

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *UNDERPRICING*  
SAHAM PADA *INITIAL RETURN* DI BURSA EFEK JAKARTA  
(TAHUN 1999 – 2002)**

Muhammad Sasongko Adi  
NIM. F1302095

**BAB I**

**PENDAHULUAN**

**A. Latar Belakang Masalah**

Perusahaan dalam rangka mengembangkan usahanya melakukan berbagai cara, diantaranya melalui ekspansi. Untuk memenuhi kebutuhan ekspansi diperlukan suatu dana yang tidak sedikit. Salah satu upaya perusahaan adalah melakukan penawaran sahamnya ke masyarakat umum, yang disebut *go public*. *Go public* adalah penawaran saham (setiap usaha untuk menjual, menawarkan) untuk melepaskan hak atas saham dengan pembayaran. Perusahaan dapat *go public* dengan menjual saham baru yang berasal dari modal dasar, maupun saham lama yang berasal dari modal yang disetor (Fakhrudin, 2001). Perusahaan penerbit saham disebut *investee*, sedangkan pembeli saham disebut *investor*.

Pada proses *go public*, sebelum saham diperdagangkan di bursa efek terlebih dahulu saham dijual di pasar perdana (*Initial Publik Offering/IPO*). Pada saat IPO, umumnya akan ditemukan *abnormal return* yang positif bagi investor segera setelah saham-saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder (Husnan,

1996). Keadaan ini menunjukkan bahwa harga saham pada saat IPO relatif terlalu murah, sehingga para investor akan memperoleh keuntungan yang relatif besar.

Transaksi IPO pertama kalinya terjadi di pasar perdana (*primary market*), selanjutnya setelah itu saham dapat diperjualbelikan di bursa efek yang disebut pasar sekunder (*secondary market*). Harga saham di pasar perdana ditentukan berdasarkan kesepakatan antara perusahaan emiten dengan *underwriter* (penjamin emisi efek). *Underwriter* dalam hal ini memiliki informasi lebih baik mengenai permintaan terhadap saham-saham emiten, dibanding emiten itu sendiri. Oleh karenanya *underwriter* akan memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk memperoleh kesepakatan yang optimal dengan emiten, yaitu dengan memperkecil resiko keharusan membeli saham yang tidak laku terjual dengan harga murah. Sehingga emiten harus menerima harga murah bagi penawaran saham perdananya. Dengan demikian akan terjadi *underpricing*, yang berarti bahwa penentuan harga saham di pasar perdana lebih rendah dibanding harga saham di pasar sekunder pada saham yang sama.

Untuk menciptakan harga yang ideal, terlebih dahulu perlu dipelajari faktor-faktor yang mempengaruhi gejala *underpricing*. Mengetahui faktor yang mempengaruhi *underpricing* akan dapat menghindarkan perusahaan yang akan *go public* terhadap kerugian karena *under estimate* atas nilai pasar sahamnya.

Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sukma Dewi (2004), berusaha memperoleh bukti secara empiris apakah faktor-faktor seperti reputasi penjamin emisi dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap tingkat *underpriced* dari saham pada saat IPO. Dari penelitian tersebut, diperoleh hasil bahwa reputasi

penjamin emisi dan ukuran perusahaan secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpriced*.

Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya, karena dalam penelitian ini penulis menambahkan variabel umur perusahaan, profitabilitas perusahaan, kondisi pasar dan likuiditas pasar sebagai variabel independen. Penulis ingin membuktikan apakah umur perusahaan dan profitabilitas berpengaruh terhadap tingkat *underpriced* dari saham pada saat IPO. Ditambahkan ROA sebagai variabel independen karena merupakan ukuran profitabilitas perusahaan, yang memberikan informasi kepada pihak luar mengenai efektifitas operasi perusahaan, penulis ingin menguji apakah ROA mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpriced*. Sedangkan umur perusahaan mengindikasikan pengalaman perusahaan. Dalam penelitian ini, digunakan sampel perusahaan yang *listing* pada tahun 1999-2002.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, maka dalam penelitian ini penulis memberi judul “ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *UNDERPRICING* SAHAM PADA *INITIAL RETURN* DI BURSA EFEK JAKARTA (TAHUN 1999-2002)”.

## **B. Perumusan Masalah**

Permasalahan yang dihadapi pada saat terjadinya transaksi IPO (*Initial Public Offering*) adalah terjadinya tingkat *underpricing* atas saham. Beberapa literatur menjelaskan terjadinya *underpricing* karena adanya asimetri informasi. Dalam model Baron (1982) mengemukakan adanya asimetri informasi antara emiten dengan *underwriter*. Asimetri informasi adalah ketidaksamaan informasi,

di mana *underwriter* memiliki informasi lebih tentang pasar modal, sedangkan emiten merupakan pihak yang tidak memiliki informasi pasar modal. Dalam penelitian ini, permasalahan yang akan diungkap adalah faktor-faktor apa yang berpengaruh terhadap tingkat *underpriced* dari saham pada saat IPO.

### **C. Tujuan Penelitian.**

Dari penelitian ini diharapkan akan diketahui faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* dalam IPO di pasar modal di Indonesia khususnya BEJ. Peneliti menggunakan reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, ukuran perusahaan, profitabilitas perusahaan (ROA), kondisi pasar dan likuiditas pasar sebagai variabel independen untuk diuji apakah berpengaruh terhadap tingkat *underpriced* dari saham pada saat IPO. Dengan demikian dikemudian hari masalah mengenai *underpricing* dapat digunakan oleh berbagai pihak yang berkepentingan.

### **D. Manfaat Penelitian**

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan terhadap penawaran saham perdana, terutama bagi.

#### **1. Calon Investor**

Hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai informasi mengenai hal-hal yang berpengaruh secara signifikan *initial return* yang diterima saat

IPO, sehingga dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi di saham perdana.

## **2. Bagi Emiten/Calon Emiten**

Diharapkan emiten mendapat pengetahuan yang bermanfaat dalam menentukan harga yang tepat dalam penawaran saham perdana, sehingga perusahaan akan memperoleh modal dengan biaya yang relatif murah.

## **3. Bagi Praktisi/Akademisi**

Diharapkan dapat menambah wawasan pustaka bagi yang berminat mendalami pengetahuan dalam bidang pasar modal, khususnya fenomena *underpricing* pada penawaran saham perdana.



## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### A. Pengertian Beberapa Konsep Utama

##### 1. *Underpricing*

Adalah keadaan dimana harga saham pada saat penawaran perdana lebih rendah dibandingkan pada saat diperdagangkan di pasar sekunder. Beberapa literatur menjelaskan bahwa *underpricing* terjadi karena adanya asimetri informasi. Asimetri informasi adalah ketidaksamaan informasi, dimana *underwriter* memiliki informasi lebih tentang pasar modal, sedangkan emiten merupakan pihak yang tidak memiliki informasi pasar modal. Pihak yang menentukan harga saham pada saat IPO adalah emiten dan penjamin emisi. Pada model Baron (1982), informasi asimetri dapat terjadi antara perusahaan emiten dengan penjamin emisi. Model ini mengasumsikan bahwa penjamin emisi memiliki informasi yang lebih mengenai permintaan saham-

saham perusahaan emiten dibanding emiten itu sendiri. Oleh karenanya penjamin emisi akan memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk membuat kesepakatan harga IPO yang optimal baginya, yaitu dengan memperkecil resiko dalam bentuk keharusan membeli saham yang tidak laku terjual. Emiten akan menerima harga yang murah bagi penawaran sahamnya karena kurang memiliki informasi.

Model ini mengimplikasikan bahwa semakin besar ketidakpastian emiten tentang kewajaran harga sahamnya, maka lebih besar permintaan terhadap jasa penjamin emisi dalam menetapkan harga. Kompensasi atas informasi yang diberikan penjamin emisi adalah dengan mengizinkan penjamin emisi menawarkan harga perdana sahamnya di bawah harga ekuilibrium. Dengan demikian semakin besar ketidakpastian akan semakin besar resiko yang dihadapi penjamin emisi, maka akan menyebabkan tingkat *underpricing* semakin tinggi.

Pada model Rock (1986), diasumsikan asimetri informasi karena adanya kelompok investor yang memiliki informasi tentang prospek perusahaan emiten. Kelompok investor yang memiliki informasi lebih baik akan membeli saham-sahamnya IPO bila nantinya akan memberikan *return*, sedangkan kelompok investor yang kurang memiliki informasi mengenai prospek perusahaan emiten akan membeli saham secara sembarangan, baik itu saham yang *underpriced* maupun saham yang *overpriced*. Akibatnya kelompok yang tidak memiliki informasi ini akan meninggalkan pasar perdana karena lebih banyak kerugian. Agar semua kelompok berpartisipasi

dalam pasar perdana dan memungkinkan memperoleh *return* yang wajar serta dapat menutup kerugian akibat pembelian saham yang *overpriced* tadi, maka dalam IPO harus cukup *underpriced*.

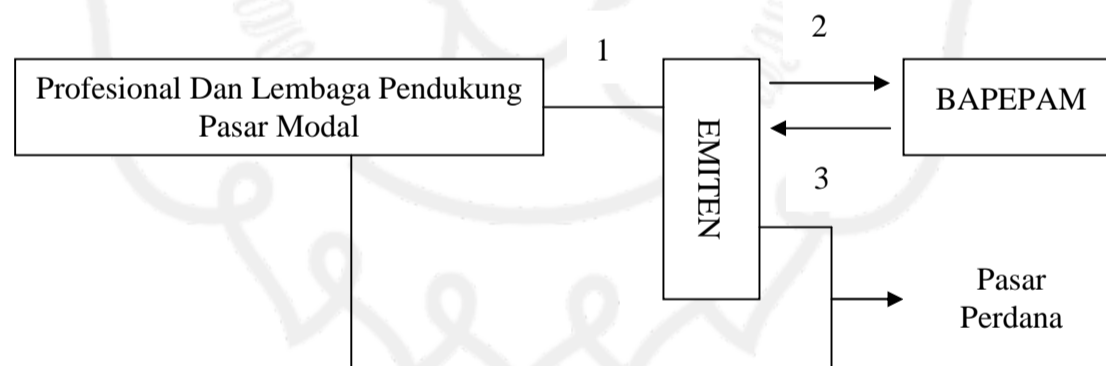
Grinblart dan Hwang (1989) mengemukakan bahwa *underpricing* adalah suatu fenomena ekuilibrium yang memberikan sinyal bahwa perusahaan menjanjikan keuntungan bagi investor. Perusahaan emiten berusaha menarik investor dengan menawarkan sahamnya pada harga rendah sehingga memberikan *return* investor.

## 2. Penawaran Umum Perdana (*Initial Public Offering/IPO*)

Menurut Fakhruddin dan Hadianto, (2001) sebelum menawarkan saham di pasar perdana, perusahaan emiten sebelumnya mengeluarkan informasi mengenai prospektus yang berfungsi untuk memberikan informasi mengenai kondisi perusahaan kepada calon investor, sehingga dengan adanya informasi tersebut maka investor bisa mengetahui prospek perusahaan di masa yang akan datang dan tertarik untuk membeli sekuritas yang diterbitkan.

Di Indonesia proses penawaran umum perdana bisa digambarkan sebagaimana berikut.

**GAMBAR II.1**  
**PROSES PENAWARAN UMUM PERDANA**





Keterangan:

1. Profesional dan lembaga pendukung pasar modal yang membantu emiten menyiapkan penawaran umum.
2. Emiten menyerahkan pernyataan pendaftaran pada BAPEPAM.
3. Pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif oleh BAPEPAM.
4. Emiten beserta profesional dan lembaga pendukung melakukan penawaran umum di pasar perdana.

**Sumber:** *Jakarta Stock Exchange*

Penawaran umum adalah penawaran surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham obligasi, sekuritas kredit, *rights* (bukti *right*), *warrant*, opsi atau setiap derivatif dari efek atau setiap instrumen yang ditetapkan BAPEPAM sebagai efek. Penawaran umum harus dilakukan dalam wilayah Indonesia atau kepada warga negara Indonesia, menggunakan media massa atau ditawarkan kepada lebih dari 100 (seratus) pihak atau telah dijual kepada 50 pihak dan dalam batas nilai emisi serta batas waktu yang ditetapkan BAPEPAM.

#### **a. Pasar Perdana**

##### **1. Emisi**

Pasar finansial dapat digolongkan sebagai pasar untuk memperdagangkan klaim finansial yang baru dikeluarkan, disebut pasar perdana (*primary market*), dan pasar untuk memperdagangkan

klaim finansial yang telah dikeluarkan sebelumnya, disebut pasar sekunder (*secondary market*).

Perusahaan yang ingin mengembangkan usaha, umumnya memerlukan dana yang cukup besar. Dana tersebut bisa diperoleh melalui pinjaman yang harus dibayar kembali beserta bunganya, atau modal yang tidak perlu dibayar kembali tetapi cukup dengan pembagian laba, karena pemodal menjadi bagian dari pemilik perusahaan.

Salah satu cara untuk menghimpun modal dari masyarakat adalah melalui penawaran perdana di pasar modal. Perusahaan yang akan melakukan penawaran umum harus menyampaikan pernyataan pendaftaran kepada BAPEPAM untuk menawarkan atau menjual efek kepada masyarakat secara efektif. Untuk melakukan penawaran umum, emiten harus menunjuk penjamin pelaksana emisi efek. Baik emiten maupun penjamin bertanggung jawab atas kebenaran dan kelengkapan pernyataan pendaftaran yang disampaikan kepada BAPEPAM. Perusahaan yang telah menjual saham kepada masyarakat merupakan perusahaan publik.

Persyaratan pendaftaran menjadi efektif pada hari ke 45 sejak diterimanya persyaratan pendaftaran secara lengkap, atau pada tanggal lebih awal jika dinyatakan efektif oleh BAPEPAM. Kelengkapan, kecukupan, obyektifitas, kemudahan untuk dimengerti, kejelasan dokumen dan informasi dalam persyaratan pendaftaran harus memenuhi prinsip keterbukaan. Namun demikian, BAPEPAM sekali-

kali tidak memberikan penilaian atas keunggulan atau kelemahan suatu efek atau sekuritas.

Emiten yang persyaratan pendaftarannya telah menjadi efektif, atau perusahaan publik mempunyai kewajiban sebagai berikut.

- Menyampaikan laporan secara berkala kepada BAPEPAM dan mengumumkan laporan tersebut kepada masyarakat.
- Menyampaikan laporan kepada BAPEPAM dan mengumumkan kepada masyarakat tentang peristiwa materiil yang dapat mempengaruhi harga efek selambat-lambatnya pada akhir hari kedua setelah terjadinya peristiwa tersebut.

Selain itu, direksi dan komisaris perusahaan publik, dan semua pihak yang memiliki sekurang-kurangnya 5% saham perusahaan publik, wajib melaporkan kepada BAPEPAM atas kepemilikan dan setiap perubahan kepemilikannya atas saham perusahaan tersebut.

## **2. Pengawasan Terhadap Penjamin Emisi**

Keppres no. 53/1990 dan kep. Menkeu no. 1546/KMK 013/1990 merupakan regulasi paling lengkap yang dikenal dalam pasar modal Indonesia. SK Ketua BAPEPAM No. Kep 01/PM/1991 tentang ketentuan pelaksanaan perdagangan di BEJ adalah awal dari rangkaian juklak-juklak sebagai penurunan dan regulasi kepres dan Kep. Menkeu 1990. Pengawasan terhadap penjamin emisi dengan emiten pernah menjadi masalah serius dalam kegiatan perdagangan bisnis di media 1989. Saat itu ada “tuduhan” bahwa penjamin emisi dan emiten

“bekerja sama” sehingga investor dihadapkan dengan saham-saham yang “agio”-nya dinilai terlalu tinggi. Lepas dari benar tidaknya tuduhan tersebut, adalah jelas bahwa kini perdagangan di bursa sekunder sulit mencapai taraf tingkat perdana. Dari Kepres dan Kep. Menkeu serta masalah tingginya “agio”, tampaknya beberapa soal muncul.

- Persyaratan atau ketentuan bahwa BAPEPAM tidak bertanggung jawab atau menyatakan kebenaran tentang isi prospektus.
- Pengawasan tidak semata-mata soal BAPEPAM tetapi juga problem yang lebih luas.
- Kalau ada ketidak benaran pernyataan prospektus, emiten dan penjamin emisi turut bertanggung jawab pada petugas hukum.

Jelas kiranya, bahwa kebenaran dan ketidakbenaran akan prospektus mengundang masalah-masalah isi yang mempunyai implikasi hukum, informasi yang tepat pada investor serta masalah perpajakan yang berkaitan dengan laporan keuangan perusahaan.

### **3. Variasi Dalam *Underwriting* Sekuritas**

*Underwriting* sekuritas secara tradisional menggunakan proses indikasi oleh bank investasi. Tetapi sebelumnya tidak semua transaksi (*deal*) menggunakan indikasi. Berbagai variasi *Underwriting* termasuk *bought deal* untuk *Underwriting* obligasi, *auction process* untuk saham dan obligasi, *the right offering* untuk saham biasa.

#### **b. Pasar Sekunder**

Pasar sekunder (*secondary market*) adalah pasar dimana aset finansial yang telah dikeluarkan diperdagangkan. Perbedaan umum antara pasar primer dan pasar sekunder, *issuer* aset tidak menerima dana dari pembeli, tetapi *issuer* yang telah ada berpindah tangan di pasar sekunder dan dana mengalir dari pembeli aset ke penjual.

### 1. Fungsi Pasar Sekunder

Di pasar sekunder, *issuer* sekuritas diberi informasi secara teratur tentang nilai sekuritasnya. Perdagangan *periodic asset* menunjukkan kepada *issuer*, harga *consensus asset* di pasar terbuka, jadi perusahaan dapat mengetahui beberapa nilai yang diberikan oleh investor pada sahamnya, demikian juga *issuer* dapat mengikuti harga obligasinya serta suku bunga implisit yang diharapkan dan diminta investor.

Pasar sekunder memberi peluang kepada pembeli semula aset untuk memindahkan investasinya dengan menjual aset tersebut. Jika investor tidak mempunyai keyakinan bahwa mereka bisa beralih dari satu aset finansial ke lainnya, seperti yang diinginkan, maka mereka akan ragu-ragu untuk membeli aset finansial. Keragu-raguan tersebut akan merugikan *issuer* potensial dalam dua hal *issuer* tidak bisa menjual sekuritas baru sama sekali atau mereka harus membayar tingkat hasil yang tinggi, karena investor akan menerima kompensasi yang lebih besar untuk likuiditas sekuritasnya.

### 2. Lokasi Perdagangan

Di Amerika Serikat, perdagangan sekunder saham-saham biasa terjadi di sejumlah lokasi perdagangan. Banyak saham diperdagangkan di sejumlah lokasi perdagangan. Banyak saham diperdagangkan di bursa saham nasional dan bursa saham regional, yang merupakan pasar-pasar terorganisir dan teratur di lokasi-lokasi geografis tertentu. Selain itu banyak perdagangan saham terjadi di pasar *over the counter* (OTC) yang merupakan kelompok pedagang tersebut secara geografis. Banyak obligasi diperdagangkan di bursa-bursa, tetapi kebanyakan perdagangan obligasi di AS dan di seluruh dunia terjadi di pasar OTC. *London Internasional Stock Exchange* (ISE) pada dasarnya merupakan pasar OTC yang anggotanya di berbagai tempat tetapi berkomunikasi langsung satu sama lain melalui fasilitas elektronik dan komputer yang canggih. Asset yang diperdagangkan di ISE termasuk saham perusahaan domestik dan internasional maupun berbagai obligasi dan *option*.

Jerman memiliki 8 (delapan) bursa saham, yang terpenting adalah bursa saham *Frankfurt* yang menangani lebih dari separuh dari perdagangan saham terdaftar dan juga perdagangan, obligasi serta mata uang.

Bursa paris merupakan pasar sekunder utama di Perancis untuk saham, obligasi dan beberapa sekuritas *derivative*.

Jepang mempunyai 8 (delapan) bursa saham, yang terbesar adalah *Tokyo Stock Exchange* dimana perdagangan saham, obligasi dan *futures* terjadi, terbesar kedua adalah *Osaka Stock Exchange*.

Di Hongkong, *Stock Exchange Of Hongkong Limited* (SEHK) merupakan pasar sekunder untuk saham dan obligasi di Asia Tenggara.

### 3. Struktur Pasar

Banyak pasar sekunder berkelanjutan (*continues*), artinya bahwa harga-harga ditentukan secara terus menerus di sepanjang hari perdagangan dimana pembeli dan penjual mengajukan order.

Struktur pasar yang lain *Call Market*, dimana order-order dikelompokkan (*batched*) bersama untuk dilaksanakan secara simultan dengan harga yang sama.

### 4. Mekanisme Perdagangan Pasar Sekunder

Mekanisme perdagangan pasar sekunder sekuritas menyangkut beberapa faktor.

- Seorang investor harus memberikan informasi kepada *brokernya* tentang kondisi bagaimana dia bersedia melakukan transaksi. Parameter yang harus diberikan oleh investor adalah sekuritas tertentu, jumlah saham dalam hal saham biasa, dan kuantitas dalam hal obligasi dan jenis order.

- *Short selling*

Seorang investor yang memperkirakan bahwa harga suatu sekuritas akan dapat mengambil keuntungan dengan sekuritas tertentu. Tetapi jika investor tersebut memperkirakan bahwa harga suatu sekuritas akan turun dan ingin mengambil keuntungan jika harga tersebut benar turun.

- *Margin transaction*

Investor dapat meminjam kas untuk membeli sekuritas, dan menggunakan sekuritas itu sendiri sebagai kolateral. Transaksi dimana investor meminjam untuk membeli tambahan sekuritas, dengan menggunakan sekuritas itu sendiri sebagai kolateral disebut *buying on margin*. Dengan meminjam dana, investor menciptakan *finansial leverage*. Investor akan memperoleh keuntungan, jika harga naik, tetapi akan rugi jika harga turun (dibandingkan jika tidak meminjam dana).

Dana yang dipinjam untuk membeli tambahan saham akan diberikan oleh *broker* dan *broker* tersebut memperoleh uang dari bank. Suku bunga yang dikenakan bank pada *broker* untuk transaksi ini disebut *call money rate* atau *broken loan rate*.

- *Margin requirement.*



*Margin requirement* adalah proporsi nilai pasar total sekuritas yang harus dibayar investor dengan kas. *Maintenance Margin requirement* adalah jumlah *minimum equity* yang diperlukan dalam *margin account* investor dibandingkan nilai pasar total.

- Peranan *broker* di pasar riil

Salah satu faktor yang menyebabkan pasar riil tidak memenuhi standar pasar sempurna adalah bahwa banyak investor yang tidak berada setiap waktu di pasar.

*Broker* adalah emisi yang bertindak atas nama investor yang ingin melaksanakan order. Dalam arti ekonomis dan legal, *broker* adalah “agen” investor. *Broker* menerima, meneruskan dan melaksanakan order dari seorang investor dengan investor lain. *Broker* menerima komisi untuk jasanya yang merupakan biaya transaksi dari pasar modal.

**c. Penawaran Perdana Ke Publik**

*Go public* adalah salah satu cara bagi perusahaan yang sedang berkembang untuk mendapatkan tambahan dana dalam rangka pembiayaan dan pengembangan usahanya. Dana yang diperoleh dari *go public* biasanya dipergunakan untuk keperluan ekspansi juga untuk pelunasan hutang yang diharapkan akan semakin meningkatkan posisi keuangan perusahaan. Disamping untuk memperkuat struktur permodalan, *go public* juga dimaksudkan untuk memperkuat modal kerja perusahaan.

Pada saat perusahaan memutuskan untuk melakukan IPO (*initial public offering*), Permasalahan penting yang dihadapi adalah penentuan besarnya harga penawaran perdana. Penetapan pada harga perdana (*offering price*) saham suatu perusahaan yang untuk pertama kalinya menawarkan sahamnya ke publik (*go public*) merupakan hal yang tidak mudah untuk dilakukan.

Ketepatan harga pada penawaran perdana akan memiliki konsekuensi langsung terhadap tingkat kesejahteraan pemilik lama (emiten). Pihak emiten tentu mengharapkan harga jual yang tinggi, karena dengan harga jual yang tinggi penerimaan dari hasil penawaran (*proceeds*) akan tinggi pula, yang berarti tingkat kesejahteraan mereka juga akan semakin baik. 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 tidak begitu laku (kurang laku). Akibatnya penjamin emisi (*underwriter*) harus menanggung resiko atau saham yang tidak terjual untuk suatu penjaminan yang *full commitment*. Dengan demikian jelas bahwa penetapan harga yang layak merupakan tugas antara emiten dan *underwriter*.

Perbedaan kepentingan dan *return* yang diinginkan investor ini mengindikasikan terjadinya *underpriced* pada penawaran perdana (IPO). *Underpriced* merupakan kondisi dimana harga saham di pasar sekunder lebih tinggi dari harga perdananya, atau dengan kata lain, saham perdana

(*offering price*) ditawarkan lebih rendah. *Underpriced* bisa juga dikatakan sebagai selisih positif antara harga saham perdana dan merupakan *initial return* bagi investor. Bagi emiten keadaan *underpriced* adalah merugikan, karena perusahaan tidak dapat memperoleh dana lebih besar (Carter dan Manaster, 1990).

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

Perusahaan dapat menarik dana yang relatif besar dari masyarakat secara tunai dengan melakukan *go public*.

Ada beberapa motivasi perusahaan untuk melakukan *go public*, yaitu.

- a. Kebutuhan akan dana untuk melunasi hutang baik jangka panjang maupun jangka pendek, sehingga mengurangi beban bunga.
- b. Meningkatkan modal kerja.
- c. Membiayai perluasan perusahaan (pembangunan pabrik baru, peningkatan kapasitas produksi).
- d. Memperluas jaringan pemasaran dan distribusi.
- e. Meningkatkan teknologi produksi.

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

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

Perusahaan yang menerbitkan saham dapat menjualnya dengan dua cara.

- a. Penjualan atau penempatan langsung saham kepada beberapa investor tertentu baik perorangan maupun lembaga (*private placement*).
- b. Penjualan saham kepada masyarakat melalui pasar modal (*public offering*) dengan perantara perusahaan penjual emisi.

Saham yang dijual melalui *public offering* dapat digolongkan kedalam dua kelompok.

a. *Seasoned Securities*

*Seasoned securities* adalah 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 beredar.

b. *Unseasoned Securities*

*Unseasoned securities* adalah perusahaan pertama kali menjual saham kepada masyarakat dan oleh karena itu tidak ada harga pasar yang ditetapkan bagi saham-saham baru ini di pasar modal.

Berbagai keuntungan yang bisa diperoleh bila perusahaan melakukan *go public* menurut Hartono (2000), diantaranya adalah sebagai berikut.

- a. Kemudahan meningkatkan modal dimasa mendatang. Bagi perusahaan yang tertutup, calon investor biasanya enggan untuk menanamkan modalnya disebabkan kurangnya keterbukaan informasi keuangan antara pemilik dan investor. Bagi perusahaan yang sudah *go public*, tentunya informasi keuangan harus dilaporkan ke publik secara regular yang kelayakannya sudah diperiksa oleh akuntan publik.
- b. Meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham, karena bagi perusahaan yang masih tertutup yang belum mempunyai pasar untuk sahamnya, pemegang saham akan lebih sulit untuk menjual sahamnya dibandingkan bila perusahaan sudah *go public*.
- c. Nilai pasar saham perusahaan diketahui, karena bila perusahaan ingin memberikan insentif dalam bentuk opsi saham kepada manajer-manajernya, maka nilai sebenarnya dari opsi tersebut perlu diketahui, apabila perusahaan masih tertutup maka nilai dari opsi sulit ditentukan.

Selain keuntungan-keuntungan di atas terdapat beberapa kerugian yang akan dihadapi oleh perusahaan untuk melakukan *go public* diantaranya adalah sebagai berikut.

a. Biaya laporan yang meningkat

Untuk perusahaan yang sudah *go public*, setiap kuartal dan tahunnya harus menyerahkan laporan-laporan kepada *regulator*. Untuk perusahaan yang ukurannya kecil tentunya laporan-laporan seperti ini sangat mahal.

b. Pengungkapan (*disclosure*)

Pada umumnya beberapa pihak di dalam perusahaan keberatan dengan ide pengungkapan. Manajer enggan mengungkapkan semua informasi yang dimilikinya karena publik akan mengetahui besarnya kekayaan yang dimiliki.

c. Ketakutan untuk diambil alih

Manajer perusahaan hanya mempunyai hak veto kecil akan kuatir apabila perusahaan *go public*, karena manajer perusahaan publik dengan hak veto kecil umumnya dapat diganti dengan manajer yang baru.

**d. Sejarah BEJ**

Pada 13 Juli 1992, Bursa Efek Jakarta (BEJ) diswastakan dan mulai menjalankan pasar saham di Indonesia - sebuah awal pertumbuhan baru setelah terhenti sejak didirikan pada awal abad ke-19. Pada tahun 1912, dengan bantuan pemerintah kolonial Belanda, bursa efek pertama Indonesia didirikan di Batavia, pusat pemerintahan kolonial Belanda yang dikenal sebagai Jakarta saat ini.

Bursa Batavia sempat ditutup selama periode perang dunia pertama dan kemudian dibuka lagi pada 1925. Selain bursa Batavia, pemerintahan kolonial juga mengoperasikan bursa paralel di Surabaya dan Semarang. Namun kegiatan bursa saham ini dihentikan lagi ketika terjadi pendudukan oleh tentara Jepang di Batavia. Pada 1952, tujuh tahun setelah Indonesia memproklamkan kemerdekaan, bursa saham dibuka lagi di Jakarta dengan memperdagangkan saham dan obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan Belanda sebelum Perang Dunia II. Kegiatan bursa saham kemudian berhenti lagi ketika pemerintah meluncurkan program nasionalisasi pada tahun 1956.

Tidak sampai tahun 1977, bursa saham kembali di buka dan ditangani oleh Badan Pelaksana Pasar Modal (BAPEPAM), institusi baru di bawah Departemen Keuangan. Kegiatan perdagangan dan kapitalisasi pasar saham pun mulai meningkat seiring dengan perkembangan pasar finansial dan sektor swasta, puncak perkembangannya pada tahun 1990. Pada tahun 1991, bursa saham diswastanisasi menjadi PT Bursa Efek Jakarta dan menjadi salah satu bursa saham yang dinamis di Asia. Swastanisasi bursa saham menjadi PT BEJ ini mengakibatkan beralihnya fungsi BAPEPAM menjadi Badan Pengawas Pasar Modal.

Tahun 1995 adalah tahun BEJ memasuki babak baru. Pada 22 Mei 1995, BEJ meluncurkan *Jakarta Automated Trading System* (JATS), sebuah sistem perdagangan otomatis yang menggantikan sistem perdagangan manual. Sistem baru ini dapat memfasilitasi perdagangan saham dengan



frekuensi yang lebih besar dan lebih menjamin kegiatan pasar yang *fair* dan transparan dibanding sistem perdagangan manual.

Pada Juli 2000, BEJ menerapkan perdagangan tanpa warkat (*Scripless Trading*) dengan tujuan untuk meningkatkan likuiditas pasar dan menghindari peristiwa saham hilang dan pemalsuan saham, dan juga untuk mempercepat proses penyelesaian transaksi.

Tahun 2002, BEJ juga mulai menerapkan perdagangan jarak jauh (*Remote Trading*), sebagai upaya meningkatkan akses pasar, efisiensi pasar, kecepatan dan frekuensi perdagangan.

#### ***Remote Trading.***

*Remote Trading* adalah sistem perdagangan jarak jauh yang dapat dilakukan oleh Anggota Bursa dari kantor Anggota Bursa masing-masing dimana setiap order langsung dikirim ke sistem perdagangan Bursa Efek Jakarta (*Jakarta Automated Trading System - JATS*) tanpa perlu memasukkan order melalui Lantai Bursa.

Sistem *Remote Trading* yang akan diterapkan BEJ adalah perdagangan jarak jauh dengan *host to host order routing interface system* dimana BEJ menyediakan aplikasi *interface* bagi Anggota Bursa. Aplikasi ini akan menghubungkan BOFIS Anggota Bursa dengan sistem perdagangan BEJ. Anggota Bursa harus memiliki BOFIS (*Brokerage Office Information System*) yang bisa dihubungkan dengan JATS melalui jaringan komunikasi WAN/*Wide Area Network* di luar gedung Bursa. Apapun



model atau sistem BOFIS yang digunakan Anggota Bursa, dapat berhubungan dengan aplikasi tersebut.

Perbedaan antara *Remote Trading* dengan *Online Trading* adalah dalam hal proses memasukkan order. Jika *Remote Trading*, proses memasukkan order hanya dapat dilakukan melalui komputer yang ada di kantor Anggota Bursa, sedangkan *Online Trading*, memungkinkan pemodal untuk memasukkan order langsung dari fasilitas teknologi yang tersedia seperti ATM, ponsel, internet, dan lain-lain. Dalam *Online Trading*, Anggota Bursa harus mengembangkan sistemnya lebih jauh untuk membangun sebuah layanan *online* bagi nasabahnya.

Proses *Online Trading* dapat digambarkan sebagai berikut: nasabah dapat langsung mengirimkan order transaksinya ke BOFIS melalui fasilitas tersebut di atas. Setelah dilakukan verifikasi di kantor Anggota Bursa, yang dapat dilakukan secara otomatis melalui BOFIS, order tersebut kemudian diteruskan ke sistem JATS di BEJ.

#### **Pentingnya *Remote Trading***

Industri sekuritas sangat memerlukan kemampuan pemanfaatan teknologi informasi yang baik, yang diukur melalui informasi yang CEPAT, TEPAT dan AKURAT serta SEKETIKA. Sistem *Remote Trading* dirasakan mampu mengakomodir penyampaian informasi yang cepat dan akurat tersebut. Keberadaan Lantai Bursa sebagai perantara proses penyampaian transaksi antara Anggota Bursa dengan Bursa, dapat menjadi penghambat untuk mengetahui hasil transaksi dengan cepat. Industri harus

menanggung biaya lebih besar bila masih menggunakan Lantai Bursa. Hal ini disebabkan oleh keterbatasan kemampuan Lantai Bursa untuk menerima jumlah order dengan volume yang besar dan cepat, karena di dalamnya masih ada proses yang dilakukan secara manual. Sebagai ilustrasi, sebelum *Remote Trading*, penyampaian *order* mulai dari *sales* sampai ke *floor trader* memakan waktu kurang lebih 15 detik, sedangkan setelah *Remote Trading*, proses tersebut dapat dipersingkat menjadi kurang lebih 8 detik saja.

Selain terbatasnya jumlah terminal (*booth*), sistem perdagangan yang ada tidak dapat mendukung dilaksanakannya STP (*Straight Through Processing*) yang sangat membantu kegiatan operasional Anggota Bursa terutama dari sisi *back office*. STP adalah proses transaksi yang terintegrasi dengan proses penyelesaian. Proses ini memungkinkan nasabah menyelesaikan transaksi yang dilakukan pada saat transaksi itu dilaksanakan secara otomatis melalui sistem komputer. STP ini tidak dapat diimplementasikan tanpa adanya *Remote Trading*.

Dengan adanya *Remote Trading*, pengembangan cabang-cabang Anggota Bursa bukan lagi menjadi hambatan sepanjang jaringan komunikasi data dapat mencapai daerah tersebut.

#### **Mekanisme Pencatatan di Bursa Efek Jakarta**

Sejak Juli 2000, BEJ mengeluarkan peraturan pencatatan yang baru yang memuat ketentuan umum, persyaratan dan prosedur pencatatan di Bursa. Diterbitkannya peraturan ini untuk merespon kondisi yang ada saat ini dan

sebagai salah satu upaya memulihkan kepercayaan publik terhadap Bursa melalui pengaturan tentang tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*). Peraturan ini juga merupakan bagian dari upaya BEJ dalam mengantisipasi perkembangan bursa lainnya sehingga dapat meningkatkan daya saing BEJ diantara bursa-bursa regional.

Di samping itu, peraturan ini juga untuk meningkatkan penyelenggaraan tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*), menekankan adanya kepastian hukum yang lebih jelas dalam proses *listing/delisting* di BEJ, serta pengetatan tingkat kepatuhan emiten dalam melakukan keterbukaan informasi (*disclosure*).

Peraturan ini memiliki dampak positif bagi emiten antara lain; *timing delisting* dapat diketahui dengan pasti saat emiten memenuhi kriteria *delisting*, sedangkan pada peraturan pencatatan yang lama tidak ada ketentuan yang pasti kapan efektif *delisting* bagi emiten yang telah terkena kriteria *delisting*.

Selain itu informasi peringatan kepada emiten yang akan di *delist* lebih cepat disampaikan (*early warning announcement*). Pada peraturan yang baru ini emiten sudah diberitahu sejak kondisinya mengarah pada salah satu atau lebih kriteria *delisting*. Bandingkan dengan peraturan yang lama, emiten di *delist* jika telah terkena salah satu atau lebih kriteria *delisting*.

Bagi pemodal saham, dengan adanya peraturan baru ini, pihaknya masih diberi kesempatan untuk mentransaksikan saham emiten yang akan di *delist* di Pasar Negosiasi karena pada dasarnya saham-saham yang telah di

*delist* dari bursa bukan berarti tidak bernilai. Bahkan masih terbuka untuk *Relisting* sepanjang memenuhi ketentuan yang berlaku. Hal ini tentunya memperkecil kerugian bagi pemodal.

#### **Proses Pencatatan di Bursa Efek Jakarta**

1. Calon Perusahaan Terbuka (Emiten) mengajukan permohonan pencatatan ke Bursa dan kemudian BEJ akan mengevaluasi permohonan tersebut apakah sesuai dengan ketentuan pencatatan di bursa. Setelah itu calon emiten diminta untuk mempresentasikan kinerja perusahaannya.
2. Jika memenuhi syarat, BEJ memberikan surat persetujuan prinsip pencatatan yang dikenal dengan istilah Perjanjian Pendahuluan.
3. Calon emiten mengajukan Pernyataan Pendaftaran ke BAPEPAM.
4. Apabila telah mendapat Pernyataan Efektif dari BAPEPAM, maka calon emiten melakukan proses penawaran umum (*Initial Public Offering* atau IPO).
5. Emiten membayar biaya pencatatan.
6. BEJ mengumumkan pencatatan efek tersebut di bursa.

#### **Persyaratan Umum**

Calon emiten bisa mencatatkan sahamnya di Bursa, apabila telah memenuhi syarat berikut.

1. Pernyataan Pendaftaran emiten telah efektif.
2. Calon emiten tidak sedang dalam sengketa hukum yang diperkirakan dapat mempengaruhi kelangsungan perusahaan.

3. Bidang usahanya baik langsung atau tidak langsung tidak dilarang oleh per Undang-Undang yang berlaku di Indonesia.
4. Khusus calon emiten pabrikan, tidak dalam masalah pencemaran lingkungan (ini dibuktikan dengan sertifikat AMDAL) dan calon emiten industri kehutanan harus memiliki sertifikat *ecolabeling* (ramah lingkungan).
5. Khusus Calon emiten bidang pertambangan harus memiliki ijin pengelolaan yang masih berlaku minimal 15 tahun; memiliki minimal 1 kontrak karya atau Kuasa Penambangan atau Surat Ijin Penambangan Daerah; minimal salah satu Anggota Direksinya memiliki kemampuan teknis dan pengalaman di bidang pertambangan; calon emiten sudah memiliki cadangan terbukti (*proven deposit*) atau yang setara.
6. Khusus calon emiten yang bidang usahanya memerlukan ijin pengelolaan (seperti jalan tol, penguasaan hutan) harus memiliki ijin tersebut minimal untuk 15 tahun.
7. Calon emiten yang merupakan anak perusahaan dan/atau induk perusahaan dari emiten yang sudah *listing* di BEJ di mana calon emiten memberikan kontribusi pendapatan kepada emiten yg *listing* tersebut lebih dari 50% dari pendapatan konsolidasi, tidak diperkenankan tercatat di Bursa.

#### **B. Tinjauan Terhadap Penelitian Terdahulu.**

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

Carter dan Manaster (1990), Beatty (1989), Christy et. al (1996), dan Trisnawati (1998) mengemukakan bahwa reputasi penjamin emisi berpengaruh *negative* terhadap *initial return*. Sedangkan Daljono (1998) menyatakan reputasi penjamin emisi berpengaruh positif terhadap *initial return*, Nurhidayati dan Indriantoro (1998) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa reputasi penjamin emisi tidak signifikan terhadap *underpricing*.

Jumlah nilai penawaran saham dan umur perusahaan berpengaruh terhadap *initial return* menurut Carter dan Manaster (1998). Daljono (1998), Beatty (1989) menyatakan prosentase penawaran saham berpengaruh positif terhadap *initial return*, sedangkan Trisnawati (1998) menyatakan umur perusahaan berpengaruh positif terhadap *initial return*. Nurhidayati dan Indriantoro (1998) menyatakan prosentase saham yang ditahan dan umur perusahaan tidak signifikan terhadap *underpricing*.

Menurut Daljono (1998), reputasi auditor, probabilitas dan *solvabilitas ratio* berpengaruh negatif terhadap *initial return*. Trisnawati (1998) menyatakan reputasi auditor, ROA, *Financial Leverage* berpengaruh negatif terhadap *initial return*. Dan Beatty (1989) menyatakan reputasi auditor, tipe kontrak penjamin

emisi berpengaruh negatif terhadap *initial return* sedangkan indikator minyak dan gas berpengaruh positif terhadap *initial return*. Nurhidayanti dan Indriantoro (1998) menyatakan reputasi auditor tidak signifikan terhadap *underpricing*.

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

### C. Kerangka Konseptual Penelitian

Untuk mengevaluasi penelitian terdahulu, karena hasil penelitian di atas menunjukkan ketidak konsistenan. Beatty (1989), Carter dan Manaster (1990), Carter et. al (1998) menentukan adanya pengaruh negatif antara umur perusahaan dengan *initial return*, Nur Hidayanti dan Indriantoro (1998) tidak berhasil menemukan pengaruh antara umur perusahaan dengan *initial return*.

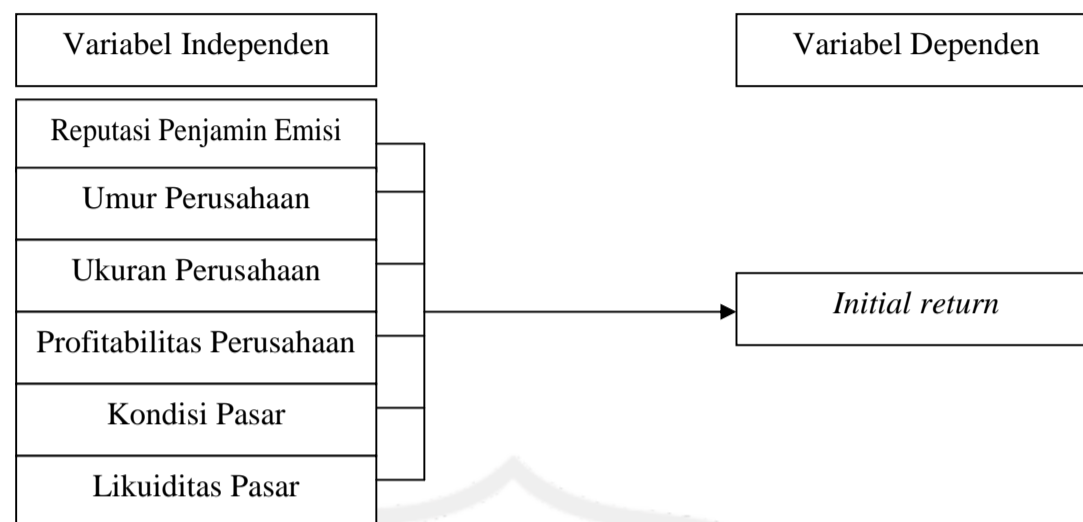
Untuk melanjutkan memodifikasi penelitian-penelitian terdahulu dengan memfokuskan pada pengujian variabel terhadap *underpricing*, karena dari penelitian-penelitian terdahulu hampir semua variabel independen yang digunakan berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependennya. Ini berarti para investor di pasar modal menggunakan prospektus dalam pembuatan keputusan investasi.

Konsep di atas penulis mengambil suatu kerangka pemikiran sebagai berikut, di mana variabel dependennya adalah *initial return* dan variabel



independennya adalah reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, ukuran perusahaan dan profitabilitas perusahaan. Variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependennya. Dapat dilihat pada bagan berikut.

**GAMBAR II.2**  
**KERANGKA PEMIKIRAN**



#### **D. Hipotesis**

Hipotesis penelitian ini merujuk pada hipotesis penelitian terdahulu yang meneliti Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Tingkat *Underpriced* pada Penawaran Perdana di Bursa Efek Jakarta. Berdasarkan penjelasan di atas, peneliti mengembangkan hipotesis sebagai berikut.

##### **Reputasi Penjamin Emisi**

Menurut Beatty (1989) dan Carter dan Manaster (1990), penawaran umum perdana yang dijamin oleh penjamin emisi yang berkualitas tinggi cenderung memiliki tingkat *underpriced* yang rendah. Dalam proses IPO, penjamin emisi bertanggung jawab atas terjadinya saham dan apabila ada saham yang masih



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

Daljono (1998) menyatakan bahwa reputasi penjamin emisi berpengaruh positif terhadap *initial return*. Nurhidayati dan Indriantoro (1998) tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan antara reputasi penjamin dengan *initial return*.

H1: Ada hubungan negatif yang signifikan antara reputasi penjamin emisi dengan IR (*initial return*).

#### **Umur Perusahaan**

Beatty (1989), Carter dan Manaster (1990) menentukan adanya pengaruh yang negatif antara umur perusahaan dengan *initial return*. Umur perusahaan menunjukkan seberapa lama perusahaan mampu bertahan. Perusahaan yang baru

berdiri belum dikenal oleh calon investor, karena publikasi informasi perusahaan belum tersebar luas. Lain halnya dengan perusahaan yang telah beroperasi lama, kemungkinan besar akan menyediakan publikasi informasi perusahaannya lebih luas dan banyak. Dengan adanya publikasi yang tersebar luas tentunya akan memudahkan investor untuk mendapatkan informasi mengenai prospek perusahaan dimasa yang akan datang.

Apabila informasi yang ada ditangan calon investor banyak, maka tingkat ketidakpastian yang akan dihadapi oleh calon investor mengenai perusahaan emiten dapat diperkecil. Adanya biaya tambahan untuk memperoleh informasi mengenai keberadaan perusahaan sebagai kompensasi, tentunya memungkinkan calon investor menginginkan tingkat *underpriced* yang tinggi. Jadi perusahaan yang baru berdiri dengan sedikit pengalaman, tingkat *underpriced*-nya lebih tinggi dan begitu juga sebaliknya. Christy et al. (1996) dan Trisnawati (1998) menyatakan bahwa antara umur perusahaan dengan *initial return* terdapat pengaruh yang positif. Daljono (1998) dan Nurhidayati dan Indriantoro (1998) mengemukakan bahwa umur perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan dengan *initial return*.

H2: Ada hubungan negatif yang signifikan antara umur perusahaan dengan IR (*initial return*).

### **Ukuran Perusahaan**

Menurut Carter et al. (1998) ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *initial return*. Perusahaan yang besar umumnya lebih dikenal oleh masyarakat

daripada perusahaan yang kecil, sehingga informasi mengenai perusahaan besar lebih banyak dibandingkan perusahaan yang berskala kecil. Dengan adanya publikasi yang tersebar luas tentunya akan memudahkan investor untuk mendapatkan prospek mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang dengan biaya yang tidak terlalu banyak.

Tingkat ketidakpastian yang akan dihadapi oleh calon investor mengenai masa depan perusahaan emiten dapat diperkecil apabila informasi yang diperolehnya banyak. Dengan demikian perusahaan yang berskala besar mempunyai tingkat *underpriced* yang lebih kecil dibanding perusahaan yang berskala kecil, karena informasi perusahaan yang berskala kecil belum banyak tersebar diluar perusahaan.

Penelitian ini menggunakan total aktiva untuk mengukur besaran perusahaan. Hasil penelitian dari Kim, Krinsky dan Lee (1993) menunjukkan adanya hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan *underpriced*. Ini berarti semakin besar ukuran perusahaan maka tingkat *underpriced*-nya adalah rendah. Demikian pula sebaliknya perusahaan yang berukuran kecil cenderung lebih tinggi tingkat *underpriced*-nya daripada perusahaan yang berukuran besar.

H3: Ada hubungan negatif yang signifikan antara ukuran perusahaan dengan IR (*initial return*).

#### **Profitabilitas Perusahaan**

Menurut Kim et al. (1993) *Rate of Return on Total Asset* (ROA) merupakan ukuran profitabilitas perusahaan yang memberikan informasi kepada pihak luar

mengenai efektifitas operasi perusahaan. Profitabilitas yang tinggi suatu perusahaan akan mengurangi ketidakpastian IPO (*Initial Public Offering*) sehingga mengurangi tingkat *underpriced*. Profitabilitas perusahaan yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba di masa mendatang dan laba merupakan informasi penting bagi investor sebagai pertimbangan dalam penanaman modalnya.

H4: Ada hubungan negatif yang signifikan antara profitabilitas perusahaan dengan IR (*initial return*).

#### **Kondisi Pasar Modal**

Perbedaan kondisi pasar modal akan menyebabkan perbedaan perilaku pasar modal tersebut. Perbedaan usia pasar modal akan menyebabkan perbedaan perilaku pasar modal, hal ini akan berpengaruh terhadap pembentukan harga saham di tempat tersebut. Kondisi pasar akan mempengaruhi *underwriter* dalam menentukan harga saham perusahaan yang dijamin. Kondisi pasar biasanya tercermin dalam perbedaan angka indeks harga saham gabungan. Jika ada pengaruh kondisi pasar berarti terjadinya peningkatan harga pada pasar sekunder lebih disebabkan pada pengaruh dari kondisi sebelumnya. Jika kondisi pasar semakin baik yang ditandai dengan meningkatnya indeks harga saham gabungan maka tingkat *underpriced* semakin rendah.

H5: Ada hubungan negatif yang signifikan antara kondisi pasar modal dengan IR (*initial return*).

### **Likuiditas Pasar**

Likuiditas pasar menunjukkan kekuatan permintaan dan penawaran terhadap saham yang ditawarkan. Perusahaan yang melakukan *go public* melakukan penawaran perdana saham untuk pertama kalinya di pasar primer, kemudian menjual sahamnya ke publik di pasar bursa (sekunder). Seringkali jumlah saham yang ditawarkan lebih besar atau bahkan lebih kecil jika dibandingkan dengan jumlah saham yang diminta oleh pasar. Keadaan dimana jumlah yang diminta lebih besar daripada jumlah yang ditawarkan disebut *oversubscribe*, sedang sebaliknya disebut *undersubscribe*. Likuiditas pasar diwakili dengan hubungan antara permintaan dan penawaran dari saham yang ditawarkan. Ada dugaan bahwa likuiditas pasar ini lebih berpengaruh terhadap *initial return*.

H6: Ada hubungan negatif yang signifikan antara likuiditas pasar dengan IR (*initial return*).

### BAB III

#### METODE PENELITIAN

Bab ini akan membahas tentang metodologi penelitian yang dipakai dalam penelitian ini secara berurutan dan akan dibahas tentang: model, pengukuran variabel, data yang diperlukan, populasi dan penentuan sampel juga pengujian hipotesis.

##### 3.1 Model Penelitian

Penelitian ini menggunakan variabel reputasi *underwriter* yang merupakan variabel *dummy*. Variabel *dummy* dapat digunakan bersama variabel lainnya yang bukan *dummy* dalam *multiple regression*, (Cooper, 1998).

Metode analisis yang digunakan adalah *multiple regression* untuk menguji hubungan antara *initial return* dengan reputasi *underwriter*, umur perusahaan, ukuran dan profitabilitas perusahaan. Untuk menguji hipotesis digunakan model sebagai berikut.

$$IR = \alpha + q1UND + q2UMUR + q3UKP + q4PFT + q5MARKET + q6LKP + e$$

Dalam hal ini:

IR : *Initial return*.

$\alpha$  : Konstanta.

q1-q3 : Koefisien regresi dari setiap variabel independen.

|        |                             |
|--------|-----------------------------|
| e      | : Error term                |
| UND    | : Underwriter               |
| UK     | : Ukuran Perusahaan         |
| UMUR   | : Umur Perusahaan           |
| PFT    | : Profitabilitas Perusahaan |
| MARKET | : Kondisi Pasar Modal       |
| LKP    | : Likuiditas Pasar          |

### 3.2 Pengukuran dan Operasional Variabel

Sebagai variabel dependen dalam penelitian ini adalah *initial return*. Variabel independennya adalah reputasi *underwriter*, umur perusahaan, ukuran perusahaan, profitabilitas perusahaan, kondisi pasar dan likuiditas pasar.

#### 3.2.1 Variabel Dependen

Penelitian ini sebagaimana disebutkan di atas, variabel dependennya adalah *initial return* (IR). *Initial return* diukur dengan menghitung selisih antara harga penawaran umum (*offering price*) dengan harga jual saham di pasar sekunder pada penutupan hari pertama (*closing price*). IR dinyatakan dalam prosentase dan dihitung sebagai berikut.

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

#### 3.2.2 Variabel Independen

##### 3.2.2.1 Reputasi Underwriter

Variabel ini menggunakan variabel *dummy*. Penjamin emisi yang termasuk dalam reputasi tinggi diberikan nilai 1, sedangkan yang tidak diberikan 0.

#### 3.2.2.2 Umur Perusahaan

Variabel ini diukur dengan lamanya perusahaan beroperasi. Mulai dihitung sejak didirikan sampai dengan saat penawaran umum (umur perusahaan dinyatakan dalam hari).

#### 3.2.2.3 Ukuran Perusahaan

Variabel ini diukur dengan melihat total asset yang dimiliki perusahaan yang menjadi anggota sampel.

#### 3.2.2.4 Profitabilitas

Variabel ini diukur dengan ROA yaitu *rasio net income* terhadap *total asset* perusahaan saat melakukan IPO.

#### 3.2.2.5 Kondisi Pasar Modal

Variabel kondisi pasar dihitung dari pergerakan pasar yang ditunjukkan oleh harga saham gabungan (IHSG) yaitu 7 hari sebelum hari pertama penjualan saham dipasar sekunder. Cara menghitung variabel kondisi pasar, adalah.

$$MARKET = IHSG(-7) - IHSG(1)$$

Dimana:

MARKET : Kondisi Pasar



- IHSG (-7) : Angka IHSG 7 hari bursa sebelum perusahaan listing di BEJ.
- IHSG (1) : Angka IHSG pada hari pertama perusahaan listing di BEJ.

#### 3.2.2.6 Likuiditas Pasar

Variabel ini menggunakan variabel *dummy*. Likuiditas pasar yang diwakili kondisi *oversubscribe* diberikan nilai 0, sedangkan yang diwakili kondisi *undersubscribe* diberikan nilai 1.

### 3.3. Data Yang Diperlukan

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder. Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* yang berisi informasi seluruh perusahaan yang melakukan *go public* dari tahun 1999-2002 di BEJ (Bursa Efek Jakarta), *Indonesian Securities Market Data Base* di UGM, <http://www.jsx.co.id> dan sumber yang lain. Data yang diperlukan terdiri dari.

- a. Harga saham perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1999-2002 saat penawaran umum (*offering price*) maupun harga pada saat penutupan hari pertama (*closing price*). Data ini dipergunakan untuk menentukan *initial return*.
- b. *Rate return on asset* yang dipergunakan sebagai ukuran dari profitabilitas perusahaan.

- c. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dari saham, pada saat perusahaan *listing* dan 7 hari sebelum *listing*. Data ini dipergunakan untuk mengetahui kondisi pasar dari saham.
- d. Jumlah saham yang ditawarkan (*offering volume*) dan jumlah saham yang diminta pasar (*bid volume*) pada saat *trading date*. Data ini dipergunakan untuk mengetahui *proxy* dari saham, apakah diproxikan *undersubscribe* atau *oversubscribe*.

### 3.4 Populasi Dan Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ. Pengambilan sampel dilakukan secara *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan yang mengalami *underpriced*, yaitu perusahaan yang harga penawaran saham pada saat IPO lebih rendah secara signifikan dibandingkan dengan harganya pada saat penutupan di pasar sekunder hari pertama. Karena adanya keterbatasan peneliti, maka sampel yang diambil hanyalah perusahaan yang melakukan IPO antara tahun 1999-2002.

### 3.5 Diagnosis Model

Model regresi akan menghasilkan estimator tidak bias yang baik jika terpenuhi asumsi klasik, yaitu normalitas (data berdistribusi normal), *auto correlation*, *homoskedastisitas*, *multicollinearity* (nilai dari  $\epsilon$  independen).

Berikut ini akan dibahas secara lebih rinci mengenai asumsi klasik yang telah disebutkan di atas.

#### 3.5.1. Normalitas

Normalitas data merupakan asumsi yang sangat mendasar dalam analisis *multivariate* Hair et. al (1995) untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal atau tidak dapat dilihat pada hasil gambar histogram atau dengan uji statistik.

Uji normalitas dalam paket statistik dengan komputer juga tersedia, umumnya menggunakan *lilliefors test*, *Shapiro-wilks test* dan *kolmogorof smirnov*.

Penelitian ini menggunakan uji *Kolmogorof Smirnov* (uji K-S), hipotesis alternatif yang diajukan adalah data berdistribusi normal begitu dengan sebaliknya. Dengan demikian jika hasil uji K-S menunjukkan angka yang signifikan, berarti data yang diuji adalah berdistribusi normal. Sebaliknya jika hasil uji K-S tidak signifikan, berarti data tidak berdistribusi normal. Pengujian normalitas dilakukan untuk mengetahui kepastian sebaran data. Pengujian ini bertujuan menghindari terjadinya bias dalam pengambilan kesimpulan. Pengujian normalitas data dalam penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi 0,05. Data dikatakan normal apabila signifikansi hitung lebih besar dari 0,05.

### **3.5.2. Homoskedastis**

Homoskedastis adalah asumsi yang berkaitan dengan dependensi hubungan antar variabel. Homoskedastisitas berarti bahwa dependen variabel menunjukkan tingkat *variance* yang sama antar variabel *predictor* (Hair et. al., 1995).

Model regresi diharapkan terjadi homoskedastisitas. Bila asumsi ini dilanggar, kondisi ini disebut dengan heteroskedastisitas. Untuk mendiagnosis terjadinya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan *uji Park*, *Uji Glejser*, uji korelasi peringkat *spearman*, metode grafik (Gujarati, 1995).

### 3.5.3 Auto Korelasi

Auto Korelasi menunjukkan adanya kondisi yang berurutan diantara gangguan atau disturbansi  $u_i$  atau  $e_i$  yang masuk kedalam fungsi regresi (Gujarati, 1995). Auto Korelasi atau biasa disebut korelasi serial dapat diartikan sebagai korelasi yang terjadi diantara anggota observasi yang terletak berderetan secara *series* dalam bentuk waktu (jika datanya *time series*) atau korelasi antara tempat yang berdekatan bila adanya *cross sectional*. Uji yang digunakan untuk mendeteksi adanya Auto Korelasi adalah uji *Durbin Watson*. Uji *Durbin Watson* dihitung berdasarkan jumlah selisih kuadrat nilai-nilai taksiran faktor gangguan yang berurutan. Dengan menggunakan SPSS (*Statistical product and service solution*) dapat dilihat nilai *Durbin Watson* tersebut.

### 3.5.4. Multikolinear

Multikolinear berarti antar variabel independen yang ada dalam model memiliki hubungan yang sempurna atau mendekati sempurna (koefisien korelasinya tinggi atau bahkan 1). Untuk mendeteksi adanya multikolinearitas dapat dilihat matrik korelasi antar variabel independen. Deteksi adanya multikolinearitas dapat dilakukan dengan melihat nilai *tolerance value* atau *variance inflation factor* (VIF).

Batas dari *tolerance value* adalah 0,10 dan batas VIF adalah 10 (Hair et. al, 1995). Apabila hasil analisis menunjukkan nilai VIF di bawah nilai 10 dan *tolerance value* di atas 0,10 maka berarti tidak terjadi multikolinearitas sehingga model tersebut *reliable* sebagai dasar analisis.

### 3.6 Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis yang diajukan apakah berhasil didukung atau tidak dapat dilihat dari *p value* (atau angka signifikan *t* pada output paket SPSS 11) dari tiap-tiap koefisien korelasi variabel independen. Apabila *p value* lebih kecil dari tingkat yang digunakan, maka hipotesis nol berhasil ditolak, demikian juga sebaliknya apabila nilai *p value* lebih besar dari tingkat yang digunakan berarti  $H_0$  gagal ditolak, yang berarti hipotesis alternatif yang diajukan ( $H_a$ ) tidak didukung oleh data.

Untuk menentukan tingkat signifikansi secara keseluruhan digunakan uji F. Uji ini digunakan untuk mengetahui tingkat signifikansi pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Apabila nilai signifikansi F hitung lebih besar dari F tabel maka hipotesis alternatif diterima, sebaliknya bila F hitung lebih kecil dari F tabel maka hipotesis alternatifnya

ditolak. Dalam paket statistik dengan komputer, uji F bisa dilakukan dengan melihat angka signifikansi F. Jika angka signifikansi F lebih kecil dari tingkat yang digunakan, maka hipotesis alternatif dapat diterima. Sebaliknya jika angka tersebut lebih besar dari tingkat yang digunakan, maka hipotesis nol tidak bisa ditolak.

Sebelum dilakukan uji F dan uji t, terlebih dahulu akan dilakukan uji normalitas data dengan menggunakan uji *Kolmogorof Smirnov*, serta akan dilakukan uji untuk mengetahui asumsi klasik lainnya.

## BAB IV

### ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Pada bab ini akan dibahas mengenai pengumpulan data, sampel yang dipergunakan, pengukuran variabel, deskripsi statistik, diagnosis model, pengujian hipotesis dan analisis hasil.

#### 4.1. Pengumpulan Data

Obyek penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan IPO tahun 1999-2002. Data yang dipergunakan merupakan data sekunder. Data tersebut bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. Data mengenai harga penawaran saham (*offering price*), *underwriter*, umur perusahaan, profitabilitas dan ukuran perusahaan, kondisi pasar dan likuiditas

pasar. Harga saham di pasar sekunder pada penutupan hari pertama di peroleh dari *Indonesian Securities Market Database* UGM.

## 4.2 Sampel Yang Digunakan

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dibatasi hanya perusahaan yang melakukan IPO mulai tahun 1999-2002, dengan kriteria harga saham yang saat IPO mengalami *underpriced*. Perusahaan yang melakukan IPO sebelum tahun 1999 tidak diambil sebagai sampel.

Mulai tahun 1999 sampai 2002 terdapat 83 perusahaan yang melakukan IPO. Dari 83 perusahaan yang melakukan IPO tersebut, diketahui ada 69 (83,13%) perusahaan yang *underpriced*, dan dari jumlah ini ada 1 yang datanya tidak lengkap sehingga harus dikeluarkan dari sampel. Dengan demikian ada 68 perusahaan yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini. Secara ringkas dapat dilihat pada tabel IV.1

**TABEL IV.1**  
**PROSES PENENTUAN SAMPEL**

| Keterangan   | Jumlah Perusahaan |
|--|-------------------|
| Perusahaan yang melakukan IPO 1999 – 2002                | 83                |
| Perusahaan yang tidak mengalami <i>underpriced</i>       | 14                |
| Perusahaan yang mengalami <i>underpriced</i>             | 69                |
| Sampel yang harus dikeluarkan karena data tidak lengkap. | 1                 |
| Jumlah sampel yang dipakai dalam penelitian              | 68                |

Sumber: Hasil *Print out* Komputer

## 4.3 Pengukuran Variabel

### 4.3.1. *Initial Return* (IR)

Untuk dapat menentukan variabel IR, diperlukan data harga penawaran perdana dan harga saham pada penutupan di hari pertama saham tersebut

diperdagangkan di pasar sekunder. Penentuan variabel IR dilakukan dengan rumus sebagai berikut.

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

Setelah IR diketahui, kemudian menentukan perusahaan yang dijadikan sampel. Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang pada saat melakukan IPO terjadi *underpriced* yaitu IR-nya positif ( $IR > 0$ ).

#### 4.3.2 Reputasi *Underwriter*

Majalah Uang dan Efek (U dan E) membuat rangking terhadap 53 *underwriter* yang melakukan penjaminan emisi saham 1977 sampai 1997 berdasarkan nilai IPO. Dari 53 *underwriter*, ada 5 *underwriter* teratas yang nilai IPO di atas Rp. 1.000.000.000.000,- atau di atas 4% terhadap total IPO. 5 *underwriter* ini memiliki nilai penjaminan yang mencolok dibandingkan dengan *underwriter* peringkat di bawahnya. 5 *underwriter* tersebut adalah: Danareksa, Bahana Securities, Makindo, Ficorinvest, Lippo Securities.

Untuk tahun 1998-2002 diambil dari *rating* yang dilakukan oleh Koran Investor Indonesia berdasarkan pelayanan, panduan investasi dan keamanan yaitu: Tri Megah, Dhanawibawa, BNI Securities, Danareksa dan Pasific.

Atas dasar hasil perangkingan tersebut, digunakan untuk menentukan *underwriter* yang bereputasi. Apabila *underwriter* termasuk ke dalam “5 besar” berarti mempunyai reputasi tinggi, untuk mereka diberikan skala



1. Sedangkan untuk *underwriter* yang tidak termasuk kedalam “5 besar”, berarti mereka tidak memiliki reputasi, untuk mereka diberikan skala 0.

#### **4.3.3 Umur Perusahaan**

Untuk menentukan umur perusahaan dinyatakan dalam hitungan hari, dan diukur dengan lamanya perusahaan beroperasi yaitu sejak didirikan sampai dengan saat melakukan IPO.

#### **4.3.4 Ukuran Perusahaan**

Ukuran perusahaan ini diukur dengan melihat *total asset* yang dimiliki perusahaan yang menjadi anggota sampel.

#### **4.3.5 Profitabilitas Perusahaan**

Dalam menentukan ROA adalah dengan *rasio net income* dengan *total asset*, dimana bisa langsung ditentukan.

#### **4.3.6. Kondisi Pasar (*Market*)**

Variabel kondisi pasar dihitung dari pergerakan pasar yang ditunjukkan oleh harga saham gabungan (IHSG) yaitu 7 hari sebelum hari pertama penjualan saham dipasar sekunder.

#### **4.3.7. Likuiditas Pasar**

Variabel likuiditas pasar diwakili oleh kekuatan permintaan dan penawaran yang diwakili dengan kondisi *oversubscribe* dan *undersubscribe*. Likuiditas pasar yang diwakili kondisi *oversubscribe*

diberikan nilai 0, sedangkan yang diwakili kondisi *undersubscribe* diberikan nilai 1.

#### 4.4 Deskripsi Statistik dan Uji Normalitas

Deskripsi statistik semua variabel yang digunakan dalam model disajikan dalam tabel berikut.

**TABEL IV.2**  
**DESKRIPSI DATA AWAL SEBELUM DITRANSFORMASIKAN**

|                           | N  | Minimum    | Maximum      | Mean       | Std. Deviation |
|---------------------------|----|------------|--------------|------------|----------------|
| Initial return            | 68 | .0380      | 4.8000       | .782866    | .7934868       |
| Reputasi Penjamin emisi   | 68 | .0000      | 1.0000       | .250000    | .4362322       |
| Umur Perusahaan           | 68 | 785.0000   | 16037.0000   | 5095.544   | 3519.0349357   |
| Ukuran Perusahaan         | 68 | 7309.000   | 9544341.0000 | 486296.91  | 1384292.8590   |
| Profitabilitas Perusahaan | 68 | -.2964     | .2484        | .036741    | .0773985       |
| Kondisi Pasar             | 68 | -58319.000 | 64368.0000   | -2108.2647 | 19563.759204   |
| Likuiditas Pasar          | 68 | .0000      | 1.0000       | .558824    | .5002194       |
| Valid N (listwise)        | 68 |            |              |            |                |

Sumber: Hasil Pengolahan Komputer

Untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal/tidak, perlu dilakukan uji normalitas. Hasil uji *Kolmogorof Smirnov* (K-S Test) terhadap semua variabel yang bukan *dummy* disajikan dalam tabel IV.3. Suatu distribusi dikatakan normal jika signifikansi hitung lebih besar dari 0,05. Hasil uji *Kolmogorof Smirnov* pada tabel IV.3 di bawah menunjukkan bahwa tidak ada variabel yang berdistribusi normal.

**TABEL IV. 3**  
**UJI NORMALITAS DATA SEBELUM DI NORMALISASI**

| Variabel                  | K-S<br>(Signifikan) | Critical<br>Value ( $\alpha$ ) | Interprestasi |
|---------------------------|---------------------|--------------------------------|---------------|
| Initial Return            | 0,000               | 0,05                           | Tidak normal  |
| Umur Perusahaan           | 0,000               | 0,05                           | Tidak normal  |
| Ukuran Perusahaan         | 0,000               | 0,05                           | Tidak normal  |
| Profitabilitas Perusahaan | 0,000               | 0,05                           | Tidak normal  |

|               |       |      |              |
|---------------|-------|------|--------------|
| Kondisi Pasar | 0.006 | 0,05 | Tidak normal |
|---------------|-------|------|--------------|

Sumber : Hasil Pengolahan Komputer, SPSS 11

Hasil uji *Kolmogorof Smirnov* pada tabel IV.3 sebelumnya menunjukkan bahwa variabel tidak berdistribusi normal karena di bawah 0,05 untuk semua variabel baik untuk *Initial Return*, Umur Perusahaan, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Perusahaan, Kondisi Pasar dan Likuiditas Pasar.

Variabel yang tidak normal perlu ditransformasikan agar berubah menjadi normal. Transformasi ini menggunakan *log linear* (LN) untuk mengembalikan data ke distribusi normal. Hasil uji *Kolmogorof Smirnov* terhadap variabel yang telah ditransformasikan disajikan dalam tabel IV.4

**TABEL IV. 4**  
**UJI NORMALITAS DATA SETELAH DI NORMALISASI**

| Variabel                  | K-S<br>(Signifikan) | Critical<br>Value ( $\alpha$ ) | Interprestasi |
|---------------------------|---------------------|--------------------------------|---------------|
| Initial Return            | 0,051               | 0,05                           | Normal        |
| Umur Perusahaan           | 0.200               | 0,05                           | Normal        |
| Ukuran Perusahaan         | 0.200               | 0,05                           | Normal        |
| Profitabilitas Perusahaan | 0,177               | 0,05                           | Normal        |
| Kondisi Pasar             | 0.200               | 0,05                           | Normal        |

Sumber : Hasil Pengolahan Komputer, SPSS 11

Setelah dilakukan transformasi hasil uji normalitas menunjukkan perbaikan dibanding semula, hal ini bila dilihat untuk semua variabel menunjukkan bahwa variabel *Initial Return*, Umur Perusahaan, Ukuran

Perusahaan, Profitabilitas Perusahaan dan Kondisi Pasar mempunyai distribusi data yang normal karena memiliki nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05.

Gambar histogram dan gambar plot distribusi normal (*normal probability plot*) dapat digunakan sebagai *judgement* untuk menentukan normalitas (Hair, 1995).

Hasil gambar normal dari *normal probability plot* terhadap semua variabel yang diuji (lihat lampiran), menunjukkan titik nilai probabilitas data aktual berada pada garis diagonal yaitu garis probabilitas normal.

Dengan adanya transformasi maka data yang dipergunakan dalam model penelitian deskripsinya menjadi seperti tabel IV.5

**TABEL IV.5**  
**DESKRIPSI DATA SETELAH DITRANSFORMASIKAN**

|                           | <b>N</b> | <b>Minimum</b> | <b>Maximum</b> | <b>Mean</b> | <b>Std. Deviation</b> |
|---------------------------|----------|----------------|----------------|-------------|-----------------------|
| Initial return            | 68       | -3.2702        | .7129          | -.848309    | 1.1243891             |
| Reputasi Penjamin emisi   | 68       | .0000          | 1.0000         | .250000     | .4362322              |
| Umur Perusahaan           | 68       | 6.6657         | 9.3801         | 8.261216    | .5781981              |
| Ukuran Perusahaan         | 68       | 8.8969         | 14.5090        | 11.673599   | 1.2569489             |
| Profitabilitas Perusahaan | 68       | -6.2659        | -1.7232        | -3.500654   | 1.1400336             |
| Kondisi Pasar             | 68       | -33898.00      | 39809.0000     | -3545.8123  | 14757.7891631         |
| Likuiditas Pasar          | 68       | .0000          | 1.0000         | .558824     | .5002194              |
| Valid N (listwise)        | 68       |                |                |             |                       |

Sumber: Hasil Pengolahan Komputer

#### 4.5 Diagnosis Model

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linear berganda. Agar hasil regresi *reliable* maka harus terpenuhi asumsi klasik, yaitu autokorelasi, multikolinearitas, heteroskedastisitas.

#### 4.5.1 Uji Autokorelasi

Untuk mendeteksi adanya autokorelasi dapat dilihat dari nilai *durbin Watson*. Nilai *durbin Watson* dari penelitian ini menunjukkan angka sebesar 1,819 yang berarti berada diantara -2 sampai +2, sehingga tidak terjadi autokorelasi.

#### 4.5.2 Multikolinearitas

Multikolinearitas terindikasi apabila adanya hubungan linear diantara variabel independen yang digunakan dalam model. Metode untuk menguji adanya multikolinearitas dilihat dari *tolerance value* atau *variance inflation factor (VIF)*. Batas dari *tolerance value* adalah 0,10 dan batas VIF adalah 10 (Hair, et. al, 1995).

Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai VIF semua variabel independen di bawah nilai 10 dan *tolerance value* di atas 0,10. Dengan demikian tidak terjadi multikolinearitas.

#### 4.5.3 Uji Heteroskedastisitas

Untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas digunakan metode grafik, yaitu dengan membuat *plot errors* (residu) dengan *predicted value*. Dari hasil tersebut (lihat lampiran) tidak menunjukkan adanya pola sistematis. Dengan demikian tidak terjadi Heteroskedastisitas.

#### 4.6 Pengujian Hipotesis

Hipotesis penelitian diuji dengan melihat *F. value* dan *t value* pada regresi berganda dengan model sebagai berikut.

$$IR = \alpha + q1UND + q2UMUR + q3 UKP + q4 PFT + q5MARKET + q6LKP + e$$

Hasil analisis yang meliputi nilai *R square*, *F value*, koefisien parameter (*beta*), *t value*, maupun sig t dapat dilihat dalam tabel IV.6. Koefisien korelasi (matrik korelasi). Ditunjukkan dalam tabel IV.7

**TABEL IV.6**  
**COEFFICIENT<sup>A</sup>**

|                           | Standardized<br>Coefficients<br>Beta | t      | Sig. | Collinearity Statistics |       |
|---------------------------|--------------------------------------|--------|------|-------------------------|-------|
|                           |                                      |        |      | Tolerance               | VIF   |
| (Constant)                |                                      | 2.363  | .022 |                         |       |
| Reputasi Penjamin Emisi   | -.082                                | -.722  | .473 | .916                    | 1.092 |
| Umur Perusahaan           | -.052                                | -.459  | .648 | .930                    | 1.076 |
| Ukuran Perusahaan         | -.483                                | -4.188 | .000 | .896                    | 1.116 |
| Profitabilitas Perusahaan | -.110                                | -.942  | .350 | .866                    | 1.154 |
| Kondisi Pasar             | .106                                 | .875   | .385 | .810                    | 1.235 |
| Likuiditas Pasar          | .244                                 | 2.169  | .034 | .943                    | 1.061 |
| R                         | : .578(a)                            |        |      |                         |       |
| R Square                  | : .334                               |        |      |                         |       |
| Adjusted R Square         | : .262                               |        |      |                         |       |
| F test                    | : 4.671                              |        |      |                         |       |

Sumber: Hasil Pengolahan Komputer

**TABEL 4.7**  
**INTER-ITEM CORRELATION MATRIX**

|                           | Initial<br>return | Reputasi<br>Penjamin<br>Emisi | Umur<br>Perusahaan | Ukuran<br>Perusahaan | Profitabilitas<br>Perusahaan | Kondisi<br>Pasar | Likuiditas<br>Pasar |
|---------------------------|-------------------|-------------------------------|--------------------|----------------------|------------------------------|------------------|---------------------|
| Initial return            | 1.000             |                               |                    |                      |                              |                  |                     |
| Reputasi Penjamin Emisi   | -.069             | 1.000                         |                    |                      |                              |                  |                     |
| Umur Perusahaan           | -.160             | .092                          | 1.000              |                      |                              |                  |                     |
| Ukuran Perusahaan         | -.508             | .034                          | .235               | 1.000                |                              |                  |                     |
| Profitabilitas Perusahaan | -.063             | .107                          | -.002              | -.087                | 1.000                        |                  |                     |
| Kondisi Pasar             | -.040             | .249                          | .003               | .112                 | .336                         | 1.000            |                     |
| Likuiditas Pasar          | .293              | .082                          | .050               | -.132                | -.090                        | -.140            | 1.000               |

Sumber: Hasil Pengolahan Komputer

Hasil regresi menunjukkan angka F test sebesar 4.671 dan angka signifikansinya sebesar 0,01.

Tolak  $H_0$ , Jika :  $F_0 > F_{\alpha, 1, n-2}$

Dengan mengambil taraf signifikansi ( $\alpha$ ) sebesar 5%, maka dari tabel distribusi F didapat nilai F tabel untuk  $F_{0.05, 1, 66} = 4.00$ .

Dikarenakan  $4.671 > 4.00$ , maka  $H_0$  ditolak. Artinya dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan linear antara variabel independen dengan variabel dependen.

Koefisien pertama (Konstanta), diperoleh nilai t hitung sebesar 2.363 dengan mengambil taraf signifikansi sebesar 5%, maka nilai t tabel di peroleh sebesar 2.000. dikarenakan  $2.363 > 2.000$  maka dapat menolak  $H_0$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa penelitian ini berhasil menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara konstanta dengan *initial return*.

Variabel reputasi penjamin emisi, diperoleh nilai t hitung sebesar 0.722. dengan mengambil taraf signifikansi sebesar 5%, maka nilai t tabel di peroleh sebesar 2.000. dikarenakan  $0.722 < 2.000$  maka tidak dapat menolak  $H_0$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa penelitian ini tidak berhasil menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara variabel reputasi penjamin emisi dengan *initial return*.

Variabel Umur Perusahaan, diperoleh nilai t hitung sebesar 0.459. dengan mengambil taraf signifikansi sebesar 5%, maka nilai t tabel di peroleh sebesar 2.000. Dikarenakan  $0.459 < 2.000$  maka tidak dapat menolak  $H_0$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa penelitian ini tidak berhasil menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara variabel umur perusahaan dengan *initial return*.

Variabel Ukuran Perusahaan, diperoleh nilai t hitung sebesar 4.188. dengan mengambil taraf signifikansi sebesar 5%, maka nilai t tabel di peroleh sebesar 2.000. Dikarenakan  $4.188 > 2.000$  maka menolak  $H_0$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa penelitian ini berhasil menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara variabel ukuran perusahaan dengan *initial return*.

Variabel Profitabilitas Perusahaan, diperoleh nilai t hitung sebesar 0.942. Dengan mengambil taraf signifikansi sebesar 5%, maka nilai t tabel di peroleh sebesar 2.000. Dikarenakan  $0.942 < 2.000$  maka tidak dapat menolak  $H_0$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa penelitian ini tidak berhasil menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara variabel profitabilitas perusahaan dengan *initial return*.



Variabel Kondisi Pasar, diperoleh nilai t hitung sebesar 0.875. Dengan mengambil taraf signifikansi sebesar 5%, maka nilai t tabel di peroleh sebesar 2.000. Dikarenakan  $0.875 < 2.000$  maka tidak dapat menolak  $H_0$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa penelitian ini tidak berhasil menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara variabel kondisi pasar dengan *initial return*.

Variabel Likuiditas Pasar, diperoleh nilai t hitung sebesar 2.169. dengan mengambil taraf signifikansi sebesar 5%, maka nilai t tabel di peroleh sebesar 2.000. Dikarenakan  $2.169 > 2.000$  maka menolak  $H_0$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa penelitian ini berhasil menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara variabel likuiditas pasar dengan *initial return*.

#### 4.7 Analisis Hasil

Jika dilihat dari besarnya koefisien determinasi  $R^2$  menunjukkan 0,334 artinya hanya sebesar 33,4 % dari variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen, sedangkan sisanya sebesar 0,666 yang berarti 66,6% dijelaskan oleh faktor lain diluar model regresi. Hasil pengujian di atas menunjukkan bahwa tidak seluruh hipotesis yang diajukan didukung oleh data, tetapi hanya variabel ukuran perusahaan dan likuiditas pasar yang didukung oleh data.

Hipotesis pertama yang diajukan ( $H_1$ ) tidak didukung oleh data karena nilai t hitung lebih kecil dari t tabel yang berarti  $H_0$  tidak dapat ditolak. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian dari Beatty (1989), Carter dan

Manaster (1990). Tetapi mendukung penelitian dari Nurhidayanti dan Indriantoro (1998). Nilai koefisien regresi ( $\beta$ ) dari hasil perhitungan koefisien regresi berganda bertanda negatif artinya perusahaan yang melakukan penjaminan emisi kepada emisi dalam lima peringkat atas maka tingkat *Initial Return*-nya akan rendah.

Hipotesis kedua yang diajukan (H2) tidak didukung oleh data karena nilai t hitung lebih kecil dari t tabel yang berarti  $H_0$  tidak dapat ditolak. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian dari (Trisnawati, 1998). Nilai koefisien regresi ( $\beta$ ) dari hasil perhitungan koefisien regresi berganda bertanda negatif artinya semakin lama suatu perusahaan berdiri maka tingkat *Initial Return*-nya akan rendah.

Hipotesis ketiga yang diajukan (H3) didukung oleh data karena nilai sig t lebih kecil dari signifikansi 5% yang berarti  $H_0$  dapat ditolak. Nilai koefisien regresi ( $\beta$ ) dari hasil perhitungan koefisien regresi berganda bertanda negatif artinya perusahaan dengan nilai total asset yang semakin besar maka tingkat *Initial Return*-nya akan rendah.

Hipotesis keempat yang diajukan (H4) tidak didukung oleh data karena nilai t hitung lebih kecil dari t tabel yang berarti  $H_0$  tidak dapat ditolak. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian dari (Trisnawati,1998). Nilai koefisien regresi ( $\beta$ ) dari hasil perhitungan koefisien regresi berganda bertanda negatif artinya perusahaan dengan tingkat ROA yang tinggi maka tingkat *Initial Return*-nya akan rendah.

Hipotesis kelima yang diajukan (H5) tidak didukung oleh data karena nilai  $t$  hitung lebih kecil dari  $t$  tabel yang berarti  $H_0$  tidak dapat ditolak. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian dari Rosyati dan Sabeni (2002), tetapi mendukung penelitian Kunz dan Aggarwal (1994).

Hipotesis keenam yang diajukan (H6) didukung oleh data karena nilai  $t$  hitung lebih besar dari  $t$  tabel yang berarti  $H_0$  dapat ditolak. Nilai koefisien regresi ( $\beta$ ) dari hasil perhitungan koefisien regresi berganda bertanda positif artinya perusahaan dengan kondisi *undersubscribe* dengan tingkat *variance* yang tinggi maka tingkat *Initial Return*-nya akan tinggi.

## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### A. KESIMPULAN

Pada proses *go public*, sebelum saham diperdagangkan di bursa efek terlebih dahulu saham dijual di pasar perdana (*Initial Public Offering/IPO*). Pada saat IPO, umumnya akan ditemukan *abnormal return* yang positif bagi investor segera setelah saham-saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder. Keadaan ini menunjukkan bahwa harga saham pada saat IPO relatif terlalu murah, sehingga para investor akan memperoleh keuntungan yang relatif besar.

Transaksi IPO pertama kalinya terjadi di pasar perdana (*primary market*), selanjutnya setelah itu saham dapat diperjualbelikan di bursa efek yang disebut pasar sekunder (*secondary market*). Harga saham di pasar perdana ditentukan berdasarkan kesepakatan antara perusahaan emiten dengan *underwriter* (penjamin emisi efek). Dan ada kecenderungan akan terjadi *underpricing*, yang berarti bahwa penentuan harga saham di pasar perdana lebih rendah dibanding harga saham di pasar sekunder pada saham yang sama.

Untuk menciptakan harga yang ideal, terlebih dahulu perlu dipelajari faktor-faktor yang mempengaruhi gejala *underpricing*. Mengetahui faktor yang mempengaruhi *underpricing* akan dapat menghindarkan perusahaan yang akan *go public* terhadap kerugian karena *under estimate* atas nilai pasar sahamnya.

Tujuan penelitian ini adalah untuk meneliti faktor-faktor yang berpengaruh terhadap IR dari perusahaan yang melakukan *go public* di BEJ dari tahun 1999-2002. Ada 6 hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini tetapi hanya 2 yang didukung oleh data, sementara 4 lainnya tidak.

Berdasarkan analisis, *initial return* dipengaruhi oleh Ukuran Perusahaan dan Likuiditas Pasar. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tingkat *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia dipengaruhi oleh ukuran perusahaan yang dilihat berdasarkan *total asset* yang dimiliki pada tahun terakhir sebelum listing di BEJ dan likuiditas pasar yang dilihat berdasarkan hubungan antara penawaran dan permintaan yang diwakili dengan *undersubscribe* dan *oversubscribe*. Penelitian ini gagal mendapatkan bukti bahwa reputasi penjamin emisi, umur, profitabilitas perusahaan dan kondisi

pasar berpengaruh dengan tingkat *underpricing*. Secara bersama sama, dari hasil pengujian terhadap 83 perusahaan yang listing di BEJ tahun 1999-2002 diperoleh hasil bahwa ada hubungan linear antara variabel independen dan variabel dependen. Koefisien determinasi  $R^2$  hasilnya sebesar 33,4%, artinya hanya sebesar 33,4 % dari variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen, sedangkan sisanya sebesar 0,666 yang berarti 66,6% dijelaskan oleh faktor lain diluar model regresi.

Dari 6 variabel independen yang digunakan ternyata tidak semua berpengaruh terhadap *initial return*, hanya variabel ukuran perusahaan dan likuiditas pasar yang berpengaruh.

## **B. KETERBATASAN**

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang meliputi beberapa hal berikut ini.

- a. Meskipun telah dilakukan usaha untuk perbaikan terhadap variabel, namun penelitian ini masih mendasarkan pada variabel yang belum sepenuhnya berdistribusi normal.
- b. Sampel penelitian ini masih sangat terbatas pada lingkup tahun 1999-2002 dan tidak dikelompokkan dalam kondisi makro yang homogen.
- c. Pemingkatan reputasi *underwriter* yang dipakai peneliti yang didasarkan pada publikasi dalam Koran Investor Indonesia dirasakan kurang mewakili sampel. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan pemingkatan dengan kriteria yang lebih spesifik.

### C. IMPLIKASI RISET YANG AKAN DATANG

Seperti halnya dalam penelitian empiris lainnya, penelitian ini tidak sempurna oleh karena itu masih ada kesempatan untuk diteliti ulang. Hal yang perlu diteliti lebih lanjut adalah.

- a. Masih ada variabel-variabel lain yang berpengaruh terhadap *initial return* yang belum diteliti seperti reputasi auditor, prosentase saham yang ditawarkan, jenis industri dan *financial leverage*.
- b. Pengklasifikasian perusahaan dalam kategori yang sama, misalnya hanya untuk perusahaan manufaktur atau jasa saja.
- c. Sampel data ditambah.

### D. SARAN

- a. Diharapkan untuk ukuran perusahaan lebih memperbanyak *total asset* sebelum perusahaan tersebut *listing* dan memperhatikan kekuatan pasar dari saham apakah diprosikan *oversubscribe* atau *undersubscribe*, karena dengan demikian akan bisa memperkecil tingkat kemungkinan terjadinya *underpricing* pada saat perusahaan tersebut *listing (go public)*.
- b. Untuk para investor, ukuran perusahaan dan likuiditas pasar perlu dipertimbangkan dalam membuat keputusan untuk menanamkan modalnya di pasar perdana.

