

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI TINGKAT *UNDERPRICED* DI BURSA EFEK JAKARTA

IMAM GHOZALI

Universitas Diponegoro

MUDRIK AL MANSUR

Akademi Keuangan dan Akuntansi Semarang

Penelitian ini bertujuan meneliti faktor-faktor yang diperkirakan menjadi penyebab *underpriced* dalam penentuan harga saham perdana pada saat initial public offering (IPO). Faktor-faktor yang diperkirakan tersebut adalah reputasi *undewriter*, jumlah saham yang masih ditahan pemegang saham lama, skala/ ukuran perusahaan, umur perusahaan, ROA serta *financial leverage* perusahaan.

Sampel penelitian adalah perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1997 – 2000 dan mengalami *underpriced*. Jumlah sampel yang memenuhi kriteria tersebut ada 37 perusahaan. Hipotesis diuji dengan model regresi berganda.

Dari hasil pengujian yang dilakukan terhadap 37 sampel perusahaan, menunjukkan bahwa semua independen variabel secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *underpriced* dengan tingkat signifikansi 10%. Kalau dilihat secara parsial ada 3 variabel yang berpengaruh secara signifikan yaitu reputasi *undewriter*, ROA dan *financial leverage*.

Keywords : Underpricing, ROA, Financial leverage, Pasar modal

PENDAHULUAN

Perkembangan pasar modal Indonesia yang pesat sejak ditetapkannya Pakdes '87 dan Pakto'88 telah meningkatkan kegairahan para pelaku bisnis di pasar modal Indonesia yang sekaligus menarik perhatian para peneliti untuk melakukan penelitian yang berkaitan dengan pasar modal. Secara umum isi dari kebijakan Pakdes dan Pakto tersebut adalah : (1). Dikenakannya pajak sebesar 15% atas bunga deposito dan (2). Diiijkannya pemodal asing untuk membeli saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Perkembangan pasar modal Indonesia ini dapat dilihat dari pesatnya pertambahan jumlah emiten yang terdaftar. Sampai dengan akhir tahun 1983, hanya 24 perusahaan yang terdaftar sebagai emiten. Namun dengan ditetapkannya Pakdes'87 dan Pakto'

88, pasar modal Indonesia mengalami 'bullish boom' yang pertama pada tahun 1989 sampai dengan pertengahan tahun 1990.

Pada tahun 1994, jumlah emiten yang tercatat mencapai 228 emiten, sedang pada tahun 1996, sudah mencapai 254 emiten yang terdiri dari 9 sektor dan 44 sub sektor industri, tahun 1997 ada 284 emiten dan menurut laporan tengah tahun *Jakarta Stock Exchange (JSX)*, sampai dengan akhir Juni 1999 jumlah emiten yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sebanyak 275 emiten.

Penelitian dari Suad Husnan (1996) menunjukkan bahwa IPO pada perusahaan-perusahaan privat maupun pada perusahaan milik negara (BUMN) biasanya mengalami *underpriced*. Beberapa peneliti menjelaskan mengapa harga pada penawaran perdana lebih rendah dari pada harga pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder. Carter dan Manaster (1990) menjelaskan bahwa *underpriced* adalah hasil dari ketidakpastian harga saham pada pasar sekunder. Peran dari *underwriter* dan *auditor* dalam mengurangi tingkat ketidakpastian telah diungkapkan oleh Balvers *et al.* (1988), Beaty (1989), Carter dan Manaster (1990), Alli *et al* (1994). How *et al.* (1995).

Walaupun emiten dan *undewriter* secara bersama-sama mengadakan kesepakatan dalam menentukan harga perdana saham, namun sebenarnya mereka masing-masing mempunyai kepentingan yang berbeda. Sebagai pihak yang membutuhkan dana, emiten menginginkan harga perdana yang tinggi. Karena dengan harga perdana yang tinggi emiten berharap akan segera merealisasikan rencana proyeknya. Dilain pihak *undewriter* sebagai penjamin emisi berusaha untuk meminimalkan resiko yang ditanggungnya. Dalam tipe penjaminan *full commitment*, pihak *undewriter* akan membeli saham yang tidak terjual di pasar perdana. Keadaan ini membuat *undewriter* tidak berkeinginan untuk membeli saham yang tidak laku terjual. Upaya yang dilakukan adalah dengan bernegosiasi dengan emiten agar saham-saham tersebut tidak terlalu tinggi harganya, bahkan cenderung *underprice*. Sebagai penjamin emisi, *undewriter* lebih sering berhubungan dengan pasar daripada emiten. Maka disini pihak *undewriter* dimungkinkan mempunyai informasi yang lebih banyak bila dibandingkan dengan pihak emiten. Emiten adalah pendaftar baru yang belum mengetahui seperti apa keadaan pasar yang sebenarnya. Kondisi *asimetry informasi* inilah yang menyebabkan terjadinya *underpriced*, dimana *undewriter* merupakan pihak yang memiliki kelebihan informasi, dan menggunakan ketidaktahuan emiten untuk memperkecil resiko (Husnan, 1991; Cheung *et al*, 1994).

Hasil penelitian-penelitian sebelumnya, How *et al* (1995) mengadakan penelitian di Australia dengan mengajukan variabel-variabel seperti reputasi *undewriter*, reputasi *auditor*, umur emiten, skala emiten, *delay in listing*, *leverage*. Dalam penelitian itu variabel umur emiten terbukti berpengaruh, karena semakin muda usia suatu perusahaan akan semakin tinggi tingkat *underpriced* nya. Penelitian mereka juga menunjukkan bahwa tipe penjaminan *undewriter* juga mempengaruhi tingkat *underpriced*, demikian juga dengan skala perusahaan terbukti berpengaruh terhadap *underpriced*. Sebenarnya ada empat tipe penjaminan yaitu : tipe *Full Commitment*, *Best Effort*, *Standby Commit-*

ment, dan *All or None Commitment*. Di Indonesia yang ada hanya tipe penjaminan *Full Commitment*, tipe penjaminan tersebut adalah yang paling beresiko kalau dibandingkan dengan tipe penjaminan yang lain, sehingga berhubungan positif dengan *underpriced*. Persentase saham yang dipegang oleh pemegang saham lama apabila makin besar bisa menyebabkan *initial return* yang semakin naik. Hal ini menunjukkan tingkat *underpricing* naik. Hasil lain penelitian menunjukkan bahwa *undewriter* yang mempunyai reputasi tinggi berhubungan negatif dengan tingkat *underpricing*.

Suad Husnan (1991) dengan penelitian yang mengambil periode waktu tahun 1987 sampai tahun 1990 di Bursa Efek Jakarta menunjukkan bahwa pada umumnya harga perdana saham ditetapkan terlalu rendah.

Perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Jakarta periode 1997 – 2000 dengan jumlah perusahaan 45 buah, ternyata setelah listing di Bursa Efek Jakarta mengalami *underpriced* sebesar 25,18 % (lampiran)

Perumusan Masalah

Berdasarkan pada latar belakang permasalahan di atas, maka rumusan permasalahan yang diajukan adalah: Apakah besarnya tingkat *underpriced* yang terjadi di Bursa Efek Jakarta periode 1997-2000 dipengaruhi oleh reputasi *undewriter*, jumlah saham yang masih ditahan investor lama, skala/ ukuran perusahaan, umur perusahaan, tingkat *Financial leverage* perusahaan, *ROA (Return On Assets)* perusahaan, baik secara individu maupun secara bersama-sama ?

Tujuan Penelitian dan manfaat penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh variabel-variabel: Reputasi *Undewriter*, Jumlah saham yang masih ditahan investor lama, Besaran/ skala perusahaan, Umur perusahaan, Tingkat *Financial leverage* perusahaan, serta *ROA* terhadap tingkat *underpriced*. Baik secara individu maupun secara bersama-sama.

Hasil penelitian ini diharapkan akan memberikan manfaat sebagai berikut: pertama, Bisa digunakan sebagai pertimbangan khususnya yang berkaitan dengan masalah keterbukaan informasi bila akan melakukan penawaran perdana (*IPO*) untuk memperoleh harga yang baik. Kedua, Untuk investor dan calon investor yang tertarik menanamkan modalnya melalui pasar modal, maka hasil penelitian ini bisa dijadikan tambahan referensi dalam mempertimbangkan keputusan investasi. Ketiga, Kalangan akademisi maupun para peneliti yang berminat terhadap studi pasar modal, hasil penelitian ini diharapkan bisa sebagai dasar untuk mengembangkan penelitian lebih lanjut.

TELAAH PUSTAKA DAN PENELITIAN TERDAHULU

Reputasi *undewriter*

Penelitian yang dilakukan oleh Carter dan Manaster (1990), Alli *et al* (1994), How *et al* (1995) mengatakan bahwa emiten yang menggunakan *undewriter* yang berkualitas akan mengurangi tingkat ketidakpatian yang tidak dapat diungkapkan oleh informasi yang terdapat dalam prospektus dan memberikan *signal* bahwa informasi privat dari emiten mengenai prospek perusahaan dimasa mendatang tidak menyesatkan. Hasil penelitian tersebut didukung oleh Janice C.Y. How *et al* yang mengadakan penelitian di Australia periode tahun 1980 - 1990 dan mengambil sampel sebanyak 340 perusahaan yang melakukan *IPO* pada periode tersebut. Dalam penelitian tersebut Janice mengukur *asymetri informasi* dengan menggunakan dua dimensi, yaitu dimensi kualitatif dan dimensi kuantitatif. Dalam dimensi kualitatif direfleksikan dengan variabel reputasi *undewriter* dan reputasi *auditor*, sedangkan dalam dimensi kuantitatif direfleksikan dengan variabel umur dan skala perusahaan. Hasil penelitian lain yang sama dengan penelitian di atas adalah penelitian dari Ural dan Ljucovic (1998) yang melakukan penelitian di Kanada pada bulan Juli 1987 - Desember 1994. Hasil penelitian menunjukkan tingkat *underpricing* sebesar 3,64% - 3,95%. Dari pengujian umur perusahaan, reputasi *undewriter*, *gross proceed*, dana untuk investasi, jumlah resiko, reputasi auditor, perusahaan *extractive* dan *high tech*, kepemilikan pemegang saham lama, dan tipe penjaminan, ternyata hanya ada dua yang signifikan berpengaruh pada *underpricing* yaitu reputasi *undewriter* dan perusahaan *high tech*.

Hasil signifikan dari penelitian di atas ternyata tidak sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Indriantono dan Nurhidayati yang mengadakan penelitian di Bursa Efek Jakarta (BEJ) periode 1995 - 1996, data yang digunakan sebanyak 34 perusahaan yang melakukan *IPO* pada tahun tersebut. Dalam penelitian tidak menggunakan sampling, jadi semua data diambil.

Peneliti lain yang mendukung signifikansi dari reputasi *undewriter* adalah Beatty (1989), periode penelitian 1975 - 1984 dan populasi yang diambil adalah 2567, dan dari sebanyak itu yang memenuhi syarat untuk diteliti adalah sebanyak 2215 perusahaan.

Persentase saham yang masih ditahan oleh pemegang saham/investor lama (kepemilikan)

Dalam rangka pengambilan keputusan, calon investor memerlukan banyak informasi guna mempertimbangkan membeli atau tidak saham yang ditawarkan. Semakin besar faktor ketidakpastian yang dihadapi, maka akan semakin tinggi tingkat *underpriced* yang diharapkan oleh calon investor tersebut.

Penelitian yang dilakukan oleh Beatty (1989), yang mengambil periode 1975 - 1984 mengatakan bahwa persentase yang ditahan oleh pemegang saham

lama mempunyai hubungan yang positif dengan *initial return* dan signifikan pada level 4%. Penelitian dari Beatty mengambil jumlah populasi perusahaan yang melakukan Initial Public Offering (IPO) sebesar 2567 perusahaan dan dari jumlah sebesar itu yang memenuhi kriteria untuk diuji adalah sebesar 2215 perusahaan. Beatty mengajukan hipotesis adanya hubungan yang terbalik antara reputasi auditor dengan *initial return* yang diterima oleh investor. Dengan menggunakan model regresi, variabel dependennya adalah *initial return* dan sebagai variabel penjelasnya adalah umur klien, tipe penjaminan, persentase saham yang ditahan pemegang saham lama, indikator minyak dan gas, reputasi auditor dan undewriter. Persentase saham yang ditahan pemegang saham lama mempunyai hubungan positif dengan *initial return* dan signifikan pada level 4%. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Indriantono di Bursa Efek Jakarta periode tahun 1995 – 1996 yang mengatakan bahwa variabel persentase saham yang ditahan pemegang saham lama tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*.

Skala/ukuran Perusahaan

Penelitian Janice *et al* di Australia periode tahun 1980 – 1990 mengatakan bahwa ada pengaruh antara skala perusahaan dengan tingkat *underpriced*. Hasil tersebut ternyata dibantah oleh penelitian Indriantono yang mengadakan penelitian di Bursa Efek Jakarta (BEJ) periode 1995 – 1996. Peneliti lain Ritter (1991) yang mengadakan penelitian di Amerika Serikat pada periode 1971 – 1984 mendukung hasil penelitian Janice *et al*. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa besaran perusahaan berupa *gross proceed* kecil akan mempunyai tingkat *underpriced* yang besar dengan rata-rata *adjusted initial return* sebesar 27,45%.

Umur Perusahaan

Penelitian yang dilakukan oleh Beatty (1989) dengan periode penelitian 1975 sampai tahun 1984, mengatakan bahwa umur perusahaan mempunyai hubungan yang negatif dengan *initial return* dan signifikan pada level 6%. Pendapat ini diperkuat oleh Ritter (1991) yang mengambil penelitian pada periode 1975 – 1984 di Amerika Serikat, yang hasilnya adalah Emiten yang berusia muda menunjukkan tingkat *underpricing* yang tinggi dengan *initial return* sebesar 29,42%. Ritter mengadakan penelitian di Amerika Serikat dengan sampel penelitian sebanyak 1526 perusahaan dari periode 1975 – 1984. Hasil penelitian tersebut menunjukkan terjadi *return* sebesar 14,32%. Penelitian ini juga menunjukkan besaran perusahaan berupa *gross proceed* kecil mempunyai tingkat *underpricing* yang besar dengan *average adjusted initial return* sebesar 27,45%. Perusahaan minyak dan gas memiliki tingkat *underpricing* sebesar 30,92%.

Janice *et al* yang mengadakan penelitian di Australia pada periode 1980 – 1990 dengan variabel yang sama juga menghasilkan output yang sama. Tetapi penelitian yang dilakukan oleh Indriantono dkk, dengan periode penelitian

1991 – 1996 di BEJ membantah hasil tersebut. Menurut Indriantono, tidak ada keterkaitan antara variabel umur perusahaan dengan tingkat *underpricing*.

Return On Assets (ROA)

ROA merupakan suatu rasio penting yang dapat dipergunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dengan investasi yang telah ditanamkan (*asset* yang dimilikinya) untuk mendapatkan laba. ROA menjadi salah satu pertimbangan investor di dalam melakukan investasi terhadap saham-saham dilantai bursa.

Financial Leverage (Fin lev)

Firth dan Smith (1992) menjelaskan bahwa tingkat kewajiban yang tinggi menjadikan pihak manajemen perusahaan menjadi lebih sulit dalam membuat prediksi jalannya perusahaan ke depan. Peneliti lain dari Australia, Janice *et al* menemukan bahwa variabel *financial leverage* ternyata berpengaruh terhadap tingkat *underpriced*. Penelitian tersebut mengambil periode tahun 1980 – 1990 dengan sampel sebanyak 340 perusahaan yang melaukan *Initial Public Offering (IPO)* di Australia.

Underpricing

Fenomena *underpricing* itu dikarenakan adanya *mispriced* di pasar perdana sebagai akibat adanya ketidakseimbangan informasi antara pihak *undewriter* dengan pihak perusahaan. Dalam literatur keuangan masalah tersebut disebut adanya *asymetry informasy*. Di Indonesia, fungsi penjaminan hanya ada satu yaitu tipe *full commitment*, sehingga pihak *undewriter* berusaha untuk mengurangi resiko dengan jalan menekan harga di pasar perdana, agar terhindar dari kerugian.

Penelitian dari Beatty (1989), mengatakan bahwa telah terjadi *underpriced*. Ritter yang mengadakan penelitian di Amerika Serikat dengan sampel penelitian sebanyak 1526 pada periode 75 – 84 mengatakan bahwa terjadi *underpricing* sebesar 14, 32%. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa skala perusahaan berupa gross proceed kecil mempunyai *underpricing* sebesar 27,45% dan perusahaan minyak dan gas memiliki tingkat *underpriced* sebesar 30,92%. Hasil penelitian lain yaitu dari ursal dan Ljucovic (98) yang mengadakan penelitian di kanada 87 – 94 menunjukkan adanya tingkat *underpriced* sebanyak 39,5%.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Teknik pengambilan sampel

Populasi yang digunakan untuk penelitian ini adalah data perusahaan-

perusahaan yang melakukan *IPO* pada tahun 1997 sampai tahun 2000 di Bursa Efek Jakarta. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang mengalami *underpriced* pada periode tersebut. Periode penelitian, yaitu mulai tahun 1997 sampai tahun 2000. Dari lebih dua tahun tersebut ada kira-kira sebanyak 45 perusahaan yang *listing* di BEJ dan yang mengalami *underpriced* sebanyak 37 perusahaan.

Teknik Analisis Data

Analisis yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda, dengan model seperti dibawah ini :

$$UP1 = a + b1 \text{ Under} + b2 \text{ Kepem} + b3 \text{ Skala} + b4 \text{ Umur} + b5 \text{ Fin lev} + b6 \text{ ROA} + e$$

Dimana :

- UP1* = Variabel dependen *Underpricing* hari pertama penutupan
- a* = Konstanta
- b1- b6* = Koefisien regresi dari setiap *independen* variabel
- b1 under* = Variabel independen reputasi *Undewriter*
- b2 kepem* = Variabel independen jumlah saham yang ditahan investor lama (kepemilikan)
- b3 skala* = Variabel independen ukuran/ skala perusahaan
- b4 umur* = Variabel independen umur perusahaan
- b5 Fin lev* = Variabel independen *financial leverage* perusahaan
- b6 ROA* = Variabel independen *Return On Assets (ROA)*
- e* = *Error term*

Definisi dan pengukuran variabel penelitian dapat dilihat pada tabel 1. di bawah ini:

TABEL 1

Definisi operasioanl dan Pengukuran variabel

Variabel	Deskripsi	Skala/ Indikator
<i>Undewriter/</i> penjamin emisi saham	Penjamin emisi saham, diukur dari jumlah saham <i>IPO</i> yang dijamin	Peringkat (Dummy Variabel) Persentase
Kepemilikan/ own	Besarnya saham yang masih ditahan oleh pemegang saham lama/ founder	Persentase
Besaran/ skala emiten	Diukur dari jumlah total aktiva perusahaan	Total aktiva
Umur emiten	Jumlah tahun sejak berdirinya perusahaan sampai dengan perusahaan melakukan penawaran perdana	Tahun
<i>Financial</i> <i>Leverage (Fin lev)</i>	Merupakan perbandingan antara total hutang dengan total aktiva	Persentase
<i>ROA</i>	Merupakan perbandingan antara Net Income after Tax dengan total assetnya	Persentase

Hipotesa Penelitian

Dalam penelitian ini, formula hipotesis yang diajukan sebagai berikut :

- a. HA 1 : Reputasi *undewriter* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpriced*.
- b. HA 2 : Jumlah kepemilikan pemegang saham lama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpriced*.
- c. HA 3 : Besaran/ Skala perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpriced*.
- d. HA 4 : Umur perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpriced*.
- e. HA 5 : *Financial Leverage* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpriced*.
- f. HA 6 : *ROA* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap terhadap tingkat *underpriced*.
- g. HA 7 : Secara bersama-sama variabel reputasi *undewriter*, kepemilikan saham, skala, umur, *finacial leverage*, *ROA* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpriced*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik merupakan syarat utama untuk menilai apakah persamaan regresi yang digunakan sudah memenuhi syarat BLUE (best linear unbiased estimator). Hasil uji multikolonieritas dengan menghitung nilai tolerance dan VIF tidak menunjukkan adanya multikolonieritas antar variabel independen. Hasil perhitungan nilai tolerance dan VIF dapat dilihat pada tabel 2 berikut ini:

TABEL 2

Hasil Uji Multikolonieritas

Nama Variabel	Tolerance	VIF
Reputasi Underwriter	0,826	1,210
Kepemilikan saham	0,725	1,380
Skala/Besaran Emiten	0,629	1,445
Umur Emiten	0,873	1,146
Financial leverage	0,563	1,776
ROA	0,739	1,353

Sumber : data sekunder diolah

Batas tolerance value adalah > 0.10 dan variance inflation factors (VIF) < 10 . Jika nilai tolerance di bawah 0.10 atau VIF diatas 10 , maka terjadi korelasi

antar variabel independen sebesar 90%. Dari tabel 2 terlihat bahwa nilai tolerance di atas 0.10 dan nilai VIF dibawah 10 sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi multikolonieritas.

Uji autokorelasi dengan Durbin Watson menunjukkan nilai DW sebesar 1.671 dan nilai ini berada diatas upper bound 1.59, maka dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi. Uji normalitas maupun keterskedastisitas menunjukkan bahwa asumsi normalitas dan homoskedastisitas terpenuhi.

Dari hasil pengolahan data dengan program SPSS for windows diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$UP\ 1 = 85,443 - 22,690\ Under + 0,335\ Kepem - 0,00000141\ Skala - 0,0696\ Umur - 62,105\ Fin\ lev - 4,686\ ROA + e$$

Hasil perhitungan regresi diikhtisarkan pada tabel 5.1 yang disajikan berikut ini :

TABEL 3

Hasil Perhitungan Regresi

Variabel Bebas	Koofisien	t-stat	Sig-t
Intersep	85,443	1,817	0,079
Reputasi undewriter	-22,690	-1,789	0,084
Kepemilikan	0,335	0,670	0,508
Skala/ ukuran	-0,41E-06	-0,484	0,632
Umur	-6,96E-02	-0,138	0,891
Financial Leverage	-62,105	-1,723	0,095
ROA	-4,686	-2,296	0,029
Multiple R = 0,558			
R Square = 0,312			
Adj. R Square = 0,174 Sig. F = 0,064			
F Statistik = 2,266			
DW Statistik = 1,671			

Signifikansi pada tingkat kepercayaan 10%

Sumber : data sekunder diolah

Deskripsi Hasil Pembahasan

Adapun hasil dari analisis regresi berganda dalam penelitian ini, diikhtisarkan pada tabel 5.1 diatas. Dari tabel tersebut dapat diketahui bahwa tidak semua variabel bebas yang diteliti berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat.

Berdasarkan tabel tersebut, maka dapat ditulis persamaan regresinya adalah sebagai berikut :

$$UP\ 1 = 85,443 - 22,690\ Under + 0,335\ Kepem - 0,00000141\ Skala - 0,0696\ Umur - 62,105\ Fin\ lev - 4,686\ ROA + e$$

Adapun deskripsi dari masing-masing variabel akan diuraikan satu persatu berikut ini :

Reputasi *Undewriter*

Variabel reputasi *undewriter* ternyata berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* dengan tingkat signifikansi 10%. Hal ini dapat dilihat pada nilai t hitung sebesar 1,789 yang lebih besar daripada t tabel dengan derajat kebebasan (DF) sebanyak 35 sebesar 1,692. Sehingga bisa diambil kesimpulan variabel reputasi *undewriter* bisa menolak H_01 yang mengatakan bahwa reputasi *undewriter* tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan di Australia oleh How et al.

Koefisien regresi reputasi *undewriter* bertanda positif yang mempunyai arti semakin tinggi reputasi *undewriter* maka mengakibatkan tingkat *underpricing*nya akan semakin kecil, begitu juga sebaliknya. Hal ini tidak konsisten dengan penemuan dari Nur Indriantono cs (97). Ketidak konsistenan ini dapat terjadi karena data yang digunakan oleh peneliti ini *undewriternya* bervariasi, sedang penelitian yang dilakukan oleh Indriantono hanya ada 2 *undewriter* yang mendominasi penjaminan emisi efek.

Dalam penjaminan emisi efek, peranan dari *undewriter* sangat besar, karena *undewriter* yang lebih sering berhubungan dengan pasar modal mempunyai pengalaman yang lebih banyak mengenai pasar modal kalau dibandingkan dengan pihak emiten. Apabila suatu emisi saham dilakukan oleh *undewriter* yang mempunyai reputasi bagus, maka kemungkinan saham yang dijamin oleh *undewriter* tersebut bisa mendatangkan kesuksesan bagi emiten. Hasil ini konsisten dengan penelitian dari How et al (1995) yang menunjukkan bahwa reputasi *undewriter* yang tinggi berhubungan negatif dengan *underpricing*.

Persentase Saham yang Masih Ditahan oleh Pemegang Saham Lama

Variabel persentase saham yang ditahan oleh pendiri/ pemegang saham lama (kepemilikan) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*. Hal tersebut dapat dilihat pada nilai t hitung yang sebesar 0,670 yang lebih kecil apabila dibandingkan dengan t tabel dengan derajat kebebasan (DF) sebanyak 35 sebesar 1,692. Sehingga bisa dibuat kesimpulan bahwa variabel ini ternyata tidak bisa menolak H_02 yang mengatakan bahwa persentase saham yang masih ditahan pemegang saham lama (kepemilikan) tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Tanda pada koefisien kepemilikan ini adalah positif, yang berarti semakin besar saham yang masih ditahan oleh pemegang saham lama mengakibatkan tingkat *underpricing* juga semakin besar, demikian juga sebaliknya. Tanda positif pada koefisien kepemilikan ini adalah

sebagaimana yang diharapkan, namun tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*. Temuan ini konsisten dengan temuan Lee et al (1996) yang mengatakan bahwa proporsi dari saham yang ditahan oleh pemegang saham lama dapat menandai informasi dari emiten ke calon investor. Semakin besar proporsi saham yang masih ditahan oleh pemegang saham lama, akan semakin banyak informasi privat yang dimiliki oleh pemegang saham lama. Untuk memperoleh informasi privat ini investor harus mengeluarkan biaya guna pengambilan keputusan apakah membeli saham atau tidak. Adanya pengeluaran biaya oleh investor ini maka sebagai kompensasinya investor mengharapkan initial return yang tinggi. *Initial return* yang tinggi yang diterima oleh investor berarti terjadinya tingkat *underpriced* yang tinggi. Dengan demikian semakin besar proporsi saham yang masih ditahan oleh pemegang saham lama akan semakin tinggi *underpricing*nya.

Skala/ Ukuran perusahaan

Variabel skala/ besaran perusahaan ternyata tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*. Hal ini dapat dilihat pada nilai *t* hitung yang sebesar 0,484 yang lebih kecil kalau dibandingkan dengan nilai *t* tabel dengan derajat kebebasan (DF) sebanyak 35 sebesar 1,692. Sehingga bisa diambil kesimpulan untuk menerima H_03 yang mengatakan bahwa skala/ besaran perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*. Tanda pada koefisien skala/ besaran perusahaan ini adalah negatif sebagaimana yang diharapkan, namun tidak berpengaruh secara signifikan. Ini konsisten dengan temuan Kizmaz (2000).

Pada umumnya perusahaan yang besar lebih dikenal oleh masyarakat kalau dibandingkan dengan perusahaan yang ukurannya kecil (Lee et al, 1996). Karena lebih dikenal, maka informasi mengenai perusahaan besar lebih banyak daripada perusahaan yang relatif kecil. Informasi yang memadai akan bisa mengurangi tingkat ketidakpastian investor akan prospek perusahaan kedepannya.

Umur Perusahaan

Variabel umur perusahaan ternyata tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*. Hal ini dapat dilihat dari nilai *t* hitung yang sebesar -0,138 yang nilainya lebih kecil kalau dibandingkan dengan nilai *t* tabel dengan derajat kebebasan (DF) sebanyak 35 sebesar 1,692. Sehingga bisa diambil kesimpulan bahwa variabel umur perusahaan tidak bisa menolak H_04 yang mengatakan bahwa umur emiten tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*. Tanda pada variabel umur emiten ini adalah seperti yang diharapkan yaitu negatif. Temuan ini konsisten dengan temuan Rina Trisnawati (1999), lebih lanjut disimpulkan bahwa semakin lama perusahaan berdiri, masyarakat luas akan lebih mengenalnya dan investor secara khusus akan lebih percaya terhadap perusahaan yang sudah terkenal dan lama berdiri dibandingkan dengan perusahaan yang relatif masih baru, biasanya perusahaan

yang sudah lama berdiri tentunya punya strategi dan kiat-kiat yang lebih solid untuk tetap bisa *survive* dimasa depannya.

Financial Leverage Perusahaan

Variabel *financial leverage (FL)* berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* dengan tingkat signifikansi 10%. Hal ini bisa dilihat dari nilai t hitung yang sebesar 1,723 yang ternyata lebih besar kalau dibandingkan dengan nilai t tabel dengan derajat kebebasan (DF) sebanyak 35 sebesar 1,692. Sehingga bisa diambil kesimpulan bahwa variabel ini bisa menolak H_05 yang mengatakan bahwa variabel *financial leverage* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*. Tanda pada koefisien variabel *financial leverage* ini adalah negatif. Tanda negatif ini berarti apabila tingkat hutang emiten semakin besar, maka tingkat *underpriced* semakin kecil. Hal ini menunjukkan bahwa investor pasar modal Indonesia, khususnya yang membeli saham di pasar perdana adalah investor jangka pendek bukan investor jangka panjang.

ROA (Return On Assets) Perusahaan

Variabel *ROA (Return On Assets)* ternyata berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*, dengan tingkat signifikansi 5%. Hal tersebut bisa dilihat dari nilai t hitung yang sebesar 2,296 yang lebih besar kalau dibandingkan dengan nilai t tabel dengan derajat kebebasan (DF) sebanyak 35 sebesar 1,692. Sehingga bisa diambil kesimpulan bahwa variabel ini berhasil menolak H_06 yang mengatakan bahwa ROA tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa investor dalam membeli saham di pasar perdana sangat memperhatikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersihnya.

Persamaan regresi berganda ini adalah signifikan artinya variabel-variabel bebas merupakan faktor penjelas nyata bagi variasi dalam variabel terikat karena memiliki nilai F sebesar 2,266 yang signifikan pada tingkat kepercayaan 10%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel bebas secara bersama-sama mempengaruhi variabel terikat.

Sementara itu kemampuan persamaan regresi berganda ini untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel terikat adalah sebesar 31,2% sementara sisanya sebesar 68,8% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini. Melihat besarnya koefisien determinasi ini, maka persamaan regresi ini dapat dikatakan baik karena memiliki kemampuan untuk menjelaskan besarnya variasi dalam variabel terikat yang besarnya lebih besar daripada 5%.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti pengaruh dari beberapa variabel yang mempengaruhi tingkat *underpriced* yang terjadi di Bursa Efek Jakarta (BEJ) periode tahun 1997 – 2000 dengan sampel penelitian sebanyak 37 emiten. Variabel independen (bebas) yang digunakan dalam penelitian ini ada 6 yaitu reputasi *underwriter*, jumlah saham yang masih ditahan pemegang saham lama (kepemilikan), Skala, Umur, *Financial Leverage* dan *Return on assets (ROA)*. Sedangkan variabel *dependent* (terikat) nya adalah *Underpricing* hari pertama penutupan (UP 1). Sedangkan model analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda.

Berdasarkan pada hasil analisis yang telah diuraikan di atas, maka dapat diambil kesimpulan :

1. Tingkat *underpriced* dalam penelitian ini cukup tinggi, yaitu sebesar 25,183%. Temuan ini konsisten dengan temuan sebelumnya di Indonesia oleh Suad Husnan (1996), yang mengatakan bahwa perusahaan privat dan BUMN cenderung *underpriced*, maupun asing seperti di Australia oleh Janice et. al (1995) dan di Amerika Serikat oleh Ritter (1991).
2. Dengan melihat hasil uji statistik, maka variabel *Return On Assets (ROA)* berpengaruh secara signifikan negatif terhadap *underpricing* pada tingkat signifikansi 5%, sedangkan variabel reputasi *underwriter* serta variabel *financial leverage* berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing* pada tingkat signifikansi 10%.
3. Persamaan regresi berganda yang digunakan dalam penelitian ini memiliki nilai F hitung sebesar 2,266 yang signifikan pada tingkat signifikansi 10%. Dengan hasil tersebut bisa diambil kesimpulan bahwa variabel-variabel independen merupakan faktor penjelas nyata bagi variasi dalam variabel terikat. Akan tetapi model yang digunakan hanya mampu menjelaskan besarnya variasi dalam variabel terikat sebesar 31,2%. Kecilnya sumbangan variabel independen dalam menjelaskan fenomena *underpricing*, menunjukkan bahwa investor dalam melakukan investasi kurang memperhatikan aspek-aspek fundamental perusahaan dan signal-signal yang ada. Dalam hal ini pihak pemodal masih bertindak irasional, spekulatif dan hanya ikut-ikutan, tanpa mempertimbangkan faktor yang rasional.

Saran-saran

Setelah melakukan analisis pada penelitian ini ada beberapa saran yang bisa dijadikan masukan bagi para peneliti yang akan mengkaji ulang tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* pada masa mendatang.

1. Para pemodal dalam menanamkan modalnya di BEJ, khususnya dalam membeli saham di pasar perdana dapat mempertimbangkan faktor-faktor Reputasi *undewriter*, *ROA*. Karena kedua faktor fundamental keuangan dan *signaling* tersebut ternyata berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpriced*.
2. Para peneliti yang tertarik untuk melakukan penelitian dibidang yang sama dapat menggunakan variabel-variabel lain yang diperkirakan akan berpengaruh terhadap tingkat *underpriced*, seperti variabel PER, EPS, pengalaman manajemen untuk faktor mikronya serta variabel tingkat inflasi, tingkat suku bunga bank untuk faktor makronya. Variabel-variabel tersebut diduga mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpriced*, untuk itu perlu adanya pengkajian ulang sebagai bukti bahwa variabel-variabel tersebut benar-benar berpengaruh terhadap tingkat *underpriced* atau tidak.

REFERENSI

- Alli K, Jot Yau and Kenneth Yung. 1994, "The Underpricing of IPOs of Financial Institutions", *Jurnal of Business Finance & Accounting*, October.
- Balvers R. Cs. 1988, "Underpricing of New Issues and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation", *The Accounting Review*, Vol. LXIII, No.4 October.
- Carter R. and Manaster S. 1990, "Initial Public Offering and Underwriter Reputation", *The Journal of Finance*, Vol. XLV, No.4, September.
- Firth, M., and A. Smith. 1992, "The Accuracy of Profit Forecasts in Initial Offering Prospectus", *Accounting and Business Research*, vol. 22, No. 87.
- Gujarati Damodar, 1995, "Basic Econometrics", *Mc Grow hill Inc.*
- Gujarati Damodar, 1999, "Ekonometrika Dasar", *Penerbit Erlangga*, cet. 6
- Hair, JR., R.E. Anderson, R. Tatham and Balcak W. 1995, "Multivariat Data Analysis with Reading", *prentice Hall, Englewood Cliff, New Jersey*.
- How J. C.Y Cs. 1995, "Differential Information and Underpricing of Initial Public Offering: Australia Evidence", *Accounting and Finance*, May.
- Imam Ghozali. 2001, "Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS", *Badan Penerbit Universitas Diponegoro*, Semarang.
- Jain, B.A and Kini O. 1994, "The post-Issue Operating Performance of IPO Firms", *The Journal of Finance*, Vol. XLIX, No 5, Desember.
- Kiyamaz, Halil. 2000, "The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market : Evidence From Istanbul Stock Exchange," *Journal of Multinational Financial Management*.
- Kunz, R.M. and Aggarwal, 1994, "Why IPO are Underpriced; Evidence rom Swizerland", *Journal of Banking and Finance*.
- Nur Indriantono dan Melly S. 1999, "Ketepatan Ramalan Laba pada Prospektus Penawaran Umum Perdana", *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol 1, April.
- Nur Indriyantono dan Siti Nurhidayati. 1998, "Analisis Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underpricing pada Penawaran Perdana di BEJ", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol 13.
- Nur Indriantono dan Bambang Supomo. 1999, "Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen", *BPFE*, Yogyakarta.
- Rina Trisnawati. 1999, "Pengaruh Informasi Prospektus pada Return Saham di Pasar Modal," Makalah seminar, Universitas Brawijaya Malang 24 - 25 September.

- Ritter, Jay. 1991, "The Long Run Performance of IPO", *Journal of Finance*, Volume XLVI.
- Singgih Santosa. 2000, "Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik," *Elex Media Komputindo*, Jakarta.
- Yogo Purnomo. 1998, "Keterkaitan Kinerja Keuangan dengan Harga Saham di BEJ, Pengamatan tahun 1992 - 1996", *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, Th XXVII No. 12, Desember.
- Sekaran, Uma. 1992, "Research Methods For Business: Skill-Building Approach, 2nd Edition, *John Willey and Sons, Inc.*
- Shadler, Frederick P. & Timothy L. Manuel. 1994, "Undewriter Choice and Announcement Effects for Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial & Strategic Decisions*, Vol. 7
- Suad Husnan. 1996, "The First Issues Market: The Case of The Indonesian Bull Market", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol.2 No.1.
- Suad Husnan. 1991, "Pasar Modal Indonesia Efisienkah?; Pengamatan Selama Tahun 1990", *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, Tahun XX No.6, Juni.
- Ursal, Nancy D. and Paul Ljucovic, 1998, The Impact of Bank Ownership of Underwriters on the Underpricing of Initial Public Offering, *Canadian Journal of Administrative Science*.