

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI UNDERPRICING PADA PENAWARAN UMUM PERDANA DI BURSA EFEK JAKARTA

Suyatmin & Sujadi

Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Surakarta

Abstract

The study aimed to examine the influence of factors in finance (firm size, ROI, financial leverage, EPS, proceeds, and current ratio) and non-finance (firm's age, auditor's and underwriter's reputations, and sort of industry) on underpricing. Referring to the purposive sampling method, the number of samples in this study was 49 firms from 1999 to 2003. Data analysis used t test, F test, R² test, and double linier regression with a 5 % level of significance.

The test of financial variable influence on underpricing. The F test showed that the financial variable influenced underpricing simultaneously. The independent variable in the model could explain the dependent variable at 22.8%. The test of non-financial variable influence on underpricing, significant variables were the auditor's and underwriter's reputations, and sort of industry. The firm's age variable influence on underpricing was insignificant. It means that the non-financial variable influenced underpricing simultaneously. The independent variable in the model could explain the dependent variable at 35.7%. The F test of financial and non-financial variable influences on underpricing simultaneously.

Keywords: *current ratio, underpricing, initial public offering*

PENDAHULUAN

Salah satu cara bagi perusahaan yang sedang berkembang untuk mendapatkan tambahan dana dalam rangka pembiayaan dan pengembangan usahanya adalah dengan cara melakukan *Go Public*. Dana yang diperoleh dalam *go public* biasanya selain digunakan untuk keperluan ekspansi juga untuk pelunasan hutang yang pada gilirannya diharapkan akan semakin meningkatkan posisi keuangan perusahaan di samping untuk memperkuat struktur permodalan. *Go public* juga dimaksudkan untuk memperkuat modal kerja perusahaan. Agar saham yang ditawarkan dapat diserap pasar (investor), pemilik perusahaan dituntut untuk bisa

menunjukkan bahwa perusahaannya merupakan perusahaan yang prospektif. Prospek tersebut selain ditandai oleh "baiknya" aliran kas perusahaan juga oleh tingkat pertumbuhan yang dialami. Selain itu, tingkat keuntungan yang diperoleh juga memegang peranan penting dalam keberhasilan penawaran perdana suatu perusahaan.

Pada saat perusahaan memutuskan untuk melakukan IPO (*Initial Public Offering*) tidak ada harga pasar sampai dimulainya pasar sekunder. Pada saat tersebut umumnya investor memiliki informasi terbatas seperti yang diungkapkan dalam prospektus. Prospektus memuat rincian informasi serta fakta

material tentang penawaran umum emiten baik berupa informasi keuangan maupun non keuangan. Informasi yang diungkapkan dalam prospektus akan membantu investor untuk membuat keputusan yang rasional mengenai risiko dan nilai saham sesungguhnya yang ditawarkan emiten.

Permasalahan penting yang dihadapi perusahaan ketika melakukan penawaran saham perdana di pasar modal adalah penutupan besarnya harga penawaran perdana. Harga saham yang dijual di pasar perdana ditentukan berdasarkan kesepakatan antara perusahaan emiten dan penjamin emisi (*underwriter*), sedangkan harga di pasar sekunder ditentukan oleh mekanisme pasar (permintaan dan penawaran). Jika penentuan harga saham saat IPO secara signifikan lebih rendah dibandingkan dengan harga yang terjadi di pasar sekunder di hari pertama, maka terjadi *underpricing*. Pihak emiten tentu menerapkan harga jual yang tinggi, karena dengan harga jual tinggi penerimaan dari hasil penawaran (*proceeds*) akan tinggi pula, yang berarti tingkat kesejahteraan (*wealth*) mereka juga akan semakin membaik. Di sisi lain, harga yang tinggi akan mempengaruhi respon atau minat calon investor untuk membeli atau memesan saham yang ditawarkan. Bila harga terlalu tinggi dan minat investor rendah, besar kemungkinan saham yang ditawarkan akan kurang menarik. Dengan demikian, jelas bahwa penetapan harga yang layak merupakan tugas antara emiten dan *underwriter*.

Investor menanamkan dananya di pasar perdana bertujuan untuk memperoleh *initial return* yang diperoleh dari selisih lebih antara harga di pasar sekunder dengan harga perdananya.

Adanya *initial return* ini mengindikasikan bahwa terjadi *underpricing* saham di pasar perdana ketika masuk ke pasar sekunder.

Harga saham pada penawaran perdana yang relatif rendah, disebabkan adanya asimetri informasi di pasar perdana (Trisnawati, 1998). Informasi asimetri ini dapat terjadi antara perusahaan emiten dengan perusahaan penjamin (Baron, 1982), atau antara investor *informed* dengan *uninformed* (Rock, 1986).

Pada model Baron, penjamin emisi memiliki informasi yang lebih baik mengenai permintaan terhadap saham-saham emiten dibandingkan dengan emiten. Penjamin emisi akan memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk memperoleh kesepakatan optimal dengan emiten yaitu dengan memperkecil risiko keharusan membeli saham yang tidak laku terjual. Karena emiten kurang memiliki informasi maka emiten harus menerima harga yang murah bagi penawaran sahamnya.

Pada model Rock, informasi asimetri terdapat pada kelompok *informed* investor dan *uninformed* investor. *Informed* investor mengetahui informasi lebih banyak mengenai prospek perusahaan emiten, sehingga kelompok *informed* investor hanya berpartisipasi pada saham-saham yang *underpriced*. Kelompok *uninformed* investor menerima alokasi yang tidak proporsional. Agar kelompok *uninformed* investor berpartisipasi dalam penawaran perdana maka emiten akan menerima harga yang murah (*underpriced*) bagi penawaran sahamnya.

Rina Trisnawati (1998) memfokuskan penelitian pada informasi keuangan dan

non keuangan pada prospektus terhadap *return* di Bursa Efek Jakarta. Faktor keuangan yang digunakan dalam penelitian itu adalah profitabilitas perusahaan yang diukur dengan *rate of return on total assets* (ROA) dan *financial leverage*. Faktor-faktor non keuangan adalah reputasi auditor, reputasi penjamin emisi dan prosentase saham. Hasilnya menunjukkan bahwa umur perusahaan berpengaruh signifikan dan positif dengan *initial returns*. Sementara variabel-variabel lain seperti reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, prosentase saham, ROA dan *financial leverage* tidak mempengaruhi secara signifikan *initial returns*.

Nurhidayati dan Nur Indriantoro (1998) dalam penelitian Henny Irniawan dan Payamta mengungkapkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel-variabel reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, persentase saham yang ditahan oleh pemegang saham lama, umur perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap tingkat *underpriced* pada penawaran perdana di BEJ. Hal ini menunjukkan bahwa para investor di BEJ tidak menggunakan informasi non akuntansi dalam pembuatan keputusannya.

Penelitian Fatchan Achyani (1999) memisahkan variabel penelitian antara informasi non akuntansi (reputasi auditor, reputasi *underwriter*, umur perusahaan, prosentase penawaran dan sektor industri) dan informasi akuntansi (profitabilitas perusahaan (ROA), *financial leverage*, dan ukuran perusahaan). Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel yang berpengaruh terhadap *initial returns* adalah informasi keuangan berupa *financial leverage* dan ukuran perusahaan. Informasi lain

yang terkandung dalam prospektus yaitu reputasi auditor, reputasi *underwriter*, umur perusahaan, prosentase penawaran, sektor industri dan profitabilitas perusahaan tidak digunakan oleh investor di pasar perdana.

Menurut Chandradewi (2000) dalam Misnen Ardiansyah yang menggunakan variabel keuangan yang sama dengan penelitian Kim *et al* (1995) yaitu laba per saham, *proceed*, tipe penawaran, dan indeks harga saham. Hasil analisis menunjukkan bahwa hanya laba per saham yang berpengaruh signifikan pada harga saham pasar, yang berarti mendukung penelitian Kim *et al* (1995). Sedangkan *proceed*, tipe penawaran dan IHSG tidak berpengaruh signifikan terhadap harga pasar saham.

Kartini dan Payamta (2002) menggunakan variabel yang terdiri dari *EPS*, *Financial Leverage*, *ROA*, reputasi auditor, reputasi *underwriter*, persentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, ukuran penawaran dan jenis industri untuk menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi *abnormal return*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel yang signifikan hanya *ROA*, reputasi auditor, reputasi *underwriter*, umur perusahaan, ukuran penawaran dan jenis industri.

Bandi, Y. Aryani dan Rahmawati (2003) meneliti laba per lembar saham, ukuran penawaran, tipe-tipe penawaran, indeks saham, kualitas *underwriter*, *proceeds*, *financial leverage* dan *ROA* terhadap harga pasar perusahaan yang melakukan IPO. Kesimpulan penelitian tersebut bahwa variabel laba per lembar saham, ukuran penawaran dan *proceeds* berpengaruh signifikan, sedangkan variabel-variabel

lain tidak mempengaruhi harga pasar saham.

Penelitian ini akan meneliti mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap tinggi rendahnya tingkat *underpricing* dari perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO. Penelitian ini menggunakan variabel independen umur perusahaan, reputasi auditor, reputasi *underwriter*, jenis industri, besaran perusahaan, laba per saham (*EPS*), ukuran penawaran (*proceeds*), *current ratio*, profitabilitas perusahaan (*ROI*) dan *financial leverage* terhadap *underpricing* yang diukur dengan *initial returns*.

Dalam perkembangannya, penelitian tentang perilaku harga saham pada penawaran perdana yang biasanya mengalami *underpricing* telah banyak dilakukan. Uniknya, beberapa penelitian dengan topik yang sama justru menemukan hasil yang tidak sama. Dengan kata lain, konflik temuan antara penelitian dengan objek yang sama masih belum ditemukan.

TINJAUAN PUSTAKA

• Penawaran Umum Perdana (*Initial Public Offering*)

Sejalan dengan perkembangan perekonomian, semakin meningkat pula upaya perusahaan untuk mengembangkan usahanya dan melakukan kegiatan dalam rangka meraih dana untuk ekspansi bisnis. Salah satu alternatif pemenuhan dana bagi ekspansi tersebut adalah dengan melakukan *go public*. *Go Public* adalah peristiwa penawaran saham yang dilakukan oleh perusahaan (emiten) kepada masyarakat umum (investor) untuk pertama kalinya (Sunariyah, 2003:20). Pengertian pertama kali

menyatakan bahwa istilah *go public* hanya dipakai pada waktu pertama kali perusahaan menjual saham. Arti pertama kali ini disebut pasar perdana. Menurut Klinik *Go Public* dan Investasi (Publikasi BEJ) dalam Eduardus Tandelilin (2001:35), *Go Public* atau penawaran umum merupakan kegiatan yang dilakukan emiten untuk menjual sekuritas kepada masyarakat, berdasarkan tata cara yang diatur undang-undang dan peraturan pelaksanaannya.

Suad Husnan (1996:14) menyatakan bahwa dengan menerbitkan saham di pasar modal berarti perusahaan tidak hanya dimiliki pemilik lama (*founders*) tetapi juga dimiliki oleh masyarakat. Hal ini memungkinkan pemilik lama (*founders*) memperoleh *fair prices* atas saham yang ditawarkan perusahaan. *Fair prices* terjadi karena proses penawaran di pasar modal melibatkan banyak pelaku pasar modal yang membuat informasi lebih transparan. Persaingan antar investor juga mengakibatkan harga menjadi wajar. Penetapan harga yang wajar di pasar modal ini tergantung pada konsep efisiensi pasar modal. Pasar modal yang efisien menurut Suad Husnan (2001:264) didefinisikan sebagai *pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan*. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut.

Perusahaan yang menerbitkan saham dapat menjualnya melalui dua cara: (1) penjualan atau penempatan langsung saham kepada beberapa investor tertentu, baik perorangan maupun lembaga (*privat placement*), dan (2) penjualan saham pada masyarakat melalui pasar modal (*public*

offering) dengan perantara perusahaan penjamin emisi. Saham yang dijual melalui *public offering* dapat digolongkan dalam dua kelompok: (1) *seasoned securities* dan (2) *unseasoned securities*. Penjualan *seasoned securities* merupakan penjualan lembar saham tambahan dari lembar saham yang sudah beredar di pasar modal, dan oleh karenanya investor memiliki pegangan dalam menentukan harga saham baru yang akan dijual, yang setidaknya akan dihargai sebesar atau mendekati harga saham yang sudah beredar. Sebaliknya, dalam IPO (*Initial Public Offering*) akan melibatkan penjualan *unseasoned securities*, yaitu perusahaan baru pertama kali menjual saham kepada masyarakat dan oleh karena itu tidak ada harga pasar yang ditetapkan bagi saham-saham baru ini di pasar modal. Dalam hal ini, harga *unseasoned securities* ditentukan berdasarkan negosiasi antara emiten dengan perusahaan penjamin emisi.

Terdapat beberapa alasan perusahaan berupaya memperoleh dana dengan melakukan *go public* di pasar modal. Menurut Syahrir (1995:22), alasan-alasan perusahaan menawarkan sahamnya di pasar modal adalah sebagai berikut:

1. Kebutuhan akan dana untuk melunasi hutang baik jangka pendek maupun jangka panjang sehingga mengurangi beban bunga.
2. Meningkatkan modal kerja.
3. Membiayai perluasan perusahaan (pembangunan pabrik baru, peningkatan kapasitas produksi).
4. Memperluas jaringan pemasaran dan distribusi.
5. Meningkatkan teknologi produksi.

6. Membayar sarana penunjang (pabrik, perawatan kantor dan lain-lain).

Perusahaan melakukan penawaran umum perdana bertujuan untuk mendapat dana dari masyarakat yang dapat segera dimanfaatkan untuk pengembangan perusahaan.

Pasar perdana terjadi pada saat perusahaan emiten menjual sekuritasnya kepada investor umum untuk pertama kalinya (Eduardus Tandelilin, 2001:14). Sebelum menawarkan saham di pasar perdana, perusahaan emiten sebelumnya akan mengeluarkan informasi mengenai perusahaan secara detail (disebut juga **prospektus**).

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPE-NGARUHI UNDERPRICING

Faktor-faktor yang diduga mempengaruhi *Underpricing* di antaranya adalah:

1. Umur Perusahaan

Umur perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dapat bertahan hidup dan banyaknya informasi yang bisa diserap oleh publik. Semakin panjang umur perusahaan semakin banyak informasi yang bisa diserap masyarakat (Daljono, 2000 dalam Hadri Kusuma, 2001). Dalam kondisi normal, perusahaan yang telah lama berdiri akan mempunyai publikasi perusahaan lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan yang masih baru. Calon investor tidak perlu mengeluarkan biaya yang lebih banyak untuk memperoleh informasi dari perusahaan yang melakukan IPO tersebut. Jadi perusahaan yang telah lama berdiri mempunyai tingkat *underpriced* yang lebih

rendah daripada perusahaan yang masih baru.

2. Besaran Perusahaan

Suatu perusahaan yang memiliki skala ekonomi yang tinggi diharapkan akan mampu bertahan dalam waktu yang lama. Kebanyakan investor lebih memilih untuk menginvestasikan modalnya di perusahaan yang memiliki skala ekonomi yang lebih tinggi. Ukuran perusahaan dijadikan proksi tingkat ketidakpastian, karena perusahaan yang berskala besar umumnya lebih dikenal oleh masyarakat daripada perusahaan yang berskala kecil. Karena lebih dikenal, maka informasi mengenai perusahaan besar lebih banyak dibandingkan perusahaan yang berukuran kecil. Bila informasi yang ada ditangan investor banyak, maka tingkat ketidakpastian investor akan masa depan perusahaan bisa diketahui. Oleh karena itu, investor bisa mengambil keputusan lebih tepat bila dibandingkan dengan pengambilan keputusan tanpa informasi (Kartini dan Payamta, 2002). Dengan demikian, perusahaan yang berskala besar mempunyai tingkat *underpriced* yang lebih rendah daripada perusahaan yang berskala kecil.

3. Reputasi Auditor

Auditor sebagai salah satu profesi penunjang pasar modal berfungsi melakukan pemeriksaan terhadap laporan keuangan perusahaan yang akan melakukan *go public*. Hasil pengujian auditor ini sangat dibutuhkan oleh pihak-pihak yang berkepentingan untuk pengambilan keputusan. Auditor yang mempunyai banyak klien berarti auditor tersebut mendapat kepercayaan yang lebih

dari klien untuk membawa nilai perusahaan klien ke pasar modal (Kartini dan Payamta, 2002).

4. Reputasi Penjamin Emisi

Dalam menentukan harga penawaran untuk saham perusahaan yang baru pertama kali diterbitkan, *underwriter* berhadapan dengan ketidakpastian pasar. Perusahaan yang menggunakan *underwriter* yang berkualitas akan mengurangi tingkat ketidakpastian yang tidak dapat diungkapkan oleh informasi yang terdapat dalam prospektus dan menunjukkan bahwa informasi privat dari emiten mengenai prospek perusahaan tidak menyesatkan investor. Penelitian Carter dan Manaster (1990) menunjukkan bahwa semakin tinggi reputasi penjamin emisi, tingkat *underpriced* akan semakin rendah (Henny Irniawan dan Payamta, 2004).

5. Jenis Industri

Setiap kelompok industri mempunyai karakteristik tertentu yang berbeda dari kelompok industri lain. jenis industri merupakan variabel *dummy*. Pada hakekatnya variabel *dummy* ini dimaksudkan untuk menunjukkan apakah tingkat *underpriced* perusahaan dari industri manufaktur berbeda dengan perusahaan dari industri non manufaktur. Penelitian Michaelly dan Shaw (1995) dalam Misnen Ardiansyah (2004) menemukan bahwa *initial returns* dipengaruhi oleh reputasi auditor, *log offer-size*, reputasi penjamin emisi, dan variabel industri (*dummy*). Investor kemungkinan memperhatikan jenis industri dalam mempertimbangkan keputusan investasinya.

6. Laba Per Saham (EPS)

Informasi mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan dapat membantu investor untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas yang baik di masa mendatang. Variabel *EPS* merupakan *proxy* bagi laba per saham perusahaan yang diharapkan dapat memberikan gambaran bagi investor mengenai bagian keuntungan yang dapat diperoleh dalam suatu periode tertentu dengan memiliki suatu saham. Hasil empiris menunjukkan bahwa semakin tinggi *EPS*, semakin tinggi pula harga saham (Misnen Ardiansyah, 2004).

7. Ukuran Penawaran (*Proceeds*)

Pada saat perusahaan menawarkan saham baru maka terdapat aliran kas masuk dari *proceeds* (penerimaan dari pengeluaran saham). *Proceeds* menunjukkan besarnya ukuran penawaran saat IPO. Melalui IPO diharapkan akan menyebabkan membaiknya prospek perusahaan yang terjadi karena ekspansi atau investasi yang akan dilakukan atas hasil IPO. Oleh karena itu, diduga bahwa *proceeds* berhubungan positif dengan harga pasar saham karena semakin tinggi *proceeds*, semakin rendah ketidakpastian yang berarti semakin tinggi harga saham. Dengan demikian semakin tinggi *proceeds*, *initial returns* semakin kecil (Misnen Ardiansyah, 2004).

8. *Current Ratio*

Current ratio merupakan rasio yang menunjukkan likuiditas suatu perusahaan. Semakin tinggi *Current Ratio* suatu perusahaan berarti semakin kecil risiko kegagalan perusahaan dalam memenuhi

kewajiban jangka pendeknya. Sehingga, risiko yang akan ditanggung pemegang saham juga semakin kecil. Jadi, semakin besar *Current ratio* semakin kecil *initial returns* (Misnen Ardiansyah, 2004).

9. *Rate of Return on Investment (ROI)*

ROI merupakan ukuran profitabilitas perusahaan. Pertimbangan memasukkan variabel ini karena profitabilitas perusahaan memberikan informasi kepada pihak luar mengenai efektifitas operasional perusahaan. Profitabilitas perusahaan yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba di masa yang akan datang. Profitabilitas yang tinggi suatu perusahaan mengurangi ketidakpastian bagi investor sehingga menurunkan tingkat *underpricing* (Kim *et al.* 1993 dalam Misnen Ardiansyah, 2004).

10. *Financial Leverage*

Financial leverage dipertimbangkan sebagai variabel keuangan dalam penelitian ini karena secara teoritis *financial leverage* menunjukkan risiko suatu perusahaan sehingga berdampak pada ketidakpastian suatu harga saham (Kim *et al.* 1993 dalam Misnen Ardiansyah, 2004). *Financial leverage* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang dengan *equity* yang dimilikinya. Seorang investor yang menginvestasikan dananya pada surat berharga tidak bisa hanya melihat kecenderungan harga saham saja. Performa perusahaan akan tetap sebagai dasar dan sekaligus titik awal penilaian. *Financial leverage* yang tinggi menunjukkan risiko finansial atau risiko kegagalan perusahaan untuk mengembalikan pinjaman akan semakin tinggi, dan sebaliknya. Oleh karena semakin tinggi

financial leverage suatu perusahaan, maka *initial returns*-nya semakin besar (Daljono, 2000; Kim et al.,1995; dalam Misnen Ardiansyah, 2004 dan Trisnawati, 1998).

TINJAUAN PENELITIAN SEBELUMNYA

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menguji pengaruh variabel-variabel keuangan dan variabel-variabel signaling terhadap tingkat *underpricing* pada sebagian besar saham perusahaan yang melakukan IPO.

Rina Trisnawati (1998) menguji pengaruh informasi prospektus terhadap *initial return* di pasar perdana. Variabel dependen dalam penelitian tersebut adalah *initial return*, sedangkan variabel independennya adalah reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, prosentase penawaran saham saat IPO, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan yang diukur dengan *rate of return on total assets* (ROA) dan *financial leverage*. Sampel yang digunakan adalah 47 perusahaan yang melakukan *go public* selama tahun 1994 dan 1995. Hasilnya menunjukkan bahwa hanya umur perusahaan yang berpengaruh signifikan dan positif dengan *initial return*. Sementara variabel-variabel lain seperti reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, prosentase saham, ROA dan *financial leverage* tidak mempengaruhi secara signifikan *initial return*.

Bandi, Y. Aryani dan Rahmawati (2003) dalam “Peranan Variabel Keuangan dalam Penentuan Harga Pasar Saham Perusahaan Sesudah Penawaran Umum Perdana”, mencoba melihat peranan variabel-variabel keuangan dan variabel *signaling* dalam penentuan harga

pasar saham saat *listing* hari pertama di pasar sekunder. Sampel yang digunakan adalah perusahaan yang melakukan penawaran perdana pada tahun 1994 sampai dengan tahun 1996 yaitu sebanyak 68 perusahaan. Variabel dependen adalah harga saham sesudah IPO. Variabel independen meliputi laba per lembar saham, ukuran penawaran, tipe-tipe penawaran saham, indeks saham, kualitas *underwriter*, *proceeds*, *financial leverage* dan ROA. Teknik analisis statistik yang digunakan untuk menganalisis data adalah model regresi. Model regresi dalam penelitian tersebut ada dua, yaitu model *benchmark* dan model *augmented* dengan variabel-variabel signaling.

Pada model *benchmark*, model regresi signifikan pada $\alpha = 5\%$. Variabel laba per lembar saham (EPS) dengan nilai signifikansi 0,024 dan jumlah saham yang ditawarkan dengan nilai signifikansi 0,021 berpengaruh pada harga, sedangkan indeks harga saham dengan nilai signifikansi 0,341 tidak berpengaruh pada harga saham. Pada model *augmented*, variabel laba per lembar saham (EPS) signifikansi 0,188; kualitas penjamin emisi signifikansi 0,631; *financial leverage* signifikansi 0,610; dan ROA signifikansi 0,747 tidak berpengaruh pada harga saham. Variabel independen yang lain, yaitu ukuran penawaran signifikansi 0,000 dan *proceeds* signifikansi 0,000 berpengaruh pada harga saham.

Kartini dan Payamta (2002) dalam “Analisis Perilaku Harga Saham dan Faktor-faktor yang Mempengaruhinya pada Penawaran Perdana di BEJ”, bertujuan untuk mengetahui perilaku harga saham pada saat IPO dan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap tinggi

rendahnya perilaku harga saham tersebut. Faktor independen yang digunakan adalah laba per lembar saham (*EPS*), *financial leverage*, profitabilitas perusahaan (*ROA*), reputasi auditor, reputasi *underwriter*, persentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, ukuran perusahaan dan jenis industri, sedangkan variabel dependennya adalah *abnormal return* yang mencerminkan harga saham. Sampel yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah perusahaan yang melakukan penawaran perdana periode tahun 1999 sampai dengan tahun 2000, yaitu sebanyak 43 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam periode 1 Januari 1999 sampai dengan 31 Juli 2000 harga saham perdana di BEJ rata-rata *underpriced* yang ditunjukkan dengan nilai *abnormal return* yang positif. Dari faktor-faktor yang dianalisis, variabel *financial leverage*, persentase saham yang ditawarkan, laba per lembar saham dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Sedangkan variabel independen yang lain, yaitu profitabilitas perusahaan (*ROA*), reputasi auditor, reputasi *underwriter*, umur perusahaan dan jenis industri berpengaruh signifikan pada level 5% baik secara individu maupun secara bersama-sama terhadap variabel dependen, yaitu *abnormal return*.

Misnen Ardiansyah (2004) menguji pengaruh variabel keuangan dan non keuangan *initial returns*. Sampel yang digunakan adalah perusahaan yang melakukan IPO tahun 1995 sampai dengan tahun 2001 yang dipilih berdasarkan *purposive sampling*, yaitu sebanyak 64 perusahaan. Variabel dependen terdiri dari *return* awal dan *return* 15 hari setelah IPO, sedangkan variabel

independen adalah *rate of return on total assets/ROA*, *financial leverage/FL*, *earnings per share/EPS*, *proceeds*, pertumbuhan laba, dan *current ratio/CR* sebagai variabel independen utama (variabel keuangan) serta umur perusahaan, reputasi penjamin emisi, reputasi auditor, jenis industri, dan kondisi perekonomian sebagai variabel pengontrol (variabel non-keuangan).

Dari hasil regresi pengaruh variabel keuangan terhadap *return* awal, besarnya *Adjusted R²* adalah 0,534 yang berarti 53,4% variasi *return* awal bisa dijelaskan oleh variabel independen utama. Hasil uji signifikansi simultan menunjukkan nilai F_{hitung} sebesar 11,300 dengan tingkat signifikansi 0,000. Hasil Uji-t menunjukkan bahwa hanya variabel *earnings per share/EPS* yang signifikan pada level 5% terhadap *initial returns*, dengan nilai signifikansi 0,001. Variabel keuangan yang lain yaitu *ROA*, *financial leverage*, *proceeds*, pertumbuhan laba dan *current ratio* tidak signifikan. Hasil regresi pengaruh variabel keuangan dan variabel non keuangan terhadap *initial returns* menunjukkan bahwa besarnya *Adjusted R²* adalah 0,602. Berarti, 60,2% variasi *return* awal bisa dijelaskan oleh variabel keuangan dan variabel non keuangan. Hasil uji signifikansi simultan menunjukkan nilai F_{hitung} sebesar 8,951 dengan tingkat signifikansi 0,000. Hasil Uji-t menunjukkan bahwa untuk variabel keuangan hanya *earnings per share/EPS* yang signifikan pada level 0,033 terhadap *initial return*. Sedangkan untuk variabel non keuangan, hanya kondisi perekonomian yang signifikan pada level 0,006. Variabel-variabel yang lain tidak signifikan terhadap *initial return* karena nilai signifikansi di atas 0,005.

PERUMUSAN HIPOTESIS

Berdasarkan kerangka teoritik dan penjelasan di atas, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

- H₁: Besaran perusahaan berpengaruh secara signifikan positif terhadap *underpricing*.
- H₂: ROI berpengaruh secara signifikan positif terhadap *underpricing*.
- H₃: *Financial leverage* berpengaruh secara signifikan positif terhadap *underpricing*.
- H₄: Laba per saham berpengaruh secara signifikan positif terhadap *underpricing*.
- H₅: Ukuran Penawaran (*proceeds*) berpengaruh secara signifikan positif terhadap *underpricing*.
- H₆: *Current Ratio* berpengaruh secara signifikan positif terhadap *underpricing*.
- H₇: Umur perusahaan berpengaruh secara signifikan positif terhadap *underpricing*.
- H₈: Reputasi auditor berpengaruh secara signifikan positif terhadap *underpricing*.
- H₉: Reputasi *underwriter* berpengaruh secara signifikan positif terhadap *underpricing*.
- H₁₀: Jenis industri berpengaruh secara signifikan positif terhadap *underpricing*.

- H₁₁: Secara bersama-sama umur perusahaan, besaran perusahaan, reputasi auditor, reputasi *underwriter*, jenis industri, laba per saham, ukuran penawaran, *current ratio*, ROI, *Financial leverage* berpengaruh secara signifikan positif terhadap *underpricing*.

METODE PENELITIAN

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang melakukan *go public* di Bursa Efek Jakarta periode tahun 1999 sampai tahun 2003 total perusahaan yang melakukan IPO sebanyak 89 perusahaan.

Metode Pengambilan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2000: 78). Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan *go public* selama periode tahun 1999 sampai tahun 2003 yang sahamnya mengalami *underpricing*.
2. Tanggal *listing*nya di BEJ dan harga penawaran perdana tersedia.
3. Laporan keuangan yang digunakan adalah laporan keuangan yang tercantum dalam *Indonesian Capital Market Directory* sebelum perusahaan *go public*.
4. Data harga penutupan (*closing price*) tersedia di BEJ UNS.

Tabel 1. Seleksi Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
• Perusahaan yang melakukan IPO periode 1999-2003	89
• Perusahaan yang harga saham perdananya tidak mengalami <i>underpricing</i>	(20)
• Perusahaan yang mengalami <i>underpricing</i>	69
• Perusahaan yang datanya tidak lengkap	(20)
• Perusahaan yang terpilih sebagai sampel	49

A. Data dan Sumber Data

Data-data yang digunakan diperoleh dari data sekunder yang dipublikasikan di BEJ, *Jakarta Stock Exchange (JSX) fact book*. Data mengenai laporan keuangan perusahaan yang *go public* di BEJ diperoleh dari prospektus dan *Indonesian Capital Market Directory* serta sumber lain yang mendukung penelitian, dan data harga penutupan hari pertama di pasar sekunder diperoleh dari *Data Base Pasar Modal* Pusat

B. Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini menggunakan variabel independen dan dependen. Variabel independen terdiri dari:

1. Umur Perusahaan (*AGE*)

Variabel ini diukur dengan lamanya perusahaan beroperasi yaitu sejak perusahaan itu didirikan (*established date*) sampai dengan saat perusahaan melakukan IPO (*listing date*). Umur perusahaan dihitung dalam skala

bulanan (Rina Trisnawati, 1998; Hadri Kusuma, 2001; Nasirwan, 2002; Kartini dan Payamta, 2002; Misnen Ardiansyah, 2004; Henny Irniawan dan Payamta, 2004).

2. Besaran perusahaan (*SIZE*)

Besaran perusahaan diukur dengan menghitung *log natural* total aktiva tahun terakhir sebelum perusahaan tersebut *listing* (Kartini dan Payamta, 2002; Misnen Ardiansyah, 2004; Henny Irniawan dan Payamta, 2004).

3. Reputasi Auditor (*AUD*)

Reputasi auditor ini diukur berdasarkan frekuensi auditor yang melakukan audit terhadap laporan keuangan perusahaan publik. Dalam penelitian ini, peneliti membuat rangking auditor dengan cara membuat *record* dari perusahaan yang melakukan IPO dan membuat urutan sesuai dengan frekuensi auditor yang melakukan audit. Auditor yang termasuk dalam empat besar (*big four*) adalah Prasetio, Utomo dan Co.; Hans Tuanakotta dan Mustofa; Doli, Bambang dan Sudarmaji; dan Drs.Johan, Malonda dan Co. Asumsinya bila emiten menggunakan auditor yang termasuk dalam kategori "*big four*" diberi skala 1 dan bila emiten tidak menggunakan auditor yang termasuk dalam kategori "*big four*" diberi skala 0 (Henny Irniawan dan Payamta, 2004 dalam Sunariyah, 2002 dan Kartini dan Payamta, 2002 dalam Nur Hidayati dan Indriantoro, 1998).

4. Reputasi *Underwriter* (*IBNK*)

Ukuran reputasi *underwriter* diperoleh dari rangking yang disusun oleh

BAPEPAM didasarkan pada *total value*. Data tersebut diperoleh dari *JSX Statistics* maupun *JSX Fact Book* untuk periode tahun 1999-2003. Asumsinya bila emiten menggunakan penjamin emisi yang ada dalam daftar tersebut diberi angka 1 dan bila penjamin emisi emiten tidak termasuk dalam daftar tersebut diberi angka 0 (Henny Irniawan dan Payamta, 2004 dalam Sunariyah, 2002 dan Kartini dan Payamta, 2002 dalam Nur Hidayati dan Indriantoro, 1998)

5. Jenis Industri

Jenis industri dalam penelitian ini dibedakan menjadi dua, yaitu industri manufaktur dan non manufaktur. Kelompok perusahaan manufaktur diberi skala 1 dan kelompok perusahaan non manufaktur diberi skala 0 (Kartini dan Payamta, 2002 dan Misnen Ardiansyah, 2004).

6. Laba Per Saham (*EPS*)

Labanya per saham atau *Earnings Per Share (EPS)* adalah rasio antara laba bersih dengan jumlah saham biasa yang beredar (Bandi, Y.Aryani, dan Rahmawati, 2002; Kartini dan Payamta, 2002; dan Misnen Ardiansyah, 2004).

7. Ukuran Penawaran (*K*)

Ukuran penawaran atau *proceeds* merupakan hasil yang diterima dari pengeluaran saham. Variabel ini diukur dengan nilai penawaran saham perusahaan pada saat melakukan IPO. Nilai penawaran saham ini dapat dihitung dengan harga penawaran (*offering price*) dikalikan dengan jumlah lembar saham yang diterbitkan (*shares offered*) (Nasirwan, 2002; Bandi,

Y.Aryani, dan Rahmawati, 2002; Misnen Ardiansyah, 2004; Henny Irniawan dan Payamta, 2004).

8. *Current Ratio (CR)*

Current ratio merupakan rasio utang lancar terhadap aktiva lancar. *Current ratio* merupakan proksi yang digunakan untuk mengukur likuiditas suatu perusahaan (Misnen Ardiansyah, 2004).

9. *Rate of Return on Investment (ROI)*

Variabel ini merupakan rasio *net income* terhadap total investasi.

10. *Financial leverage (FL)*

Variabel ini diukur dengan rasio *total debt* terhadap *equity* (Hadri Kusuma, 2001; Kartini dan Payamta, 2002; Bandi, Y.Aryani, dan Rahmawati, 2002; Misnen Ardiansyah, 2004; Henny Irniawan dan Payamta, 2004).

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *underpricing*. Variabel ini diukur dengan *initial return*, yaitu selisih antara harga saham pada hari pertama penutupan (*closing price*) pada pasar sekunder dibagi dengan harga penawaran perdana (*offering price*) dikali 100%. Secara sistematis dapat dirumuskan sebagai berikut (Misnen Ardiansyah, 2004):

$$IR = \frac{P_{t1} - P_{t0}}{P_{t0}} \times 100\%$$

Keterangan:

IR : return awal

P_{t0} : harga penawaran perdana

P_{t1} : harga penutupan (*closing price*) pada hari pertama perusahaan melakukan IPO

C. Metode Analisis Data

Untuk mengetahui pengaruh perubahan variabel independen terhadap dependen baik secara sendiri-sendiri maupun secara bersama-sama, maka digunakan Regresi Berganda (*Multiple regression*). Sebelum dilakukan pengujian dengan regresi berganda, variabel-variabel penelitian diuji apakah memenuhi asumsi klasik persamaan regresi berganda, yaitu tidak adanya *heteroskedastisitas*, *autokorelasi* dan *multikolinearitas*.

1. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik terdiri dari pengujian-pengujian sebagai berikut:

a. Uji Autokorelasi

Uji *autokorelasi* bertujuan untuk menguji apakah suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi maka dinamakan ada problem *autokorelasi* (Imam Ghazali, 2001:67). *Autokorelasi* muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Uji yang digunakan untuk mendeteksi adanya *autokorelasi* ini adalah Uji *Durbin Watson* (*DW*). Kriteria pengambilan kesimpulan dalam uji *Durbin Watson* adalah (Damodar Gujarati, 1991:217):

- Jika $DW < d_L$ atau $DW > 4 - d_L$, maka terdapat *autokorelasi*.
- Jika $d_U < DW < 4 - d_U$, maka tidak terdapat *autokorelasi*.

- Jika $d_L \leq DW \leq d_U$ atau $4 - d_U \leq DW \leq 4 - d_L$, uji *Durbin Watson* tidak menghasilkan kesimpulan yang pasti (*inconclusive*).

b. Uji *Multikolinearitas*

Uji *multikolinearitas* bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas/independen (Imam Ghazali, 2001; 63). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel bebas/independen. Adanya *multikolinearitas* dapat dilihat dari *tolerance value* atau *Variance Inflation Factor* (*VIF*). Batas dari *tolerance value* adalah di atas angka 0,10, sedangkan batas *VIF* adalah 10 dan mempunyai angka mendekati 1. Jika *tolerance value* di bawah 0,10 atau nilai *VIF* di atas 10 maka terjadi *multikolinearitas*.

c. Uji *Heteroskedastisitas*

Uji *heteroskedastisitas* bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut *homoskedastisitas* dan jika berbeda disebut *heteroskedastisitas* (Imam Ghazali, 2001:81). Model regresi yang baik adalah tidak terjadi *heteroskedastisitas*. Deteksi adanya *heteroskedastisitas* dapat dilakukan dengan menggunakan model *Glejser* dengan meregres nilai absolut residual terhadap variabel bebas/independen. Jika nilai probabilitasnya di atas tingkat kepercayaan 5%, maka

dapat disimpulkan model regresi tidak mengandung adanya *heteroskedastisitas*.

2. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi variabel terikat/dependen dan variabel bebas/independen keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak (Imam Ghozali, 2001:83). Model regresi yang baik adalah model yang berdistribusi normal atau mendekati normal. Uji normalitas dapat dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov (*goodness of fit*). Dasar pengambilan keputusan adalah jika probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5% ($\geq 5\%$) maka model regresi memenuhi asumsi normalitas (Imam Ghozali, 2001:84).

3. Pengujian Koefisien Regresi Parsial (Uji t)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Imam Ghozali, 2001:45).

Langkah-langkah pengujian uji t adalah sebagai berikut (Djarwanto Ps. dan Pangestu Subagyo, 1993:196):

- a. Penentuan formulasi hipotesis

H_0 : Koefisien Regresi tidak signifikan.

H_1 : Koefisien Regresi signifikan.

- b. Menentukan *level of significance* (α) = 5% dengan nilai *level of significance* sebesar 95%, dengan *degree of freedom* (df) = (n-1).

- c. Menentukan kriteria pengujian dua sisi

H_0 diterima jika $-t(\alpha/2;n-1) \leq t_{hitung} \leq t(\alpha/2;n-1)$ (nilai probabilitas (nilai *sig*) < 0,05).

- d. H_0 ditolak jika $t_{hitung} < -t(\alpha/2;n-1)$ atau $t_{hitung} > t(\alpha/2;n-1)$ (nilai probabilitas (nilai *sig*) $\geq 0,05$).

- e. Kesimpulan.

4. Pengujian Koefisien Regresi Serentak (Uji F)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas/independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen (Imam Ghozali, 2001:46). Langkah-langkah dalam pengujian Uji F adalah (Djarwanto Ps. dan Pangestu Subagyo, 1993:269):

- a. Penentuan formulasi hipotesis

H_0 : Koefisien Regresi tidak signifikan.

H_1 : Koefisien Regresi secara simultan signifikan.

- b. Menentukan *level of significance* (α) = 5% dengan nilai *level of significance* sebesar 95%, dengan *degree of freedom* (k-1, n-k).

- c. Menentukan kriteria pengujian satu sisi

H_0 diterima jika $F_{hitung} \leq F_{tabel}(\alpha; k-1;n-k)$.

H_0 ditolak jika $F_{hitung} > F_{tabel}(\alpha; k-1;n-k)$.

- d. Kesimpulan.

Persamaan Regresi Berganda tiap-tiap model dalam penelitian ini adalah:

Persamaan Regresi Berganda Model 1:

$$IR_1 = a + b_1SIZE + b_2ROI + b_3FL + b_4EPS + b_5K + b_6CR + \varepsilon$$

Keterangan:

- IR_1 : Initial Returns Model 1
- a : Konstanta
- b_1 - b_6 : Koefisien Regresi
- $SIZE$: Besaran Perusahaan
- ROI : *Rate of Return on Investment*
- FL : *Financial Leverage*
- EPS : Laba per Saham
- K : *Proceeds*
- CR : *Current Ratio*
- ε : Residual

Persamaan Regresi Berganda Model 2:

$$IR_2 = a + b_1AGE + b_2AUD + b_3IBNK + b_4IE + \varepsilon$$

Keterangan:

- IR_2 : *Initial Returns Model 2*
- a : Konstanta
- b_1 - b_4 : koefisien Regresi
- AGE : Umur Perusahaan
- AUD : Reputasi Auditor
- $IBNK$: Reputasi *Underwriter*
- IE : Jenis Industri
- ε : Residual

Persamaan Regresi Berganda Model 3:

$$IR_3 = a + b_1SIZE + b_2ROI + b_3FL + b_4EPS + b_5K + b_6CR + b_7AGE + b_8AUD + b_9IBNK + b_{10}IE + \varepsilon$$

Keterangan:

- IR_3 : *Initial returns Model 3*
- b_1 - b_{10} : Koefisien Regresi
- $SIZE$: Besaran Perusahaan
- ROI : *Rate of Return on Investment*
- FL : *Financial Leverage*
- EPS : Laba Per Saham
- K : *Proceeds*
- CR : *Current Ratio*
- AGE : Umur Perusahaan
- AUD : Reputasi Auditor
- $IBNK$: Reputasi *Underwriter*
- IE : Jenis Industri
- ε : Residual

5. Pengujian Ketepatan Perkiraan (Uji R²)

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui seberapa besar keterikatan atau keeratan untuk variabel dependen (*underpricing*) yaitu Y dari variabel independennya. Koefisien korelasi berganda biasanya diberi simbol R². R² (*coefficient of determination*) yang digunakan adalah yang telah memperhitungkan jumlah variabel independen dalam suatu model regresi atau disebut R² yang telah disesuaikan (*Adjusted-R²*). *Adjusted-R²* diperoleh dengan rumus sebagai berikut (Damodar Gujarati, 1991: 102):

$$Adjusted-R^2 = 1 - (1 - R^2) \frac{n-1}{n-k}$$

Keterangan:

- Adjusted-R²* : koefisien determinasi disesuaikan.
- R² : koefisien determinan.
- n : jumlah sampel pengamatan.
- k : jumlah variabel.

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

A. Analisis Data

Penelitian ini menggunakan model regresi berganda (*multiple regression*) sehingga harus dipenuhi asumsi-asumsi klasik persamaan regresi berganda, yaitu tidak adanya *heteroskedastisitas*, *autokorelasi*, dan *multikolinearitas*.

1. Uji Autokorelasi

Untuk mendeteksi adanya *autokorelasi*, dapat dilihat dari nilai *Durbin Watson (DW)*. Nilai *DW* dari penelitian ini menunjukkan angka sebesar 1,644 yang berarti lebih besar dari nilai teoritisnya (1,63) sehingga tidak terjadi *autokorelasi*, maka model yang digunakan dalam penelitian ini dapat dijadikan dasar yang tepat dalam pengujian hipotesis.

2. Uji Multikolinearitas (tabel 2)

3. Uji Heteroskedastisitas (tabel 3)

4. Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov (*goodness of fit*). Dari hasil pengujian didapat bahwa nilai *sig* lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,200. Hal ini berarti bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini berdistribusi normal.

B. Pembahasan

1. Pengujian Regresi Berganda Model 1

Hasil uji signifikansi parameter individual (Uji t) dalam regresi model 1, terlihat bahwa dari keenam variabel independen yang dimasukkan dalam regresi, hanya variabel *current ratio (CR)* yang signifikan terhadap *underpricing (IR)*. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi *CR* yaitu sebesar 0,010 yang berarti lebih rendah dari 0,05. Nilai koefisien regresi menunjukkan angka sebesar 0,201, berarti setiap kenaikan angka *current ratio* sebesar 1 maka menyebabkan naiknya *underpricing (IR)* sebesar 0,201. Hasil ini dapat menunjukkan bahwa kemungkinan

Tabel 2. Uji Multikolinearitas

Variabel Independen	Tolerance Value	VIF	Kesimpulan
SIZE	0,614	1,629	Tidak multikolinearitas
ROI	0,753	1,328	Tidak multikolinearitas
FL	0,788	1,269	Tidak multikolinearitas
EPS	0,723	1,383	Tidak multikolinearitas
K	0,692	1,445	Tidak multikolinearitas
CR	0,789	1,268	Tidak multikolinearitas
AGE	0,670	1,492	Tidak multikolinearitas
AUD	0,842	1,188	Tidak multikolinearitas
IBNK	0,709	1,410	Tidak multikolinearitas
IE	0,703	1,423	Tidak multikolinearitas

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Tabel 3. Uji Heteroskedastisitas

Variabel Independen	Nilai P (sig)	Keterangan
SIZE	0,312	Tidak terjadi <i>heterokedastisitas</i>
ROI	0,497	Tidak terjadi <i>heterokedastisitas</i>
FL	0,845	Tidak terjadi <i>heterokedastisitas</i>
EPS	0,377	Tidak terjadi <i>heterokedastisitas</i>
K	0,456	Tidak terjadi <i>heterokedastisitas</i>
CR	0,148	Tidak terjadi <i>heterokedastisitas</i>
AGE	0,444	Tidak terjadi <i>heterokedastisitas</i>
AUD	0,936	Tidak terjadi <i>heterokedastisitas</i>
IBNK	0,430	Tidak terjadi <i>heterokedastisitas</i>
IE	0,333	Tidak terjadi <i>heterokedastisitas</i>
IR	0,840	Tidak terjadi <i>heterokedastisitas</i>

Sumber: Hasil Pengolahan Data

investor menilai kemampuan emiten dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Semakin tinggi *Current Ratio* suatu perusahaan, berarti semakin kecil risiko kegagalan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya sehingga resiko yang akan ditanggung oleh investorpun semakin kecil. Jadi, semakin tinggi *current ratio*, tingkat *underpricing* semakin kecil. Hasil ini ternyata tidak sesuai dengan penelitian Misnen Ardiansyah, 2004 yang menyatakan bahwa *current ratio* tidak berpengaruh terhadap *underpricing* (IR). Variabel-variabel yang lain yaitu besaran perusahaan, ROI, *financial leverage*, EPS, dan ukuran penawaran tidak signifikan terhadap tingkat *underpricing* karena nilai sig masing-masing variabel tersebut yaitu 0,204; 0,317; 0,149; dan 0,445 adalah diatas 0,05.

Hasil uji signifikansi simultan menunjukkan nilai F_{hitung} sebesar 3,783 sedangkan F_{tabel} dengan tingkat signifikan 5% adalah 2,32. Karena $F_{hitung} > F_{tabel}$

yaitu $3,783 > 2,32$, maka dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel keuangan yaitu besaran perusahaan (SIZE), profitabilitas perusahaan (ROI), *financial leverage* (FL), laba per saham (EPS), ukuran penawaran (K) dan *Current Ratio* (CR) berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen yaitu *underpricing* (IR) dengan nilai sig sebesar 0,004.

Hasil regresi pengaruh variabel keuangan terhadap *initial return* terlihat bahwa besarnya R^2 adalah 0,351 dan *Adjusted R²* adalah 0,258. Hal ini berarti bahwa 25,8% *initial return* (IR) bisa dijelaskan oleh keenam variabel independen yaitu besaran perusahaan (SIZE), profitabilitas perusahaan (ROI), *financial leverage* (FL), laba per saham (EPS), ukuran penawaran (K) dan *Current Ratio*(CR). Sisanya 74,2% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model. Hasil ini menunjukkan bahwa investor menggunakan informasi keuangan perusahaan emiten ketika membuat keputusan investasi saham di pasar

perdana, sehingga variabel-variabel keuangan berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil analisis regresi model 1 ditunjukkan dalam tabel 4

2. Pengujian Regresi Berganda Model 2

Hasil uji signifikansi parameter individual (Uji t) dalam regresi model 2, terlihat bahwa dari keempat variabel independen yang dimasukkan dalam regresi, variabel reputasi auditor (*AUD*), reputasi *underwriter* (*IBNK*), dan jenis industri (*IE*) berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* (*IR*). Hal ini dapat dilihat dari nilai *sig* reputasi auditor sebesar 0,038, reputasi *underwriter* sebesar 0,004, dan jenis industri sebesar 0,004 yaitu dibawah 0,05. Auditor dan *underwriter* yang berkualitas akan mengurangi tingkat ketidakpastian dan menunjukkan bahwa informasi privat dari emiten mengenai prospek perusahaan tidak menyesatkan investor. Semakin baik kualitas auditor dan *underwriter*, tingkat *underpricing* akan semakin rendah. Jenis industri juga mempengaruhi *underpricing* karena sektor industri manufaktur memberikan lebih banyak informasi dibandingkan industri non-manufaktur (Cooke, 1998 dalam Fatchan Achyani, 1999). Hasil ini sesuai dengan penelitian Kartini dan Payamta, 2002 yang menyatakan bahwa variabel reputasi auditor, reputasi *underwriter*, dan jenis industri berpengaruh terhadap *underpricing* yang diukur berdasarkan *abnormal return*. Hal ini berarti, dari

keempat variabel non-keuangan hanya variabel umur perusahaan (*AGE*) yang tidak signifikan terhadap tingkat *underpricing*, yaitu dengan nilai *sig* sebesar 0,595.

Hasil uji signifikansi simultan menunjukkan nilai F_{hitung} sebesar 7,655 sedangkan F_{tabel} dengan tingkat signifikan 5% adalah 2,58. Karena $F_{hitung} > F_{tabel}$ yaitu $7,655 > 2,58$, maka dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel non-keuangan yaitu umur perusahaan (*AGE*), reputasi auditor (*AUD*), reputasi *underwriter* (*IBNK*) dan jenis industri (*IE*) berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen yaitu *underpricing* (*IR*) dengan nilai *sig* sebesar 0,000.

Hasil regresi pengaruh variabel non-keuangan terhadap *initial return* terlihat bahwa besarnya R^2 adalah 0,410 dan *Adjusted R²* adalah 0,357. Hal ini berarti bahwa 35,7% *initial return* (*IR*) bisa dijelaskan oleh keempat variabel independen yaitu umur perusahaan (*AGE*), reputasi auditor (*AUD*), reputasi *underwriter* (*IBNK*) dan jenis industri (*IE*). Sisanya 64,3% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model. Hasil ini menunjukkan bahwa investor menggunakan informasi non-keuangan perusahaan emiten ketika mereka membuat keputusan investasi saham di pasar perdana, sehingga variabel-variabel non-keuangan berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil analisis regresi berganda model 2 ditunjukkan dalam tabel 5.

Tabel 5. Hasil Analisis Regresi Berganda Model 2

Variabel	Nilai t	Nilai F	Nilai R ²	Adjusted R ²	Signifikansi
Regresi		7,655	0,410	0,357	0,000
Konstanta	-0,366				0,716
AGE	0,536				0,595
AUD	2,140				0,038
IBNK	3,004				0,004
IE	3,017				0,004

Sumber: Hasil Pengolahan Data

3. Pengujian Regresi Berganda Model 3

Dari hasil uji signifikansi parameter individual (Uji t) regresi model 3 terlihat bahwa untuk variabel keuangan yang dimasukkan dalam regresi, hanya variabel *current ratio* yang signifikan pada level 0,002. Berarti konsisten dengan pengujian pada model 1. Untuk variabel non-keuangan, ternyata hanya variabel reputasi auditor yang signifikan pada level 0,000, sedangkan variabel yang lain tidak signifikan mempengaruhi *initial return*, karena nilai signifikansi kedelapan variabel tersebut di atas 0,005.

Hasil uji signifikansi simultan menunjukkan nilai F_{hitung} sebesar 6,335 sedangkan F_{tabel} dengan tingkat signifikan 5% adalah 2,09. Karena $F_{hitung} > F_{tabel}$ yaitu $6,335 > 2,09$, maka dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel keuangan (besaran perusahaan (*SIZE*), profitabilitas perusahaan (*ROI*) dan *financial leverage* (*FL*), laba per saham (*EPS*), ukuran penawaran (*K*), dan *Current Ratio* (*CR*)) dan variabel-variabel non-keuangan (umur perusahaan (*AGE*), reputasi auditor (*AUD*), reputasi *underwriter* (*IBNK*) dan jenis industri (*IE*)) berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen yaitu *underpricing* dengan nilai *sig* sebesar 0,000.

Dari hasil regresi pengaruh variabel keuangan dan variabel non-keuangan terhadap *initial return* terlihat bahwa besarnya R² adalah 0,625, sedangkan *adjusted R²* adalah 0,526. Hal ini berarti bahwa 52,6% *initial return* (*IR*) bisa dijelaskan oleh keenam variabel keuangan (besaran perusahaan (*SIZE*), profitabilitas perusahaan (*ROI*), *financial leverage* (*FL*), laba per saham (*EPS*), ukuran penawaran (*K*) dan *Current Ratio* (*CR*)) dan keempat variabel non-keuangan (umur perusahaan (*AGE*), reputasi auditor (*AUD*), reputasi *underwriter* (*IBNK*) dan jenis industri (*IE*)). Jika dibandingkan dengan regresi model 1, hasil ini menunjukkan bahwa dengan dimasukkannya variabel non-keuangan sebagai variabel pengontrol, terjadi peningkatan kekuatan model dalam memprediksi *initial return* yang ditunjukkan dengan peningkatan *adjusted R²* dari 0,258 menjadi 0,526. Dengan demikian bisa disimpulkan bahwa, investor menggunakan informasi keuangan dan non-keuangan ketika mereka membuat keputusan investasi di pasar perdana sehingga keputusan tersebut akan mempengaruhi harga saham perdana yang mengalami *underpricing*.

Hasil analisis regresi berganda ditunjukkan dalam tabel 6.

Tabel 6. Hasil Regresi Model 3

Variabel	Nilai t	Nilai F	Nilai R ²	Adjusted R ²	Signifikansi
Regresi		6,335	0,625	0,526	0,000
Konstanta	0,716				0,479
SIZE	-1,866				0,070
ROI	0,300				0,766
FL	-0,375				0,709
EPS	-1,211				0,233
K	-0,495				0,623
CR	3,305				0,002
AGE	1,189				0,242
AUD	1,861				0,070
IBNK	3,879				0,000
IE	1,499				0,142

Sumber: Hasil Pengolahan Data

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah faktor-faktor keuangan (besaran perusahaan, profitabilitas perusahaan (ROI), *financial leverage*, Laba per Saham (EPS), Ukuran Penawaran (*proceeds*) dan *Current Ratio*) dan faktor-faktor non-keuangan (umur perusahaan, reputasi auditor, reputasi *underwriter* dan jenis industri) mempunyai pengaruh terhadap *underpricing*. Dari hasil analisis, diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Hasil analisis regresi model 1 yaitu pengaruh variabel-variabel keuangan terhadap *underpricing* yang diukur dengan *initial return*, diperoleh bahwa pada Uji t, variabel *current ratio* berpengaruh terhadap *underpricing*. Hal ini dapat dilihat dari nilai *sig* variabel *current ratio* yaitu sebesar 0,010. Hasil ini dapat menunjukkan bahwa kemungkinan investor menilai kemampuan emiten dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Semakin tinggi *Current Ratio* suatu perusahaan,

berarti semakin kecil risiko kegagalan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya sehingga resiko yang akan ditanggung oleh investorpun semakin kecil. Jadi, semakin tinggi *current ratio*, tingkat *underpricing* semakin kecil. Uji F menunjukkan bahwa variabel-variabel keuangan yaitu besaran perusahaan (*SIZE*), profitabilitas perusahaan (ROI), *financial leverage* (FL), laba per saham (EPS), ukuran penawaran (K) dan *Current Ratio*(CR) berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen yaitu *underpricing* (IR) dengan nilai F_{hitung} sebesar 3,783 dan nilai *sig* sebesar 0,004. Uji R² menunjukkan bahwa nilai R² adalah 0,351 dan nilai *Adjusted R²* adalah 0,258. Hal ini berarti, 25,8% *initial return* (IR) bisa dijelaskan oleh keenam variabel independen yaitu besaran perusahaan (*SIZE*), profitabilitas perusahaan (ROI), *financial leverage* (FL), laba per saham (EPS), ukuran penawaran (K) dan *Current Ratio*(CR).

Sisanya sebesar 74,2%, dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model.

2. Hasil analisis regresi model 2, yaitu pengaruh variabel-variabel non-keuangan terhadap *underpricing* yang diukur dengan *initial return* diperoleh bahwa pada Uji t, variabel reputasi auditor (*AUD*), reputasi *underwriter* (*IBNK*), dan jenis industri (*IE*) berpengaruh terhadap *underpricing*. Hal ini dapat dilihat dari besarnya nilai *sig* yaitu variabel reputasi auditor sebesar 0,038, reputasi *underwriter* sebesar 0,004, dan jenis industri sebesar 0,004 yaitu dibawah 0,05. Auditor dan *underwriter* yang berkualitas akan mengurangi tingkat ketidakpastian dan menunjukkan bahwa informasi privat dari emiten mengenai prospek perusahaan tidak menyesatkan investor. Semakin baik kualitas auditor dan *underwriter*, tingkat *underpricing* akan semakin rendah. Jenis industri juga mempengaruhi *underpricing* karena sektor industri manufaktur memberikan lebih banyak informasi dibandingkan industri non-manufaktur (Cooke, 1998 dalam Fatchan Achyani, 1999). Uji F menunjukkan bahwa variabel-variabel non-keuangan yaitu umur perusahaan (*AGE*), reputasi auditor (*AUD*), reputasi *underwriter* (*IBNK*) dan jenis industri (*IE*) berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen yaitu *underpricing* (*IR*) dengan nilai F_{hitung} sebesar 7,655 dan nilai *sig* sebesar 0,000. Uji R^2 menunjukkan bahwa nilai R^2 adalah 0,410 dan nilai *Adjusted R²* adalah 0,357. Hal ini berarti, 35,7% *initial return* (*IR*) bisa dijelaskan oleh keempat variabel

independen yaitu umur perusahaan (*AGE*), reputasi auditor (*AUD*), reputasi *underwriter* (*IBNK*) dan jenis industri (*IE*). Sisanya sebesar 64,3%, dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model.

3. Hasil analisis regresi model 3, yaitu pengaruh variabel keuangan dan variabel non-keuangan terhadap *underpricing* yang diukur dengan *initial return* diperoleh bahwa pada Uji t, variabel keuangan yang signifikan hanya *current ratio* dengan nilai *sig* sebesar 0,002, sedangkan variabel non-keuangan hanya variabel reputasi auditor (*AUD*) dengan nilai *sig* sebesar 0,000. Variabel-variabel yang lain baik keuangan maupun non-keuangan tidak terbukti berpengaruh terhadap *underpricing*. Uji F menunjukkan bahwa variabel-variabel keuangan yaitu besaran perusahaan (*SIZE*), profitabilitas perusahaan (*ROI*), *financial leverage* (*FL*), laba per saham (*EPS*), ukuran penawaran (*K*) dan *Current Ratio*(*CR*) serta variabel-variabel non-keuangan yaitu umur perusahaan (*AGE*), reputasi auditor (*AUD*), reputasi *underwriter* (*IBNK*) dan jenis industri (*IE*) berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen yaitu *underpricing* (*IR*) dengan nilai F_{hitung} sebesar 6,335 dan nilai *sig* sebesar 0,000. Uji R^2 menunjukkan bahwa nilai R^2 adalah 0,625 dan nilai *Adjusted R²* adalah 0,526. Hal ini berarti, 52,6% *initial return* (*IR*) bisa dijelaskan oleh kesepuluh variabel independen yaitu besaran perusahaan (*SIZE*), profitabilitas perusahaan (*ROI*), *financial leverage* (*FL*), laba per saham

(EPS), ukuran penawaran (*K*), *Current Ratio* (*CR*), umur perusahaan (*AGE*), reputasi auditor (*AUD*), reputasi *underwriter* (*IBNK*) dan jenis industri (*IE*). Sisanya sebesar 47,4%, dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model. Dari analisis keeratan hubungan (R^2) dapat disimpulkan bahwa *underpricing* tidak hanya tergantung pada variabel-variabel independen yang telah disebutkan di atas, tetapi mungkin karena faktor lain.

SARAN

Berdasarkan kesimpulan hasil penelitian yang telah dikemukakan, maka peneliti memberikan saran-saran:

1. Penelitian yang akan datang diharapkan agar periode pengambilan sampel dilakukan lebih lama dan pengamatan jenis industri atau karakteristik perusahaan bisa lebih menyeluruh daripada pengamatan yang diambil dalam penelitian ini, sehingga jumlah sampel yang diperoleh akan lebih banyak, dan jenis industri bisa mewakili seluruh aspek-aspek perusahaan yang ada, seperti perusahaan keuangan dan non-keuangan.
2. Penelitian selanjutnya perlu mencari teori atau ukuran yang lebih akurat sebagai dasar pemeringkatan auditor dan *underwriter*. Hasil analisis Nasirwan, 2002 menunjukkan bahwa ukuran Johnson-Miller dan ukuran Carter-Manaster dalam pemeringkatan reputasi auditor dan *underwriter* terbukti lebih baik daripada menggunakan *dummy* variabel.
3. Penelitian selanjutnya perlu menambah informasi keuangan maupun non-keuangan yang lain sebagai variabel penelitian serta memperhatikan faktor-faktor lain seperti tingkat suku bunga, nilai tukar mata uang, IHSG, tingkat pertumbuhan ekonomi, kondisi politik maupun kondisi keamanan.

KETERBATASAN PENELITIAN

Hasil penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan, yaitu:

1. Sedikitnya sampel yang diambil oleh peneliti dan pengelompokkan perusahaan terbatas hanya untuk kelompok perusahaan manufaktur dan non-manufaktur, oleh sebab itu hasil penelitian ini belum tentu dapat digeneralisasikan untuk jumlah sampel yang lebih besar dan jenis industri yang lain. Penelitian berikutnya perlu menambah jumlah sampel dan perlu menggunakan pengelompokkan yang lain yang mencakup seluruh aspek-aspek perusahaan yang terdaftar di BEJ, seperti perusahaan keuangan dan non-keuangan.
2. Perangkingan auditor dan penjamin emisi masih menggunakan *dummy* variabel karena keterbatasan data yang ada. Penelitian selanjutnya perlu mencari teori atau ukuran yang lebih akurat.
3. Faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* cukup banyak, namun dalam penelitian ini hanya diambil 10 variabel saja, yaitu terdiri dari faktor-faktor keuangan (besaran perusahaan, profitabilitas perusahaan (*ROI*), *financial leverage*, Laba per Saham

(EPS), Ukuran Penawaran (*proceeds*) dan *Current Ratio*) dan faktor-faktor non keuangan (umur perusahaan, reputasi auditor, reputasi *underwriter* dan jenis industri). Dalam penelitian berikutnya, sebaiknya perlu mempertimbangkan faktor-faktor lain untuk memperluas hasil penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Algifari,(1997), *”Statistik Induktif Untuk Ekonomi dan Bisnis*, Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Bandi, Y. Aryani & Rahmawati, (2002), *”Peranan Variabel Keuangan dalam Penentuan Harga Pasar Saham Perusahaan Sesudah Penawaran Umum Perdana”*, Jurnal Akuntansi dan Manajemen, edisi Agustus: 33-43.
- Eduardus Tandelilin, (2001) *”Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio”*, edisi 1, Yogyakarta: BPFE UGM.
- Fatkhan Achyani,(1999), *”Analisis Informasi Prospektus yang Berpengaruh terhadap Return Awal Penawaran Perdana di Bursa Efek Jakarta”*, Thesis S2 UGM tidak dipublikasikan, Yogyakarta.
- Hadri Kusuma, (2001), *”Prospektus Perusahaan dan Keputusan Investasi: Studi Empiris Perusahaan yang Terdaftar di BEJ”*, *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol.1 No. 6 : hal.61-75.
- Henny Irniawan & Payamta, (2004), *”Pengaruh Informasi Prospektus IPO Terhadap Keputusan Investasi Investor di Bursa Efek Jakarta”*, *Perspektif*, Vol.9 No.1, Juni, Hal.41-52.
- Imam Ghozali, (2001), *”Aplikasi Analisis Multivariate dengan program SPSS”*, Semarang: Badan Penerbit UNDIP.
- Indonesian Capital Market Directory, (1999 s/d 2003), Institute for Economic and Financial Research.
- Jogiyanto H.M.,(2000), *”Teori Portofolio dan Analisis Investasi”*, edisi 2, Yogyakarta: BPFE UGM.
- Kartini & Payamta, (2002), *”Analisis Perilaku Harga Saham dan Faktor-faktor yang Mempengaruhinya pada penawaran Perdana di BEJ”*, *Perpektif*, Vol.7, No.2, Desember: hal. 93-103.
- Misnen Ardiansyah, (2004), *”Pengaruh Variabel Keuangan terhadap Return Awal dan Return 15 hari setelah IPO serta Moderasi Besaran Perusahaan terhadap Hubungan antara Variabel Keuangan dengan Return Awal dan Return 15 hari setelah IPO di BEJ”*, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.7 No.2, Mei: hal.125-153.
- Nurhidayati & Indriantoro, (1998), *”Analisis Faktor-faktor yang Berpengaruh terhadap Tingkat Underpriced pada Penawaran Perdana di BEJ”*, Jakarta: *Jurnal Ekonomi & Bisnis Indonesia*.
- Rina Trisnawati, (1998), *”Informasi Prospektus terhadap Return Saham di Pasar Perdana”*, Tesis S2 UGM tidak dipublikasikan, Yogyakarta.
- Sjahir, (1995), *Tinjauan Pasar Modal*, Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Suad Husnan, (2001), *”Dasar-dasar Portofolio dan Analisis Sekuritas”*, edisi 3, Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Sunariyah, (2003), *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, edisi 3, Yogyakarta: UPP AMP YKPN.