

REPUTASI PENJAMIN EMISI SAHAM, REPUTASI AUDITOR DAN TINGKAT *UNDERPRICING* PADA PENAWARAN PERDANA DI BURSA EFEK JAKARTA.

KHOMSIYAH

Universitas Trisakti

The purpose of this study is to test the relationship between auditors' and underwriter's reputation, and underpricing. Previous studies found that initial public offering are underpriced. This study expected that the reputation of underwriters and auditors are negatively associated with underpricing. For underwriters' reputation proxy, we use market share which developed by Megginson and Weiss (1991) and auditors' reputation proxy, we use auditor industry specialization. Based on the sample of 48 IPO firms listing in Jakarta Stock Exchange (JSX) during the period of 1998-2001, the result shows that underwriters' reputation and auditors' reputation significantly associated with under pricing.

Keywords : Under pricing, IPO, Underwriter's reputation, Auditor's reputation

PENDAHULUAN

Initial Public Offering (IPO) merupakan penawaran saham perdana dari emiten kepada investor dalam jangka waktu tertentu yang telah ditetapkan sebelum saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder. Menurut Carter dan Manaster (1990), IPO merupakan upaya pertama yang dilakukan oleh perusahaan privat untuk menambah modal di pasar publik.

Harga saham pada saat IPO ditentukan berdasarkan kesepakatan antara penjamin emisi saham. Pada umumnya penjamin lebih banyak mengetahui tentang informasi pasar modal dibandingkan dengan investor dan penjamin akan selalu berupaya bernegosiasi dengan emiten agar saham-saham tidak terlalu tinggi harganya karena jika tidak laku dijual, penjamin harus membeli saham yang tidak laku terjual tersebut¹. Oleh sebab itu, harga yang terjadi pada saat IPO cenderung *underpricing* daripada *overpricing*.

¹ Ini terjadi jika tipe penjaminan yang dianut adalah tipe penjaminan *full commitment*, kecuali jika komitmen penjamin hanya *best effort* saja.

Beberapa penelitian empiris menunjukkan kecenderungan *underpricing* pada pasar perdana. Penelitian Ritter (1991) mengungkapkan bahwa penerbitan saham perdana menunjukkan adanya *underpricing* sebesar 18,8 persen. Hal yang serupa ditunjukkan oleh Rock (1986). Fenomena *underpricing* pada IPO tidak hanya terjadi di perusahaan-perusahaan Amerika, namun juga terjadi di sebagian besar perusahaan di Jepang. Beberapa studi yang menunjukkan adanya *underpricing* di Jepang, antara lain dilakukan oleh Hebner dan Hiraki (1993), dan Jenkinson (1990)². Di Indonesia, Hanafi dan Husnan (1991) melakukan penelitian mengenai perilaku harga saham perdana dengan pengamatan di Bursa Efek Jakarta tahun 1990. Hasilnya menunjukkan bahwa pada minggu pertama, rata-rata *abnormal return* positif sebesar 2,9743%. Hal ini berarti bahwa harga saham perdana adalah *undervalue*. Penelitian tersebut mendukung penelitian Husnan sebelumnya.³

Beberapa peneliti menjelaskan mengapa harga pada penawaran perdana lebih rendah daripada harga pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder. Carter dan Manaster (1990) menjelaskan *underpriced* adalah hasil dari ketidakpastian harga saham pada pasar sekunder. Lebih lanjut, Carter dan Manaster menyatakan bahwa beberapa unsur informasi non-akuntansi seperti reputasi penjamin emisi, persentase penawaran saham, dan umur perusahaan berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Sedangkan menurut Cheung *et. al.* (1994) adanya asimetri informasi menyebabkan harga saham pada penawaran perdana lebih rendah daripada harga saham di pasar sekunder. Hasil penelitian Loughran *et al.* (1994) menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan penawaran perdana mengalami *underpricing* untuk jangka waktu pendek. Selanjutnya, How *et al.* (1995) menggunakan variabel-variabel seperti reputasi penjamin emisi saham, reputasi auditor, umur emiten, skala emiten, *delay in listing*, dan *leverage*. Dalam penelitian itu variabel umur emiten terbukti berpengaruh, demikian juga dengan tipe penjaminan dan skala perusahaan.

Di Indonesia, penelitian yang menguji faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *underpricing* telah dilakukan oleh antara lain: Nurhidayati dan Indriantoro (1998); Nasirwan (2000); Daljono (2000); Ghozali dan Mansur (2002); dan Ardiansyah (2004).

Penelitian ini menguji kembali penelitian-penelitian sebelumnya dengan menggunakan pengukuran yang berbeda. Penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurhidayati dan Indriantoro (1998) maupun Ardiansyah (2004), dalam pengukuran reputasi penjamin dan reputasi auditor. Nurhidayati dan Indriantoro menggunakan dua kategori pemeringkatan reputasi penjamin berdasar pada pendapatan penjamin emisi. Ardiansyah (2004)

² Lihat Beckman, Faught, Marshal, dan Okamura (2000).

³ Husnan melakukan penelitian pada tahun 1990 dengan periode pengamatan 1984-1987 yang juga menunjukkan adanya kecenderungan *underpricing* di pasar perdana, dan masih diperolehnya *abnormal return* beberapa hari setelah saham-saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder.

menggunakan peringkat sesuai dengan ukuran Johnson-Miller dengan peringkat empat kategori (0-3). Penelitian ini menggunakan ukuran pangsa pasar sebagai dasar pemeringkatan reputasi penjamin sebagaimana yang digunakan oleh Megginson-Weiss. Sedangkan ukuran reputasi auditor, Ardiansyah menggunakan kategori Big-Four dan non Big-Four. Penelitian ini menggunakan spesialisasi industri sebagaimana yang digunakan oleh Mayangsari (2004).

Tujuan utama penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris hubungan reputasi penjamin emisi saham dan reputasi auditor dengan tingkat *underpricing*. Penelitian-penelitian sebelumnya telah menguji hubungan informasi keuangan maupun informasi non-keuangan terhadap tingkat *underpricing*. Penelitian ini juga akan menguji faktor keuangan dan non keuangan sebagaimana yang dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya, yaitu untuk mengetahui 1) hubungan reputasi penjamin emisi saham dan reputasi auditor dengan tingkat *underpricing*, 2) hubungan faktor keuangan dan non keuangan dengan tingkat *underpricing*. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan dukungan ataupun alternatif atas penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, terutama dalam hal pengukuran variabel reputasi auditor dan reputasi penjamin emisi saham.

Organisasi penulisan hasil penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut. Setelah pendahuluan, bagian kedua membahas tinjauan pustaka dan pengembangan hipotesis. Bagian ketiga menguraikan metoda penelitian yang digunakan, dan bagian keempat membahas hasil penelitian. Bagian akhir tulisan ini menguraikan kesimpulan, keterbatasan, dan implikasi penelitian.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

IPO dan Underpricing

Fenomena *underpricing* di beberapa negara ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan antara lain oleh Wasserfallen dan Wittleder (1994) dan Ljungqvist (1997) yang memberikan bukti adanya *underpricing* di pasar saham Jerman. Lee *et al.* (1996) juga menemukan bukti yang sama di pasar saham Australia. Brenman dan Franks (1997) melakukan penelitian mengenai *underpricing* di pasar saham UK.

Beberapa penelitian menjelaskan faktor-faktor yang menyebabkan terjadinya *underpricing* tersebut. Rock (1986) berargumentasi bahwa *underpricing* di perusahaan IPO diperlukan untuk mengkompensasi investor yang tidak memiliki informasi (*uninformed investor*) dengan pihak yang memiliki informasi yang lebih banyak. Lebih lanjut, Rock menyatakan bahwa *underpricing* yang terjadi pada IPO disebabkan karena adanya asimetri informasi antara investor yang tidak memiliki informasi (*uninformed investor*) dengan pihak yang memiliki informasi (*informed investor*) yang lebih banyak. Adanya kelebihan informasi yang dimiliki menyebabkan *informed investor* cenderung menginginkan harga yang *underpricing* untuk mendapatkan *initial return* di pasar sekunder sedangkan

uninformed investor karena tidak mempunyai informasi yang cukup akan berusaha mencoba memperoleh saham tanpa melakukan banyak pilihan.

Di Indonesia, Hanafi dan Husnan (1991) melakukan penelitian mengenai perilaku harga saham perdana dengan pengamatan di Bursa Efek Jakarta tahun 1990. Hasilnya menunjukkan bahwa pada minggu pertama, rata-rata *abnormal return* positif sebesar 2,9743%. Hal ini berarti bahwa harga saham perdana adalah *undervalue*. Rodoni (2002) melakukan pengamatan penawaran saham perdana di Bursa Efek Jakarta pada periode 1990-1998. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa keuntungan awal rata-rata yang terjadi adalah lebih rendah bagi IPO di Bursa Efek Jakarta karena terdapat beberapa perusahaan yang mempunyai keuntungan awal rata-rata yang negatif. Sedangkan untuk periode jangka panjang, penelitian tersebut menunjukkan prestasi IPO kurang baik dan menunjukkan prestasi keuntungan yang negatif.

Underpricing dan Reputasi Penjamin Emisi Saham

Tingkat *underpricing* dipengaruhi oleh keahlian dan kemampuan dalam penyusunan strategi emisi. Penjamin emisi yang berkualitas tinggi biasanya lebih memiliki banyak pengalaman dalam meramalkan harga saham. Penjamin emisi yang bereputasi tinggi relatif berani memberikan harga penawaran yang tinggi sebagai konsekuensi kualitas penjaminannya. Johnson dan Miller (1988) meneliti hubungan antara reputasi penjamin emisi saham terhadap tingkat *underpricing*, dengan memeringkatkan reputasi penjamin emisi saham menjadi 4 kategori (0-3) dengan kategori dan peringkat penjamin emisi saham yang memiliki tingkat prestise yang tertinggi sampai yang paling rendah. Pemberian peringkat didasarkan pada posisi setiap penjamin emisi saham yang terdapat pada *tombstone announcement* yaitu suatu daftar yang berisi nama perusahaan yang IPO, harga penawaran, jumlah lembar saham yang ditawarkan, dan beberapa penjamin emisi saham yang diurutkan berdasarkan reputasinya. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa reputasi penjamin emisi saham berasosiasi negatif dengan tingkat *underpricing*. Balvers *et al.* (1988) menemukan bahwa penjamin emisi berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.

Penelitian yang sama dilakukan pula oleh Carter dan Manaster (1990) namun pemeringkatan reputasi penjamin emisi saham menggunakan 10 kategori (0-9), hasilnya menunjukkan bahwa reputasi penjamin emisi berhubungan secara signifikan dan negatif dengan tingkat *underpricing*, artinya bahwa penjamin emisi saham yang memiliki prestise tinggi akan memperkecil tingkat *underpricing*.

Meggison dan Weiss (1991) menyatakan bahwa dengan mengurangi asimetri informasi antara emiten, investor, dan *financial specialists* (seperti penjamin emisi saham dan auditor) akan memperkecil tingkat *underpricing*. Hasil penelitian ini didukung oleh Kim *et al.* (1993) yang menunjukkan bahwa kualitas penjamin emisi, berkorelasi secara signifikan dengan *underpricing*. Michaely dan Shaw (1994) menemukan bahwa IPO yang dikelola oleh Bank investasi dengan reputasi tinggi akan cenderung memiliki *initial return* yang lebih kecil dan *negative return* jangka panjang yang lebih kecil dibandingkan

dengan IPO yang dikelola oleh penjamin dengan reputasi yang lebih rendah. Penelitian Carter *et al.* (1998) menggunakan 3 ukuran dalam pemeringkatan reputasi penjamin emisi saham yaitu ukuran yang dikembangkan oleh Johnson-Miller (1988), Carter-Manaster (1990), dan Megginson-Weiss (1991) yang menemukan bahwa reputasi penjamin emisi saham berasosiasi secara statistik signifikan dan negatif dengan *initial return*.

Di Indonesia, Nurhidayati dan Indriantoro (1998), menguji hubungan antara reputasi penjamin emisi saham dengan *underpricing* dengan menggunakan peringkat reputasi penjamin emisi saham menjadi 2 kategori yaitu penjamin emisi saham dengan reputasi tinggi dan reputasi rendah. Pemeringkatan penjamin emisi saham dilakukan berdasar pada pendapatan penjamin emisi. Alasan menggunakan pendapatan sebagai dasar pemeringkatan penjamin emisi karena pendapatan menunjukkan jumlah lembar saham yang dijamin oleh penjamin emisi saham. Semakin besar tingkat pendapatan yang diterima oleh penjamin emisi saham berarti semakin banyak jumlah lembar saham yang dijamin. Banyaknya saham dapat dijamin oleh penjamin emisi saham secara tidak langsung menunjukkan aset yang dimiliki oleh penjamin emisi saham. Besarnya aset yang dimiliki penjamin emisi saham merupakan modal bagi penjamin emisi saham untuk mengukur seberapa besar kemampuannya dalam melakukan penjaminan. Hasil penelitian tersebut tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan antara reputasi penjamin emisi dengan tingkat *underpricing*.

Nasirwan (2002) menggunakan pengukuran reputasi penjamin emisi saham dengan pengukuran yang digunakan oleh CM (0-9) dan JM (0-3). Namun dalam hal pemberian peringkat tidak berdasarkan *tombstone announcement* melainkan pada besarnya jumlah *fee*. Alasannya adalah tidak diterbitkannya *tombstone announcement* di Indonesia. Alasan menggunakan *fee* sebagai dasar peringkat penjamin emisi, bahwa *fee* menunjukkan jumlah saham yang dapat dijamin oleh penjamin emisi secara tidak langsung menunjukkan aset yang dimiliki penjamin emisi. Peringkat berdasarkan *fee* ini diperoleh dari Majalah Uang dan Efek. Hasilnya menunjukkan bahwa reputasi penjamin emisi berasosiasi secara statistik signifikan dan positif dengan *initial return*.

Ghozali dan Mansur (2002) memeringkatkan reputasi penjamin emisi saham berdasarkan dari jumlah saham IPO yang dijamin oleh penjamin emisi saham tersebut, hasilnya menunjukkan bahwa reputasi penjamin emisi saham berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*. Penelitian tersebut didukung oleh penelitian Rosyati dan Sebeni (2002) yang menemukan bahwa reputasi penjamin emisi saham yang melakukan penjaminan terhadap perusahaan yang melakukan IPO di BEJ mempengaruhi tingkat *underpricing* perusahaan yang dijaminnya.

Berdasarkan bahasan teoritis diatas, hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut:

H₁ : Terdapat hubungan negatif reputasi penjamin emisi saham dengan tingkat *underpricing*.

Adanya pengaruh *financial leverage* berhasil dibuktikan oleh Kim *et al.* (1993) serta Ghozali dan Mansur (2002). Atas dasar hal itu maka diajukan hipotesis berikut ini.

H₁ : Terdapat hubungan *financial leverage* dengan tingkat *underpricing*.

Earnings Per Share

Earnings per share (EPS) menunjukkan laba bersih yang berhasil diperoleh perusahaan untuk setiap unit saham selama suatu periode tertentu. Rasio ini sangat diperhatikan oleh para investor dan dipertimbangkan sebagai indikator keberhasilan perusahaan yang sangat penting. Semakin besar nilai EPS maka tingkat keberhasilan perusahaan semakin tinggi, maka tingkat ketidakpastian untuk masa yang akan datang menjadi lebih kecil. Rasio ini, menurut Ghozali dan Mansur (2002) diperkirakan akan mempengaruhi tingkat *underpricing* sehubungan dengan kondisi ketidakpastian yang dihadapi perusahaan.

H₂ : Terdapat hubungan *earnings per share* dengan tingkat *underpricing*.

Price Earnings Ratio (PER)

Price Earnings Ratio (PER) merupakan rasio yang digunakan secara luas oleh pelaku pasar modal untuk menilai suatu harga saham. Pada prinsipnya *price earnings ratio* memberikan indikasi mengenai jangka waktu yang diperlukan untuk mengembalikan dana pada tingkat harga saham dan keuntungan perusahaan pada suatu periode tertentu. Rasio ini juga menunjukkan tingkat kepercayaan yang dimiliki para investor terhadap kinerja perusahaan di masa mendatang. Semakin tinggi nilai PER, semakin tinggi tingkat kepercayaan investor (Gitman, 2002).

H₃ : Terdapat hubungan *price earnings ratio* dengan tingkat *underpricing*.

Persentase Kepemilikan Pemegang Saham Lama

Persentase kepemilikan yang ditahan oleh pemilik (*insiders*) menunjukkan adanya *private information* yang dimiliki oleh pemilik/manajer (Balvers *et al.*, 1988). *Entrepreneur* (pemilik sebelum *go public*) akan tetap menginvestasikan pada perusahaannya apabila mereka yakin akan prospek di masa mendatang. Informasi tingkat kepemilikan saham oleh *entrepreneur* akan digunakan oleh investor sebagai pertanda bahwa prospek perusahaannya baik. Semakin besar tingkat kepemilikan yang ditahan (atau semakin kecil persentase saham yang ditawarkan) akan memperkecil tingkat ketidakpastian di masa mendatang berarti semakin kecil tingkat *underpricing*. Hal ini berhasil dibuktikan oleh Beatty (1989), Caster dan Dark (1993), How *et al* (1995). Welch (1989) meramalkan

Underpricing dan Reputasi Auditor

Beberapa penelitian menguji hubungan antara reputasi auditor dan tingkat *underpricing*. Titman dan Truman (1986) menyatakan bahwa akuntan yang lebih berkualitas memberikan informasi yang lebih teliti dibandingkan dengan akuntan yang kurang berkualitas, akibatnya akuntan yang berkualitas harus dibayar dengan *fee* yang lebih tinggi. Balvers *et al.* (1988) menemukan bahwa reputasi auditor berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Beatty (1989) menunjukkan bahwa kualitas auditor merupakan salah satu pengurang terhadap ketidakpastian dan ditemukan bahwa adanya hubungan negatif secara signifikan antara reputasi auditor dengan tingkat *underpricing*. Perusahaan yang menggunakan jasa auditor bereputasi tinggi akan menghasilkan tingkat *underpricing* yang minimal. Dengan demikian hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut:

H_2 : Terdapat hubungan negatif reputasi auditor dengan tingkat *underpricing*

Variabel Kontrol

Penelitian ini juga akan menguji faktor-faktor lain yang dianggap mempengaruhi tingkat *underpricing* sebagaimana yang dilakukan oleh peneliti-peneliti sebelumnya.

Variabel-Variabel Keuangan

Return On Assets

Return On Assets (ROA) merupakan rasio yang menunjukkan keefektifan operasional perusahaan dalam menghasilkan laba (*profit*) dengan aset yang tersedia. Profitabilitas perusahaan yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian IPO sehingga mengurangi tingkat *underpricing*. Adanya pengaruh ROA dibuktikan oleh Kim *et al.* (1993) serta Ghazali dan Mansur (2002). Berdasarkan hal tersebut maka diajukan hipotesis sebagai berikut.

H_3 : Terdapat hubungan negatif *return on assets* dengan tingkat *underpricing*.

Financial Leverage

Financial Leverage menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar hutangnya dengan *equity* yang dimilikinya. *Financial leverage* yang tinggi menunjukkan resiko suatu perusahaan juga tinggi, sehingga hal ini tentu akan menjadi pertimbangan para investor. Firth dan Smith (1992) menjelaskan bahwa tingkat kewajiban yang tinggi menjadikan pihak manajemen perusahaan menjadi lebih sulit dalam membuat prediksi jalannya perusahaan ke depan.

bahwa terdapat hubungan yang positif (negatif) antara tingkat *underpricing* dengan proporsi saham yang ditahan (ditawarkan). Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_1 : Terdapat hubungan persentase saham yang masih ditahan oleh pemegang saham lama dengan tingkat *underpricing*.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dijadikan proksi tingkat ketidakpastian, karena perusahaan yang berskala besar umumnya lebih dikenal oleh masyarakat daripada perusahaan yang berskala kecil. Karena lebih dikenal maka informasi mengenai perusahaan besar lebih banyak dibandingkan perusahaan yang berukuran kecil sehingga tingkat ketidakpastian akan masa depan perusahaan bisa diketahui. Oleh karena itu investor bisa mengambil keputusan lebih tepat bila dibandingkan dengan pengambilan keputusan tanpa informasi.

Penelitian James *et al* (1995) di Australia periode tahun 1980 – 1990 mengatakan bahwa ada pengaruh antara skala perusahaan dengan tingkat *underpriced*. Demikian juga halnya dengan hasil penelitian Ritter (1991). Namun di Indonesia tidak dapat dibuktikan oleh Nurhidayati dan Indriantoro (1998).

H_2 : Terdapat hubungan ukuran perusahaan dengan tingkat *underpricing*.

Umur Perusahaan

Umur perusahaan menunjukkan seberapa lama perusahaan mampu bertahan. Semakin lama umur perusahaan, maka semakin banyak informasi yang telah diperoleh masyarakat tentang perusahaan tersebut. Dengan demikian akan mengurangi adanya asimetri informasi, dan memperkecil ketidakpastian di masa yang akan datang. Pengaruh umur perusahaan terhadap *initial return* IPO berhasil dibuktikan oleh Beatty (1989), Carter dan Manaster (1990), Caster dan Dark (1992) dan didukung oleh Rosyati dan Sabeni (2002).

H_3 : Terdapat hubungan umur perusahaan dengan tingkat *underpricing*.

METODA PENELITIAN

Sampel dan Data

Sampel yang dijadikan objek dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang mengalami *underpricing* pada saat IPO di BEJ untuk periode 1 Juni 1998 sampai 31 Desember 2001. Selama periode tersebut tercatat sebanyak 63 perusahaan yang melakukan IPO dan diantaranya terdapat 49 perusahaan yang mengalami *underpricing*. Namun setelah dilakukan pengumpulan data, ditemukan 1 perusahaan yang datanya tidak lengkap. Dengan demikian, sampel

penelitian ini menjadi 48 perusahaan (lihat tabel 1)

TABEL 1
Emisi Saham (IPO) Tahun 1998-2001

Tahun	Perusahaan IPO	Overpricing	Fairly	Underpricing	Data tidak lengkap	Sampel lengkap
1998	6	3	0	3	-	-
1999	6	0	0	6	-	-
2000	21	5	1	15	-	-
2001	30	3	2	25	1	1
Total	63	11	3	49	1	48

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang telah dipublikasikan. Data penelitian diambil dari: a) *Indonesian Capital Market Directory 2002*; b) *Jakarta Stock Exchange (annually) 2002*; c) Prospektus ringkas emiten

Pengukuran Variabel

Variabel Dependen : Tingkat *Underpricing*

Tingkat *underpricing* dihitung dengan cara mengurangi harga penutupan pada hari pertama pencatatan dengan harga penawaran lalu dibagi dengan harga penawaran.

Variabel Independen : Reputasi Penjamin Emisi Saham

Pemeringkatan reputasi penjamin emisi saham menggunakan ukuran Megginson dan Weiss (1991), yaitu berdasarkan *market share* dari setiap penjamin pelaksana emisi (*lead penjamin emisi saham*). Apabila ada perusahaan yang menggunakan lebih dari satu *lead underwriter* maka dicari rata-rata dari peringkat penjamin emisi saham. Dalam penelitian ini, pemberian peringkat dilakukan dengan 2 cara, yaitu *market share* dihitung berdasarkan jumlah lembar saham yang ditawarkan (*offered*) dan dijamin (*guaranteed*).

Penelitian ini menggunakan dua pengukuran reputasi penjamin emisi saham berdasarkan *market share* yang dijamin dan saham yang ditawarkan. Pengukuran alternatif ini digunakan karena saham yang dijamin itu dianggap lebih mewakili reputasi penjamin emisi saham bila dibandingkan dengan yang ditawarkan.

Pengukuran reputasi penjamin emisi saham dengan menggunakan proksi *market share*, yang dihitung berdasarkan saham yang ditawarkan maupun saham yang dijamin oleh penjamin emisi. *Market share* merupakan rasio nilai saham

yang ditawarkan atau yang dijamin dengan banyaknya IPO yang ditawarkan atau dijamin oleh penjamin emisi.

Perhitungan *market share* dapat digunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Market share} = \frac{\sum_{i=1}^n \text{proceeds}_i}{\text{Total IPO in } n_j}$$

Keterangan :

- proceeds* = harga penawaran dikalikan dengan jumlah lembar saham yang ditawarkan (*offered*) atau dijamin (*guaranteed*).
- n_j = banyaknya IPO yang dijamin oleh penjamin emisi saham selama periode pengamatan
- offered* = jumlah lembar saham yang ditawarkan oleh emiten yang dijamin oleh masing-masing penjamin emisi saham.
- guaranteed* = jumlah lembar saham yang dijamin oleh penjamin emisi saham untuk masing-masing emiten.

Reputasi Auditor

Pemeringkatan reputasi auditor menggunakan ukuran yang digunakan oleh Mayangsari (2002), yakni *auditor industry specialization*. Variabel ini diukur dengan menggunakan variabel *dummy*; 1 untuk auditor spesialis dan 0 untuk auditor nonspesialis. Auditor spesialis diukur dengan 2 cara. Pertama, sampel industri yang digunakan adalah industri yang minimal memiliki 30 perusahaan. Kedua, auditor dikatakan spesialis jika auditor tersebut telah mengaudit 15% dari total perusahaan yang ada dalam industri tersebut. Data ini diperoleh dari Prospektus dan *Indonesian Capital Market Directory* dari tahun 1977 sampai 2001. Jumlah perusahaan yang digunakan sebagai sampel untuk memeringkatkan reputasi auditor adalah sebanyak 284 perusahaan.

Persentase Saham (Kepemilikan) yang Masih Ditahan Pemegang Saham Lama

Persentase saham (kepemilikan) yang masih ditahan pemegang saham lama yaitu besarnya saham yang masih ditahan oleh *founder*. Besarnya saham tersebut diukur dari selisih persentase total saham dikurangi dengan jumlah persentase saham yang ditawarkan di masyarakat.

Ukuran Perusahaan

Besaran/skala emiten yaitu seberapa besar skala/ukuran perusahaan emiten. Skala/ukuran perusahaan tersebut diukur dari jumlah total aktiva perusahaan.

Umur Emiten

Umur emiten yaitu seberapa lama perusahaan berdiri, diukur dengan jumlah tahun sejak berdirinya perusahaan sampai dengan perusahaan melakukan penawaran perdana.

Return On Assets

Return On Assets yaitu seberapa besar keefektifan perusahaan dalam menghasilkan laba/*profit* dengan menggunakan *asset* yang tersedia. ROA diukur dengan membandingkan antara *net income after tax* dengan total assetnya.

Financial Leverage

Financial leverage menunjukkan seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh hutang atau pihak luar dengan kemampuan perusahaan yang digambarkan oleh modal (*equity*), diukur dari perbandingan antara total hutang dengan total *equity*.

Earnings Per Share

Earnings Per Share (EPS) menunjukkan seberapa besar kemampuan per lembar saham menghasilkan laba. EPS diukur dari perbandingan antara *earnings available for common stockholders* (laba untuk saham biasa) dengan *number of shares of common stock outstanding* (jumlah saham biasa yang beredar).

Price Earnings Ratio

Price Earnings Ratio (PER) menggambarkan kesediaan investor membayar suatu jumlah untuk setiap rupiah perolehan laba perusahaan, menunjukkan tingkat kepercayaan investor terhadap keberhasilan perusahaan di masa mendatang. PER diukur dari perbandingan antara *market price per share of common stock* (harga pasar per lembar saham biasa) dengan *earnings per share* (laba per saham).

Metode Analisis Data

Pengujian pengaruh reputasi penjamin emisi saham, reputasi auditor, dan variabel control lainnya terhadap tingkat *underpricing* digunakan analisis regresi berganda dengan persamaan sebagai berikut:

$$UP = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + b_6 X_6 + b_7 X_7 + b_8 X_8 + b_9 X_9 + b_{10} X_{10} + e$$

Keterangan :

- UP : tingkat *underpricing*
 a : konstanta
 b : koefisien regresi
 X_1 : reputasi penjamin (ditawarkan)
 X_2 : reputasi penjamin (dijamin)
 X_3 : reputasi auditor
 X_4 : jumlah saham yang ditahan
 X_5 : ukuran perusahaan
 X_6 : umur perusahaan
 X_7 : *financial leverage* perusahaan
 X_8 : *Return On Assets (ROA)*
 X_9 : *Earnings Per share (EPS)*
 X_{10} : *Price Earnings Ratio (PER)*
 e : *error term*

ANALISIS DAN PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

Statistik Deskriptif

Tingkat *underpricing* mempunyai nilai rata-rata 0.9078 dengan standar deviasi 1.0044. Nilai maksimum tingkat *underpricing* adalah 4.80 dengan nilai minimum 0.02. Rata-rata dari *market share* berdasarkan saham yang ditawarkan penjamin emisi saham sebesar 0.0586 dengan deviasi standar 0.06417. Nilai maksimum sebesar 0.225130 dan nilai minimum 0.001490. Rata-rata dari *market share* berdasarkan saham yang dijamin penjamin emisi saham sebesar 0.03888 dengan deviasi standar 0.038133. Nilai maksimum sebesar 0.113310 dan nilai minimum 0.00890. Persentase saham kepemilikan lama menunjukkan nilai rata-rata sebesar 27.19 % dengan deviasi standar 21.02 %. Nilai maksimum sebesar 96 % dengan nilai minimum sebesar 2.50 %. Rata-rata umur perusahaan adalah 12 tahun dengan deviasi standar sebesar 8.5 tahun. Maksimum umur perusahaan sebesar 44 tahun dengan umur minimum sebesar 2 tahun. Deskripsi keuangan menunjukkan bahwa rata-rata *Return On Assets* menunjukkan sebesar 3.6 dengan deviasi standar sebesar 22.05. Nilai maksimum sebesar 58.49 dan nilai minimum -123.8, rata-rata *Financial Leverage* menunjukkan nilai sebesar 1.839 dengan deviasi standar sebesar 5.540. Nilai maksimum sebesar 18.98 dan nilai minimum sebesar -15.51, rata-rata *Earnings Per Share* menunjukkan sebesar 110.83 dengan deviasi standar sebesar 221.20. Nilai maksimum sebesar 863 dan nilai minimum sebesar -251. Rata-rata *Price Earnings Ratio* menunjukkan sebesar 18.48 dengan deviasi standar sebesar 102.285. Nilai maksimum sebesar 255.47 dan nilai minimum -358.81. Ringkasan hasil statistik deskriptif disajikan dalam Table 2 di bawah ini.

TABEL 2

Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Tingkat <i>underpricing</i>	48	,02	4,80	,9078	1,0044
Kepemilikan lama	48	2,50	96,00	27,1935	21,0224
Umur perusahaan	48	2	44	12,25	8,55
ROA	48	-123,80	58,49	3,6017	22,0492
<i>Financial Leverage</i>	48	-15,51	18,98	1,8396	5,5408
EPS	48	-251,00	863,00	110,8321	221,2072
PER	48	-358,81	255,47	18,4825	102,2858
<i>Market Share</i> (Ditawarkan)	48	,001490	,225130	5,8601875e-2	6,4175897e-2
<i>Market Share</i> (Dijamin)	48	,000890	,113310	3,8877708 e-2	3,8133359e-2

Uji Normalitas Data

Penelitian ini menggunakan pengujian Kolmogorov-Smirnov (K-S) untuk pengujian normalitas data. Hasil pengujian menunjukkan, menunjukkan bahwa semua variabel yang digunakan dalam penelitian ini tidak memiliki distribusi data normal, dimana uji Kolmogorov-Smirnov menunjukkan angka yang signifikan (< 0.05) berarti distribusi datanya tidak normal. Tidak normalnya distribusi data dikhawatirkan akan merusak uji regresi sehingga dilakukan transformasi data. Variabel-variabel yang ditransformasikan adalah tingkat *underpricing*, *share*, umur dan ukuran. Sedangkan untuk variabel-variabel lainnya, yaitu *ROA*, *Financial Leverage*, *EPS* dan *PER* tidak ditransformasikan karena variabel-variabel tersebut memiliki nilai yang negatif. Tabel 3 menunjukkan hasil uji Kolmogorov-Smirnov.

TABEL 3

Hasil Pengujian Normalitas Data

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
TK_UDPR	0,199	48	0,00	0,780	48	0,10**
EPS	0,295	48	0,00	0,750	48	0,10**
Fin_Lev	0,348	48	0,00	0,616	48	0,10**
PER	0,345	48	0,00	0,724	48	0,10**
R_U	0,365	48	0,00	0,619	48	0,10**
ROA	0,329	48	0,00	0,604	48	0,10**
Share	0,169	48	0,01	0,785	48	0,10**
Ukuran	0,381	48	0,00	0,287	48	0,10**
Umur	0,244	48	0,00	0,813	48	0,10**

Uji Korelasi

Sebelum dilakukan regresi untuk mengetahui pengaruh variabel independen (reputasi penjamin emisi saham dan reputasi auditor) dan variabel control lainnya terhadap variabel dependen (tingkat *underpricing*), akan dilakukan pengujian hubungan antar variabel.

Tabel 4 menunjukkan korelasi antara variabel dependen, independen, dan variabel kontrol. Reputasi auditor, reputasi penjamin emisi saham, baik berdasarkan saham yang ditawarkan maupun saham yang dijamin, mempunyai hubungan negatif dengan tingkat *underpricing*. Ukuran perusahaan secara negatif berhubungan dengan tingkat *underpricing*. Namun penelitian ini tidak berhasil memberikan bukti adanya korelasi antara faktor keuangan dan persentasi kepemilikan lama dengan tingkat *underpricing*.

Uji Pengaruh Reputasi Penjamin Emisi Saham terhadap Tingkat *Underpricing*

Penjamin emisi yang berkualitas tinggi biasanya lebih memiliki banyak pengalaman dalam meramalkan harga saham. Penjamin emisi yang mempunyai reputasi tinggi relatif berani memberikan harga penawaran yang tinggi sebagai konsekuensi kualitas penjaminannya. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa reputasi penjamin emisi saham berasosiasi negatif signifikan dengan tingkat *underpricing* (Johnson dan Miller, 1988; Balvers *et al.*, 1988; Carter dan Manaster, 1990; Ghozali dan Mansur, 2002; dan Rosyati dan Sabeni (2002) yang menemukan bahwa reputasi penjamin emisi saham yang melakukan penjaminan terhadap perusahaan yang melakukan IPO di BEJ mempengaruhi tingkat *underpricing* perusahaan yang dijaminnya. Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa reputasi penjamin emisi saham berdasarkan *market share* yang dijamin oleh emisi saham mempunyai hubungan dengan tingkat *underpricing*.

Analisis data menunjukkan bahwa variabel reputasi penjamin emisi saham (berdasarkan jumlah saham yang dijamin) mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap tingkat *underpricing* (dengan nilai *beta* sebesar -0.581 dan *p value* sebesar 0.000). Sesuai dengan penelitian-penelitian sebelumnya, variabel reputasi penjamin emisi saham mempunyai pengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi reputasi penjamin emisi saham akan memberikan tingkat *underpricing* yang semakin kecil. Sedangkan untuk reputasi penjamin emisi saham yang diukur berdasarkan jumlah saham yang ditawarkan, penelitian ini tidak mampu memberikan bukti adanya pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

Uji Pengaruh Reputasi Auditor terhadap Tingkat *Underpricing*

Hasil penelitian ini mendukung penelitian-penelitian sebelumnya namun berbeda dengan penelitian yang dilakukan di Indonesia, penelitian ini

TABEL 4
Hasil Pengujian Korelasi antar Variabel

	Tingkat underpriced	Reputasi auditor	Reputasi perusahaan (off)	Kepemilikan Lama	Ukuran perusahaan	ROA	Financial Leverage	EPS	PER	Reputasi Penjamin (dijamin)
Tingkat underpricing	1,000	-.370	-.535	.066	-.313	.226	-.045	.154	-.068	-.501
Reputasi auditor	-.370	1,000	.184	-.168	.030	.122	.763	.206	.508	.000
Reputasi perusahaan (diluaskan)	.010	.184	1,000	.255	.055	.567	.202	.819	.805	.279
Kepemilikan lama	.000	.211	.005	1,000	.333	.183	.108	.071	.194	.000
Ukuran perusahaan	.006	-.108	.005	.013	1,000	.013	.223	.047	.141	-.013
ROA	.857	.255	.967	.831	.831	.929	.124	.748	.341	.917
Financial Leverage	-.313	.270	.143	.013	1,000	.186	.307	.310	-.041	.133
EPS	.030	.065	.333	.931	.931	.200	.034	.032	.781	.368
PER	.48	.48	.48	.48	.48	.48	.48	.48	.48	.48
Reputasi Penjamin (dijamin)	.226	.065	-.108	.013	.188	1,000	-.045	.269	.077	-.202
	.122	.567	.183	.829	.200	.764	.046	.602	.602	.072
	-.045	-.155	-.202	.225	.307	-.045	1,000	.205	-.023	-.134
	.763	.262	.168	.134	.034	.764	.265	.069	.078	.263
	.154	-.004	-.263	.097	.310	.269	.265	1,000	-.023	-.316
	.296	.819	.071	.740	.032	.046	.069	.079	.029	.091
	-.068	-.077	.191	.141	-.041	.077	-.023	-.023	1,000	.091
	.508	.605	.104	.341	.781	.602	.878	.879	.079	.530
	-.061	.100	.050	-.015	.133	-.262	-.134	-.316	.091	1,000
	.000	.279	.000	.917	.366	.072	.363	.029	.539	.000

menunjukkan bahwa variabel reputasi auditor mempunyai hubungan tingkat *Underpricing* (nilai *beta* sebesar -0.284 dengan *p value* sebesar $.018$). Arah hubungan yang ditunjukkan oleh hasil analisis adalah hubungan negatif. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi spesialisasi auditor dalam jenis industri tertentu semakin kecil tingkat *Underpricing*. Hasil analisis determinasi kedua variabel utama tersebut menunjukkan bahwa R^2 sebesar $.645$. hal ini berarti variabel reputasi penjamin emisi saham dan reputasi auditor mampu menjelaskan variasi tingkat *underpricing* sebesar $64,5\%$. Sedangkan sisanya, yaitu sebesar $35,5\%$ dijelaskan oleh faktor lain.

Pengujian hipotesis kedua menunjukkan hasil yang konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya, namun berbeda dengan penelitian yang dilakukan dengan oleh Nurhidayati dan Indriantoro (1998), Nasirwan (1999). Hasil penelitian ini menunjukkan terdapat hubungan antara reputasi auditor dengan tingkat *underpricing*. Analisis lebih lanjut menunjukkan bahwa reputasi auditor mampu menjelaskan tingkat *underpricing*. Hal ini berarti bahwa spesialisasi auditor memberikan dampak terhadap tingkat *underpricing* pada perusahaan yang melakukan penawaran perdana pada pasar modal.

Pengujian Variabel Kontrol

Hasil pengujian untuk seluruh variabel kontrol yaitu persentase kepemilikan saham yang lama, umur perusahaan, ukuran perusahaan, *Return On Assets*, *Financial Leverage*, *Price Earnings Ratio*, dan *Earnings per Share*, menunjukkan bahwa tidak mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Ringkasan hasil regresi disajikan dalam tabel 5.

Underpricing dan Reputasi Auditor

Titman dan Truman (1986) menyatakan bahwa akuntan yang lebih berkualitas memberikan informasi yang lebih teliti dibandingkan dengan akuntan yang kurang berkualitas, akibatnya akuntan yang berkualitas harus dibayar dengan *fee* yang lebih tinggi. Hasil penelitian Balvers *et al.* (1988) menemukan bahwa reputasi auditor berpengaruh negative terhadap *underpricing*. Beatty (1989) menunjukkan bahwa kualitas auditor merupakan salah satu pengurang terhadap ketidakpastian dan ditemukan bahwa adanya hubungan negatif secara signifikan antara reputasi auditor dengan tingkat *underpricing*. Carpenter dan Strawser (1997) menunjukkan bahwa dengan menyewa auditor yang mempunyai reputasi tinggi akan memberikan harga penawaran yang tinggi dan bila harga penawaran tinggi maka tingkat *underpricing* akan semakin rendah.

Hal berbeda dinyatakan oleh Nurhidayati dan Indriantoro (1998), Nasirwan (1999), serta Ali (2001), yang tidak berhasil membuktikan adanya hubungan antara reputasi auditor terhadap *underpricing*.

TABEL 5
Pengujian Pengaruh Reputasi Penjamin Emisi Saham, Reputasi Auditor, dan Variabel-variabel Control

	Unstandardized Coefficients		Std. Error	Standardized Coefficients		T	Sig.
	B			Beta			
(Constant)	2,689		,340			7,161	,000
Reputasi penjamin (dijamin)	-72,19		,015	-,536		-4,648	,000
Reputasi auditor	-,569		,231	-,284		-2,463	,018
Ukuran perusahaan	-,174		,085	-,240		-2,054	,046
Reputasi penjamin (ditawarkan)	,174		,450	,655		,067	97,74
Kepemilikan lama	,057		,469	,641		,070	1,000
Umur perusahaan	-,111		,917	,364		-,135	,983
Ukuran perusahaan	-,240		-2,054	,046		-,293	,982
ROA	,079		,635	,529		,094	,931
Financial Leverage	-,125		-1,032	,308		-,152	,982
EPS	-,033		-,256	,799		-,038	,900
PER	-,045		-,373	,711		-,056	,992

Persentase Kepemilikan Pemegang Saham Lama

Beatty (1989), Caster dan Dark (1992), How *et al* (1995), Welch (1989) menunjukkan bahwa semakin besar tingkat kepemilikan yang ditahan (atau semakin kecil persentase saham yang ditawarkan) akan memperkecil tingkat ketidakpastian di masa mendatang berarti semakin kecil tingkat *underpricing*-nya. Nasirwan (2002) menunjukkan bahwa nilai saham yang ditawarkan berasosiasi dengan kinerja satu tahun sesudah IPO di Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitian ini tidak mampu memberikan bukti yang mendukung penelitian-penelitian sebelumnya.

Ukuran Perusahaan

Penelitian James *et al.* (1995) di Australia periode tahun 1980 – 1990 mengatakan bahwa ada pengaruh antara skala perusahaan dengan tingkat *underpriced*. Demikian juga halnya dengan hasil penelitian Ritter (1991). Namun di Indonesia tidak dapat dibuktikan oleh Nurhidayati dan Indriantoro (1998).

Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan korelasional antara ukuran perusahaan dengan tingkat *underpricing*. Namun analisis lebih lanjut menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak mampu mempengaruhi tingkat *underpricing*.

Umur Perusahaan

Hasil analisis data menunjukkan bahwa umur perusahaan tidak mempunyai hubungan dengan tingkat *underpricing*. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian sebelumnya, yang telah dilakukan oleh Beatty (1989), Carter dan Manaster (1990), Caster dan Dark (1992), maupun yang telah dilakukan di Indonesia oleh Rosyati dan Sabeni (2002).

Faktor Keuangan

Kim *et al.* (1993) menunjukkan bahwa variabel *financial leverage* berkorelasi positif dengan *underpricing*, sedangkan *return on asset* (ROA) berkorelasi negatif dengan *underpricing*. Ghazali dan Al Mansur (2002) juga membuktikan bahwa *Return On Assets* dan *financial leverage* mempunyai hubungan dengan tingkat *underpricing*. Penelitian ini tidak berhasil mendukung penelitian-penelitian tersebut. Penelitian ini memberikan hasil yang sama dengan penelitian Ardiansyah (2004) yang menunjukkan bahwa *Return On Assets* dan *Financial Leverage* tidak menunjukkan hubungan yang signifikan. Ardiansyah memberikan alasan tidak adanya hubungan antara *Return On Assets* dengan tingkat *underpricing*, karena ketidakpercayaan investor atas laba yang tercantum dalam laporan keuangan (prospektus). Hal ini perlu diteliti lebih lanjut mengenai fenomerna yang diajukan tersebut.

Earnings per share (EPS) menunjukkan laba bersih yang berhasil diperoleh perusahaan untuk setiap unit saham selama suatu periode tertentu.

Semakin besar nilai EPS maka tingkat keberhasilan perusahaan semakin tinggi, maka tingkat ketidakpastian untuk masa yang akan datang menjadi lebih kecil. Menurut Ghozali dan Mansur (2002) EPS akan mempengaruhi tingkat *underpricing* sehubungan dengan kondisi ketidakpastian yang dihadapi perusahaan. Penelitian Ardiansyah (2004) mendukung pernyataan Ghozali dan Mansur (2002), memberikan bukti bahwa *Earnings Per share* mempunyai hubungan yang signifikan dengan *initial return*. Namun hasil penelitian ini tidak mampu memberikan bukti adanya hubungan antara *Earnings per share* dengan tingkat *underpricing*.

Price Earnings Ratio (PER) memberikan indikasi mengenai jangka waktu yang diperlukan untuk mengembalikan dana pada tingkat harga saham dan keuntungan perusahaan pada suatu periode tertentu. Selain itu rasio ini juga menunjukkan tingkat kepercayaan yang dimiliki para investor terhadap kinerja perusahaan di masa mendatang. Semakin tinggi nilai PER, semakin tinggi tingkat kepercayaan investor (Gitman, 2002). Namun hasil penelitian ini tidak memberikan dukungan atas pernyataan tersebut. Analisis data menunjukkan tidak adanya hubungan antara *Price Earnings Ratio* dengan tingkat *underpricing*.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN IMPLIKASI

Reputasi penjamin emisi saham hubungan negatif signifikan terhadap tingkat *underpricing*, baik pengukuran reputasi yang menggunakan proksi *market share* saham yang dijamin maupun saham yang ditawarkan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Johnson dan Miller (1988), Carter dan Manaster (1990), Megginson dan Weiss (1991) Kim *et. Al.* (1993). Namun penelitian ini tidak mampu memberikan bukti bahwa *market share* saham yang ditawarkan mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Hasil ini memberikan alternatif pengukuran reputasi penjamin dengan menggunakan *market share* saham yang dijamin oleh penjamin emisi saham. Semakin besar saham yang dijamin menunjukkan semakin tinggi kualitas penjamin emisi saham.

Reputasi auditor mempunyai hubungan negatif signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Reputasi auditor yang diukur dengan spesialisasi auditor dalam suatu industri tertentu menunjukkan bahwa auditor yang berada pada spesialisasi tertentu akan memberikan pengaruh pada tingkat *underpricing*.

Variabel kontrol yang diuji dalam penelitian ini, kecuali variabel ukuran perusahaan, seluruh variabel tidak memberikan dukungan atas penelitian-penelitian sebelumnya. Variabel persentase saham yang ditahan, umur perusahaan, tidak mempunyai hubungan dengan tingkat *underpricing*. Ukuran perusahaan secara signifikan mempunyai hubungan dengan tingkat *underpricing*, namun tidak mampu menjadi prediktor adanya *underpricing*. Variabel keuangan juga tidak mampu memberikan dukungan pada penelitian-penelitian sebelumnya. Variabel *Return On Assets*, *Financial Leverage*, *Earnings per Share*, dan *Price Earnings Ratio* tidak mempunyai hubungan dengan tingkat *underpricing*.

Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini adalah: 1) penelitian ini tidak mengidentifikasi kesesuaian spesialisasi auditor dalam sampel yang menjadi

obyek dalam penelitian ini. 2). Penelitian ini tidak melakukan uji asumsi klasik sebagaimana yang disyaratkan dalam analisis regresi (yang kemungkinan dapat mempengaruhi hasil penelitian ini).

Walaupun penelitian ini menunjukkan adanya hubungan antara reputasi auditor dengan tingkat *underpricing*, namun perlu dipertimbangkan lagi persentase (15%) yang digunakan untuk pemeringkatan reputasi auditor mungkin kurang mewakili kualitas auditor. Perlu dilakukan penelitian lebih lanjut tentang pengukuran spesialisasi auditor (dalam hal ini adalah pangsa pasar dalam satu jenis industri tertentu). Masih banyak variabel-variabel lain yang mungkin mempengaruhi tingkat *underpricing* seperti suku bunga bank, tingkat inflasi, serta kondisi sosial dan politik suatu negara.

REFERENSI

- Ardiansyah, Misnen, 2004, Pengaruh Variabel Keuangan Terhadap Return awal dan Return 15 Hari setelah IPO serta Moderasi Besaran Perusahaan terhadap Hubungan antara Variabel Keuangan dengan Return awal dan Return 15 hari setelah IPO di Bursa Efek Jakarta, *Journal Riset Akuntansi Indonesia*, vol. 7 no. 2, 125-153.
- Alli K., Jot Yau and Kenneth Yung, 1994, "The Underpricing of IPOs of Financial Institutions", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 21, p. 1013-1030
- Barry, Christopher B, 1989, "Initial Public Offering Underpricing : The Issuer's View - A Comment", *Journal of Finance*, Vol.44, p.1099-1103
- Barry, Christopher B; Muscarella, Chris J; Vetsuypens, Michael R, 1991, "Penjamin emisi saham Warrants, Penjamin emisi saham Compensation, and The Costs of Going Public", *Journal of Financial Economics*, Vol.29, p.113-135
- Balvers R.J., McDonald B. and Miller R.E., 1988, "Underpricing of New Issues and The Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation", *The Accounting Review*, p.605-622
- Beatty R.P, 1989, "Auditor Reputation and The Pricing of Initial Public Offerings", *The Accounting Review*, p. 693-709
- Beatty, R. and J. Ritter, 1986, "Investment Banking, Reputation and The Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, p. 213-232
- Beckman, Judy, Jacqueline Faught, Beverly Marshall, dan Hideo Okamura, The Influence of Underwriter Reputation, Financial Health, and Keiretsu Affiliation On The Underpricing of Japanese IPOs, *Working Paper*.
- Booth, J. and R. Smith, 1986, "Capital Raising, Underwriting and The Certification Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, p. 261-281
- Brennan, Michael J., dan Julian Franks, 1997, Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offering of Equity Securities in The U.K., *Journal of Financial Economics*, 45, 391-413
- Carter R. and Manaster S., 1990, "Initial Public Offering and Penjamin emisi saham Reputation", *The Journal of Finance*, Vol. XLV, No. 4, September
- Carter, Richard B; Dark, Frederick H, 1993, "Penjamin emisi saham Reputation and Initial Public Offers : The Detrimental Effects of Flippers", *Financial Review*, Vol.28, p.279-301
- Carter, Richard B; Dark, Frederick H; Singh, Ajai K, 1998, "Penjamin emisi saham Reputation, Initial Returns, and The Long-Run Performance of IPO Stocks", *Journal of Finance*, Vol.53, p.285 - 311
- Daljono, 1997, "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Initial Return Saham yang Listing di BEJ Tahun 1990-1997", *Symposium Nasional Akuntansi ke III*, p. 556-572.

- Firth, M., and A. Smith, 1992, "The Accuracy of Profit Forecasts in Initial Offering Prospectus", *Accounting and Business Research*, Vol. 22, No. 87
- Ghozali, Imam dan Mudrik Al Mansur, 2002, "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpriced di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 4, No. 1, Hal. 74-88
- Gitman, Lawrence J., 2002, *Principles of Managerial Finance*, 9th Edition, Addison Wesley Longman.
- Grinblatt, M. and C. Hwang, 1989, "Signalling and The Pricing of New Issues", *Journal of Finance*, Vol. 44, p. 393-420
- Hanafi, Mamduh, dan Suad Husnan, 1991, Perilaku Harga Saham di Pasar Perdana: Pengantatan di Bursa Efek Jakarta selama 1990.
- How J.C.Y., H.Y. Izan and Gary S. Monroe, 1995, "Differential Information and Underpricing of Initial Public Offering : Australia Evidence", *Accounting and Finance*, May
- Hughes, P., 1986, "Signalling by Direct Disclosure Under Asymmetric Information", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 8, p. 120-142
- James, Kieran E., Janice C.Y. How, dan H.Y. Izan, 1995, An Analysis of the Pricing Processes of Australian unit trust IPOs, *Pacific Basin Finance Journal*, 3: 285-301.
- Johnson, J. and R. Miller, 1988, "Investment Banker Prestige and The Underpricing of Initial Public Offerings", *Financial Management*, Vol. 17, p.19-29
- Kim, J.I. Krisnsky., and J. Lee, 1993, "Motives for Going Public and Underpricing New Findings from Korea", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 20, No. 2, p. 195-211.
- Lee, P.J., Taylor, S.L., dan Walter, T.S., 1996, Australian IPO Pricing in the short and long run. *Journal of Banking and Finance*, 20, 1189-1210.
- Loughran, T., Ritter, J.R., dan Rydqvist, K. 1994, Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific-Basin Finance Journal* 2, 165-199.
- Ljungqvist, A.P., 1997, Pricing Initial Public Offering: Further Evidence from Germany, *European Economic Review*, 41, 1309-1320.
- Mayangsari, Sekar, 2004, Bukti Empiris Pengaruh Spesialisasi Industri Auditor terhadap Earnings Response Coefficient, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol 7, 2, 154-178.
- Megginson, W.L., dan K.A. Weiss, 1991, Venture capitalist in initial public offering, *Journal of Finance*, 46: 879-903.
- Michaely, R., dan H.W. Shaw, 1994, Asymmetric Information, Adverse Selection and The Pricing of Initial Public Offering. *The Review of Financial Studies*, 7: 279-319.
- Miller, R., and F. Reilly, 1987, "An Examination of Mispricing Returns and Uncertainty for Initial Public Offerings", *Financial Management*, Vol. 16, p.33-38
- Nasirwan, 2002, Reputasi Penjamin Emisi, Return Awal, Return 15 hari Sesudah IPO, dan Kinerja Perusahaan Satu Tahun Sesudah IPO di BEJ, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5 No. 1: 64-84.
- Nurhidayati, Siti, dan Nur Indriantoro, 1998, "Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underpricing pada Penawaran Perdana di BEJ", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 13
- Rina Trisnawati, 1999, "Pengaruh Informasi Prospektus pada Return Saham di Pasar Modal". *Symposium Nasional Akuntansi II*
- Ritter, Jay, 1991, "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, Vol. 46, p. 3-27
- Rock, K., 1986, "Why New Issue Are Underpriced", *Journal of Financial Economics*, p. 187-212
- Rodoni, Ahmad, Penawaran Saham Perdana: Pengalaman di Bursa Efek Jakarta 1990-1998, 2002, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 17:4, 398-419.
- Rosyati dan Arifin Sebeni, 2002, "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham Pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta (Tahun 1997 - 2000)", *Symposium Nasional Akuntansi 5*
- Tinic, S., 1988, "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock", *Journal of Finance*, Vol. 43, p. 789-822
- Titman, S. and B. Trueman, 1986, "Information Quality and The Valuation of New Issues", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 8, p. 159-172

- Waserfallen, W., dan C. Wittleder. 1994. Pricing initial public offering: Evidence from Germany. *European Economic Review*, 38: 1505-1517.
- Weich I., 1989. "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and The Underpricing of Initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, p. 421-449