, asuransi dan investasi. Perbedaan tersebut antara lain dalam struktur modal dan komponen-komponen neraca dan laba rugi yang dapat mempengaruhi perhitungan variabel-variabel keuangan (Gumanti, 2005).

3.3 Teknik Analisis Data

3.3.1 Uji Asumsi Klasik

Sebelum model regresi digunakan untuk menguji hipotesis, diperlukan uji asumsi klasik untuk memastikan bahwa model telah memenuhi kriteria *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE). Adapun uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi.

3.3.2 Analisis Regresi Berganda

Analisis ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel independen pada variabel dependen. Untuk menguji hipotesis-hipotesis dalam penelitian ini, maka akan digunakan model persamaan regresi sebagai berikut.

$$UP = a + b_1UND + b_2AUD + b_3AGE + b_4SIZE + b_5TPDI + b_6ROA + b_7DER + b_8IND + e$$

Keterangan:

a : Konstanta

b₁-b₈ : Koefisien Regresi

UP : *Underpricing*

UND : Reputasi *Underwriter*

AUD : Reputasi Auditor

AGE : Umur Perusahaan

SIZE : Ukuran Perusahaan

TPDI : Tujuan Penggunaan Dana untuk Investasi

ROA : Profitabilitas Perusahaan

DER : *Debt to Equity Ratio*

IND : Jenis Industri

E : *Error*

Menurut Ghozali (2001), ketepatan dari fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dari *goodness of fit*-nya. Secara statistik diukur dari nilai koefisien

determinasi (R^2), nilai statistik F (uji kelayakan model) dan nilai statistik t (uji signifikan parameter individual).

IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Pengujian Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri dari uji normalitas, uji heteroskedastisitas, uji multikolinearitas dan uji autokorelasi.

Uji Normalitas

Dalam penelitian ini, untuk menguji normalitas residual, digunakan uji Kolmogorov-Smirnov (K-S) dengan tingkat signifikansi 5%. Hasil uji normalitas residual menunjukkan bahwa residual berdistribusi normal, karena residualnya (*Asymp. Sig. (2-tailed)*) $>0,050$ yaitu sebesar 0,052. Jadi dapat disimpulkan bahwa model memiliki nilai residual yang terdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dalam penelitian ini dilakukan dengan berdasarkan *tolerance value* dan *Variance Inflation Factor* (VIP). Berdasarkan hasil uji multikolinearitas, dapat diketahui bahwa *tolerance value* semua variabel independen berada di atas 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factor* (VIP) dibawah 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas dalam persamaan regresi berganda yang digunakan dalam penelitian ini.

Uji Heteroskedastisitas

Dalam penelitian ini uji heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Glejser yaitu dengan meregresi nilai absolut residual terhadap variabel-variabel independen. Berdasarkan hasil uji Glejser, diketahui bahwa tingkat signifikansi dari masing-masing variabel bebas adalah di atas 5%. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada satu pun variabel independen yang signifikan mempengaruhi nilai absolut. Jadi dapat disimpulkan model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Pengujian autokorelasi dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji Durbin Watson (DW-test). Nilai DW sebesar 1,917 dibandingkan dengan ketentuan nilai Durbin Watson yang terdapat dalam Algifari (1997), yaitu jika nilai DW sebesar 1,55 hingga 2,46 berarti tidak ada autokorelasi, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi pada persamaan regresi dalam penelitian ini.

4.2 Hasil Uji Statistik F

Uji statistik F bertujuan untuk mengetahui kelayakan model yang digunakan untuk menguji pengaruh semua variabel independen terhadap variabel terikat yaitu *underpricing*. Dari hasil uji ANOVA atau, didapat F-hitung sebesar 4,361 dengan tingkat signifikansi 0,000. Karena tingkat signifikansi 0,000 jauh lebih kecil dari 0,005 atau 5%, maka hal ini bermakna bahwa model yang digunakan layak (*fit*). Model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *underpricing* atau dapat dikatakan bahwa variabel UND, AUD, AGE, SIZE, TPDI, ROA, DER, IND secara bersama-sama berpengaruh pada *underpricing*.

Sementara itu, besarnya *Adjusted R*² adalah 0,144, hal ini berarti 14,4% variasi *underpricing* dapat dijelaskan oleh variasi dari kedelapan variabel independen. Sedangkan sisanya sebesar 85,6% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam model ini.

4.3 Hasil Uji Statistik t

Uji statistik T dilakukan untuk menguji pengaruh suatu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2001). Artinya dapat diketahui variabel tersebut merupakan penjelas yang signifikan atau tidak terhadap variabel dependen. Adapun hasil analisis regresi berganda yang digunakan dalam penelitian ini ditunjukkan oleh tabel berikut.

Tabel 4.1
Hasil Analisis Regresi Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		T	Signifikansi
	B	Standar Error		
(Konstanta)	191,556	42,111	4,549	0,000
UND	-13,729	6,493	-2,114	0,036
AUD	-5,562	4,909	-1,133	0,259
AGE	-0,133	0,239	-0,557	0,578
SIZE	-10,509	3,779	-2,781	0,006
TPDI	-30,067	11,958	-2,514	0,013
ROA	-42,462	36,069	-1,177	0,241
DER	0,627	0,704	0,892	0,374
IND	-5,020	5,217	-0,962	0,337
Tingkat signifikansi uji statistik F				0,000
R ²				0,187
<i>Adjusted R</i> ²				0,144

Dari tabel diatas dapat diketahui bahwa tidak semua variabel independen yang diteliti berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Dari kedelapan variabel independen yang

dimasukkan ke dalam model regresi, terdapat tiga variabel yang berpengaruh signifikan pada tingkat *underpricing* yaitu reputasi *underwriter*, tujuan penggunaan dana untuk investasi dan ukuran perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari tingkat signifikansi untuk UND sebesar 0,036, SIZE sebesar 0,006 dan TPDI sebesar 0,013, di mana ketiganya lebih kecil dari 0,05. Sedangkan variabel-variabel lainnya yaitu AUD, AGE, ROA, DER, dan IND dengan tingkat signifikansi di atas 0,05, tidak memiliki pengaruh yang signifikan pada tingkat *underpricing*. Dengan demikian dapat dibuat persamaan matematis sebagai berikut.

$$UP = 191,556 - 13,729 \text{ UND} - 5,562 \text{ AUD} - 0,133 \text{ AGE} - 10,509 \text{ SIZE} \\ - 30,067 \text{ TPDI} - 42,462 \text{ ROA} + 0,627 \text{ DER} - 5,020 \text{ IND} + e$$

Berdasarkan persamaan matematis tersebut, konstanta sebesar 191,556 menunjukkan bahwa jika koefisien regresi variabel-variabel independen dianggap nol maka rata-rata *underpricing* sebesar 191,556%. Koefisien regresi UND (reputasi *underwriter*) sebesar -13,729 menunjukkan bahwa *underpricing* perusahaan yang menggunakan *underwriter* yang bereputasi tinggi cenderung lebih rendah sebesar 13,729% dibandingkan dengan perusahaan yang menggunakan *underwriter* yang tidak memiliki reputasi tinggi, dengan asumsi konstanta dan koefisien regresi variabel lain adalah nol. Koefisien regresi SIZE (ukuran perusahaan) sebesar -10,509 menunjukkan bahwa jika variabel ukuran perusahaan meningkat satu satuan maka *underpricing* turun 10,509%, dengan asumsi konstanta dan koefisien regresi variabel lain adalah nol. Koefisien regresi TPDI (tujuan penggunaan dana untuk investasi) sebesar -30,067 menunjukkan bahwa jika variabel tujuan penggunaan dana untuk investasi meningkat satu satuan maka *underpricing* turun 30,067%, dengan asumsi konstanta dan koefisien regresi variabel lain adalah nol.

4.4 Pembahasan

Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Pertama (H_1)

Berdasarkan hasil uji statistik T diketahui bahwa variabel UND (reputasi *underwriter*) berpengaruh signifikan pada tingkat *underpricing*. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi sebesar 0,036 yang lebih kecil dari 0,05. Tanda pada koefisien regresi untuk variabel reputasi *underwriter* adalah negatif, sebagaimana yang diduga, yang artinya bahwa semakin tinggi reputasi *underwriter* maka tingkat *underpricing* akan semakin rendah, dan sebaliknya.

Dengan demikian H_1 yang menyatakan reputasi *underwriter* berpengaruh negatif pada *underpricing*, diterima.

Temuan ini konsisten dengan Beatty (1989), Carter dan Manaster (1990), Kim *et al.* (1993), How *et al.* (1995), Rosyati dan Sabeni (2002), Sandhiaji (2004) dan Gerianta (2008) yang telah membuktikan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh negatif pada *underpricing*. Hal ini menunjukkan bahwa *underwriter* yang bereputasi tinggi lebih berani memberikan harga yang tinggi sebagai konsekuensi dari kualitas penjaminannya, sehingga tingkat *underpricing* rendah. Dalam menghadapi IPO, calon investor cenderung melihat terlebih dahulu pihak yang menjadi *underwriter* karena menurut investor, *underwriter* dianggap memiliki informasi yang lebih lengkap tentang kondisi emiten. Begitu pula jika dibandingkan dengan emiten, *underwriter* dianggap memiliki informasi yang lebih lengkap tentang pasar.

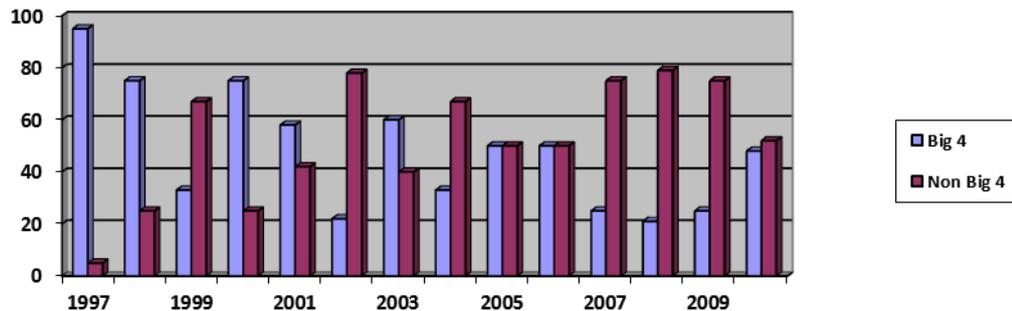
Temuan ini tidak konsisten dengan Trisnawati (1998), Daljono (2000), Yolana dan Martani (2005). Hal ini dapat diakibatkan oleh perbedaan proksi yang digunakan, seperti dalam penelitian Yolana dan Martani (2005), reputasi *underwriter* (variabel *dummy*) diukur dengan memberi nilai 1 untuk *underwriter* yang masuk *top 10* dalam *20 most active brokerage monthly JSX* berdasarkan total frekuensi perdagangan dan nilai 0 untuk *underwriter* yang tidak masuk *top 10*. Dengan ukuran ini, hasil dapat menjadi bisa karena *underwriter* yang merupakan anggota JSX, dapat saja memiliki fungsi lain yaitu sebagai *joint venture*, *investment manager*, maupun *securities broker* (JSX dan IDX Factbook). Dengan demikian, peringkat yang diberikan IDX berdasarkan total frekuensi perdagangan, tidak secara khusus dapat mewakili keaktifan *underwriter* tersebut dalam melakukan penjaminan emisi saham (IPO).

Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Kedua (H_2)

Hasil uji statistik *t* menunjukkan bahwa variabel AUD (reputasi auditor) tidak berpengaruh signifikan pada tingkat *underpricing*. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi sebesar 0,259 yang lebih besar dari 0,05. Dengan demikian H_2 yang menyatakan reputasi auditor berpengaruh negatif pada *underpricing*, tidak dapat diterima.

Terdapat pola dominasi yang bertolak belakang atas penggunaan jasa KAP dari tahun 1997-2001, dimana pada rentang waktu tersebut, terdapat dua KAP big 4 yaitu Prasetio, Utomo & Co (Arthur Andersen) dan Hans Tuanakotta & Mustofa (Deloitte) yang mendominasi audit perusahaan yang melakukan IPO. Namun mulai tahun 2002, banyak emiten yang menggunakan jasa KAP non big 4. Hal ini dapat disebabkan oleh runtuhnya citra

KAP big 4 setelah terjadi kasus KAP Arthur Andersen. Bahkan mulai tahun 2007 sampai dengan 2010, lebih banyak emiten yang menggunakan jasa KAP non Big 4. Persentase penggunaan KAP big 4 dan non big 4 oleh perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO tahun 1997-2010 dapat dilihat dalam Grafik berikut.



Grafik Persentase Penggunaan KAP Big 4 dan Non Big 4
Sumber: Data diolah

Temuan ini semakin memberikan bukti bahwa investor tidak mempertimbangkan reputasi auditor dalam menilai emiten yang melakukan IPO. Runtuhnya citra akuntan publik akibat kasus Enron yang melibatkan KAP Arthur Andersen tampaknya membuat kepercayaan publik (dalam hal ini adalah investor) atas objektivitas dan independensi akuntan publik, bahkan yang memiliki reputasi tinggi (KAP big 4) berkurang.

Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Ketiga (H₃)

Hasil uji statistik t menunjukkan bahwa variabel AGE (umur perusahaan) tidak berpengaruh signifikan pada tingkat *underpricing*. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi sebesar 0,578 yang lebih besar dari 0,05. Dengan demikian H₃ yang menyatakan umur perusahaan berpengaruh negatif pada *underpricing*, tidak dapat diterima.

Hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa bagi para investor, umur perusahaan saja tidak dapat dijadikan patokan dalam melihat kualitas perusahaan. Dalam dunia bisnis yang identik dengan persaingan, belum tentu perusahaan yang lebih muda mempunyai kinerja atau prospek yang lebih jelek dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang telah lama berdiri.

Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Keempat (H₄)

Berdasarkan hasil uji statistik t diketahui bahwa variabel SIZE (ukuran perusahaan) berpengaruh signifikan pada *underpricing*. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi sebesar

0,006 yang lebih kecil dari 0,05. Tanda pada koefisien regresi untuk variabel ukuran perusahaan adalah negatif, sebagaimana yang diduga, yang artinya semakin besar ukuran perusahaan maka tingkat *underpricing* akan semakin rendah, dan sebaliknya. Dengan demikian H₄ yang menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh negatif pada *underpricing*, diterima.

Konsisten dengan Sandhiaji (2004) serta Yolana dan Martani (2005), temuan ini menambah bukti empiris bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan dan negatif pada tingkat *underpricing*. Perusahaan besar umumnya lebih dikenal oleh masyarakat daripada perusahaan kecil. Karena lebih dikenal maka informasi mengenai perusahaan besar lebih banyak dan lebih mudah diperoleh investor dibandingkan perusahaan kecil. Hal ini akan mengurangi asimetri informasi pada perusahaan yang besar sehingga akan mengurangi tingkat *underpricing* daripada perusahaan kecil karena penyebaran informasi perusahaan kecil belum begitu banyak. Ukuran perusahaan yang besar mengindikasikan bahwa perusahaan dalam keadaan yang stabil (Dianingsih, 2003). Selain itu total aktiva yang besar dinilai akan memberikan kesempatan lebih bagi perusahaan untuk menambah penghasilan maupun mengurangi risiko ketidakpastian di masa yang akan datang.

Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Kelima (H₅)

Variabel TPDI (tujuan penggunaan dana untuk investasi) berpengaruh signifikan pada *underpricing*. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi sebesar 0,013 yang lebih kecil dari 0,05. Tanda pada koefisien regresi untuk variabel tujuan penggunaan dana untuk investasi adalah negatif, sebagaimana yang diduga, yang artinya semakin besar tujuan penggunaan dana untuk investasi maka tingkat *underpricing* akan semakin rendah dan sebaliknya. Dengan demikian H₅ yang menyatakan tujuan penggunaan dana untuk investasi berpengaruh negatif pada *underpricing*, diterima.

Temuan ini konsisten dengan Kim *et al.* (1993), yang menemukan bahwa penggunaan dana hasil IPO untuk keperluan investasi berhubungan negatif dengan tingkat *underpricing*. Dana IPO yang akan digunakan untuk investasi atau ekspansi oleh emiten dianggap sebagai sinyal positif oleh calon investor yang mengisyaratkan perusahaan tersebut akan semakin berkembang, dibandingkan dengan emiten yang akan menggunakan dana hasil IPOnya untuk membayar utang. Temuan ini mendukung Welch (1989) yang mengungkapkan jika dana IPO digunakan untuk keperluan investasi, investor dapat menganggap bahwa kualitas perusahaan adalah baik, sehingga tingkat *underpricing* rendah.

Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Keenam (H₆)

Hasil uji statistik *t* menunjukkan bahwa variabel ROA (profitabilitas perusahaan) tidak berpengaruh signifikan pada *underpricing*. Hal ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi sebesar 0,241 yang lebih besar dari 0,05. Dengan demikian H₆ yang menyatakan profitabilitas perusahaan berpengaruh negatif pada *underpricing*, tidak dapat diterima.

Tidak berpengaruhnya ROA (profitabilitas perusahaan) pada *underpricing* dapat diakibatkan oleh ketidakpercayaan investor atas informasi keuangan yang disajikan oleh emiten. Hal ini didukung oleh tidak berpengaruhnya reputasi auditor pada *underpricing*, yang artinya investor tidak mempertimbangkan reputasi auditor ketika akan melakukan investasi pada perusahaan yang melakukan IPO, karena investor menganggap tidak terdapat perbedaan kualitas informasi keuangan, baik yang diaudit oleh KAP big 4 maupun non big 4.

Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Ketujuh (H₇)

Berdasarkan nilai signifikansi dari hasil uji statistik sebesar 0,374 yang lebih kecil dari 0,05, maka dapat dinyatakan bahwa variabel *financial leverage* tidak berpengaruh signifikan pada tingkat *underpricing*. Hal ini berarti hipotesis ketujuh (H₇) yang menyatakan *financial leverage* berpengaruh positif pada *underpricing*, tidak dapat diterima.

Hal ini dapat disebabkan oleh ketidakpercayaan investor atas informasi keuangan yang disajikan oleh emiten, sebagaimana ketidakpercayaan investor pada informasi profitabilitas perusahaan (ROA) yang disajikan dalam prospektus. Selain itu, sampel dalam penelitian ini terdiri dari berbagai jenis industri, termasuk industri perbankan yang memiliki karakteristik yang berbeda dalam laporan keuangannya sebagaimana diungkapkan dalam Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 31: Akuntansi Perbankan (Revisi 2000) bahwa akuntansi dan laporan keuangan bank berbeda dengan jenis usaha lainnya. Kegiatan utama bank adalah menghimpun dana dari masyarakat dan menyalurkannya kembali kepada masyarakat. Dana yang dihimpun dari masyarakat tersebut merupakan kewajiban bagi bank dan dicatat sebagai utang. Oleh karena saldo utang yang besar pada neraca bank maka *financial leverage* yang terdapat pada industri perbankan berbeda secara signifikan dengan industri lainnya.

Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Kedelapan (H₈)

Variabel IND (jenis industri) ditemukan tidak berpengaruh signifikan pada *underpricing*. Hasil uji statistik *t* menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,337 yang lebih

besar dari 0,05. Dengan demikian H_8 yang menyatakan jenis industri berpengaruh negatif pada *underpricing*, tidak dapat diterima. Hal ini dapat diakibatkan pengukuran jenis industri dalam penelitian ini belum mewakili variasi jenis industri perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO. Penelitian ini hanya membedakan perusahaan yang melakukan IPO ke dalam kelompok perusahaan manufaktur dan non manufaktur, sedangkan masih terdapat jenis industri yang memiliki karakteristik khusus seperti industri perbankan.

Berdasarkan temuan ini, berarti investor tidak membedakan jenis industri dalam melakukan investasi pada perusahaan yang melakukan IPO. Investor menganggap risiko investasi terdapat pada semua jenis industri, sehingga peluang untuk memperoleh keuntungan pun dimiliki oleh semua jenis industri.

V. PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Tujuan penelitian ini adalah untuk meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *underpricing* saham pada penawaran saham perdana di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan pembahasan hasil penelitian secara empiris yang telah diuraikan, maka diperoleh simpulan bahwa tingkat *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia dipengaruhi oleh reputasi *underwriter*, ukuran perusahaan dan tujuan penggunaan dana untuk hasil IPO untuk investasi.

Reputasi *underwriter* berpengaruh negatif pada *underpricing*, yaitu semakin tinggi reputasi *underwriter* maka tingkat *underpricing* akan semakin rendah, dan sebaliknya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Beatty (1989), Carter dan Manaster (1990), Kim *et al.* (1993), How *et al.* (1995), Rosyati dan Sabeni (2002), Sandhiaji (2004), dan Gerianta (2008).

Ukuran perusahaan berpengaruh negatif pada *underpricing*, yang artinya semakin besar ukuran perusahaan maka tingkat *underpricing* akan semakin rendah, dan sebaliknya. Hasil ini konsisten dengan Sandhiaji (2004) serta Yolana dan Martani (2005).

Tujuan penggunaan dana hasil IPO untuk investasi berpengaruh negatif pada *underpricing*, yang artinya semakin besar tujuan penggunaan dana untuk investasi maka tingkat *underpricing* akan semakin rendah, dan sebaliknya. Temuan ini konsisten dengan Kim *et al.* (1993), yang menemukan bahwa penggunaan dana hasil IPO untuk keperluan investasi berhubungan negatif dengan tingkat *underpricing*.

Sedangkan reputasi auditor, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan (ROA), *financial leverage* (DER) dan jenis industri tidak mempunyai pengaruh signifikan pada

tingkat *underpricing*. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa faktor-faktor yang terkait kondisi fundamental perusahaan yaitu profitabilitas (ROA) dan *financial leverage* (DER) tidak mampu menjelaskan variabilitas *initial abnormal return*.

5.2 Keterbatasan dan Saran Penelitian

Penelitian ini masih memiliki keterbatasan-keterbatasan antara lain nilai koefisien determinasi (R^2) yang kecil bermakna bahwa kemampuan variabel-variabel independen dalam penelitian ini dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Oleh karena itu masih terdapat variabel-variabel lain yang berpengaruh pada *underpricing* yang perlu untuk diteliti, seperti kondisi ekonomi dan politik serta indikator kinerja keuangan lainnya mencakup profitabilitas, solvabilitas, maupun likuiditas perusahaan. Peneliti selanjutnya juga dapat melakukan analisis terhadap masing-masing industri untuk meningkatkan validitas eksternal penelitian, maupun memperbaiki pengukuran-pengukuran variabel misal menggunakan *Return on Equity* (ROE) sebagai ukuran profitabilitas perusahaan. *Return on Equity* (ROE) merupakan salah satu alat utama yang paling sering digunakan oleh investor dalam menilai suatu saham. Angka ROE merupakan gambaran, berapa yang bisa perusahaan hasilkan untuk setiap rupiah yang ditanamkan investor pada suatu perusahaan. Para analis sekuritas dan pemegang saham umumnya sangat memperhatikan rasio ROE (Tambunan, 2007). Selain itu jika terdapat sampel yang cukup, penelitian selanjutnya dapat menganalisis variabel tujuan penggunaan dana selain untuk investasi, misal untuk perbaikan struktur modal.

DAFTAR PUSTAKA

- Algifari. 1997. *Analisis Regresi, Teori, Kasus dan Solusi*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE Universitas Gajah Mada.
- Ang, Robert. 1997. *Pintar Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Anonim. *IDX Fact Book 1997 – 2010*. Jakarta: Research Division Bursa Efek Indonesia.
- Anonim. 2011. *Indonesian Capital Market Directory 2010*. Jakarta: Institute for Economics and Financial Research.
- Beatty, R.P. 1989. Auditor Reputation and The Pricing of IPO. *The Accounting Review*. Vol LXIV No 4. p 693-707.
- Brown, Stephen J. and Warner, Jerold B. 1980. Measuring Security Price Performance. *Journal of Financial Economics* 8. p. 205-258.
- . 1985. Using Daily Stock Returns (The Case of Event Studies). *Journal of Financial Economics* 14. p. 3-31.
- Carter, Richard and Manaster, Steven. 1990. Initial Public Offering and Underwriter Reputation. *Journal of Financial*. Vol 45. p 1045-1067.
- Cook, John P. and Officer, Dennis T. 1996. Is Underpricing a Signal of Quality in Second Initial Public Offerings?. *Quarterly Journal of Business and Economics*. Vol. 35 No.1. pp 67-78.
- Daljono. 2000. Analisa Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Initial Return Saham yang Listing di BEJ Tahun 1990-1997. *Makalah Seminar, Seminar Nasional Akuntansi III*. Depok.
- De Lorenzo, Massimo and Stefano Fabrizio. 2001. Asymmetric Information and The Role of Underwriter, The Prospectus and The Analyst in Underpricing of IPO. The Italian Case. Available from: URL: <http://www.ssrn.com>.
- Dianingsih, Harum I. 2003. Analisa 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.
- Gerianta, Wirawan Yasa. 2008. Penyebab Underpricing Pada Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol 3 No. 2.
- Ghozali, Imam. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Gumanti, Tatang Ari . 2005. Value Relevance of Accounting Information and The Pricing of Indonesian Initial Public Offerings. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 8, No. 3, September 2005. Hal. 250-265.
- Hanafi, M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Holland, K.M. and Horton J.G. 1993. Initial Public Offerings on The Unlisted Securities Market: The Impact of Profesional Advisor. *Accounting and Bussiness Research*. Vol. 24. No. 93. p 19-34.
- How, Janice C.Y., Izan H.Y., and Monroe Gary S. 1995. Differential Information and The Underpricing of Initial Public Offerings: Australian Evidence. *Journal of Accounting and Finance*. May. p 87-105.
- Islam, Md. Aminul., Ali, Ruhani dan Ahmad, Zamri. 2010. An Empirical Investigation of the Underpricing of Initial Public Offerings in the Chittagong Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 2, No. 4. p. 36-46.
- Jogiyanto. 2007. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi ke-6. Yogyakarta: BPFE.
- Kim, Keneth, A. and Hyun Shan Shin. 2001. The Underpricing of Seasoned Equity Offerings: 1983-1998. Available from: URL: <http://www.ssrn.com>.
- Kim Jeong Bon, Itzhak Krinsky and Jason Lee. 1993. Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea. *Journal of Business Financial and Accounting*. January. p. 195-211.
- Kooli, Maher and Suret Jean-Marc. 2002. The Underpricing of Initial Public Offerings: Further Canadian Evidence. Available from: URL: <http://www.ssrn.com>.
- Leone, Andrew J., Steve Rock., and Michael Willenborg. 2006. Disclosure of Intended Use of Proceeds and Underpricing in Initial Public Offering. *Working Paper*, University of Connecticut.
- Reese, J., William A. 1998. IPO Underpricing, Trading Volume and Investor Interest. Available from: URL: <http://www.ssrn.com>.
- Rosyati dan Sebeni, Arifin. 2002. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham pada Perusahaan Go Publik di Bursa Efek Jakarta (Tahun 1997 – 2000). *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi V*. 286-297.
- Sandhiaji, Bram Nugroho. 2004. “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing pada Penawaran Umum Perdana (IPO) Periode Tahun 1996-2002” (tesis). Semarang: Universitas Diponegoro.
- Sugiyono. 2007. *Metoda Penelitian Bisnis*. Cetakan ke-10. Bandung: Alfabeta.
- Tambunan, Andi Porman. 2007. *Menilai Harga Saham Wajar*. Cetakan ke-7. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.

- Titman and Wessels. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*. Vol. 43, No. 1. March. pp. 1-19.
- Trisnawati, Rina. 1999. Pengaruh Informasi Prospektus Pada Return Saham di Pasar Perdana. *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi II*. Malang.
- Watts, R. L. and Zimmerman, J. L. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 60 (1). p 131-156.
- Welch, I. 1989. Seasoned Offerings, Imitation Costs, and The Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*. 44(2). p 421-449.
- Yolana, Chastina dan Martani, Dwi. 2005. Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Fenomena Underpricing pada Penawaran Saham Perdana di BEJ Tahun 1994-2001. *Makalah Seminar, Seminar Nasional Akuntansi VIII*. Solo.

http://elearning.gunadarma.ac.id/docmodul/perkembangan_pasar_modal/BAB%201.%20PASAR%20MODAL%20INDONESIA.pdf
Diunduh pada tanggal 12 Oktober 2011.

<http://www.idx.co.id/Home/ListedCompanies/CompanyProfile/tabid/89/language/id-ID/Default.aspx>
Diunduh pada tanggal 1 November 2011.

<http://www.idx.co.id/Home/Information/ForCompany/HowToBeaListedCompany/tabid/177/language/id-ID/Default.aspx>
Diunduh pada tanggal 2 Januari 2012.