

ANALISIS MENGENAI FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI TINGKAT *UNDERPRICED* DI BURSA EFEK INDONESIA

FERRY SUHARDJO

STIE Trisakti
frsuhardjo@yahoo.com

Abstract : *The aim of this study is to prove jointly influence of non-financial factors that consists of underwriter reputation, auditor reputation and life of the company as well as financial factors which consists of the percentage of shares held by existing shareholders, firm size, financial leverage, ROA and EPS affect the level of underpriced. Population company's initial public offering period of 1997 to 2004 at the Indonesia Stock Exchange as many as 133 companies. The sampling technique used in this research is purposive sampling method. Only the final sample of 90 companies. Non-financial factors that consists of stock underwriter reputation, auditor reputation and life of the company, as well as financial factors which consists of the percentage of shares still held by the existing shareholders, company size, financial leverage, ROA and EPS has no effect on a level underpriced.*

Keywords : Underpriced, underwriter reputation, auditor reputation and life of company, percentage of shares held by existing shareholders, firm size, financial leverage, ROA and EPS.

Abstrak : Tujuan dari penelitian ini adalah membuktikan secara bersama-sama pengaruh faktor-faktor non keuangan yang terdiri dari reputasi *underwriter*, reputasi auditor dan umur perusahaan serta faktor-faktor keuangan yang terdiri dari persentase saham yang ditahan oleh pemegang saham lama, ukuran perusahaan, *financial leverage*, ROA dan EPS mempengaruhi tingkat *underpriced*. Populasi perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana periode 1997 sampai tahun 2004 di Bursa Efek Indonesia sebanyak 133 perusahaan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metoda *purposive sampling*. Sampel akhir hanya sebanyak 90 perusahaan. Faktor-faktor non keuangan yang terdiri dari reputasi penjamin emisi saham, reputasi auditor dan umur perusahaan, serta faktor-faktor keuangan yang terdiri dari persentase saham yang masih ditahan oleh pemegang saham lama, ukuran perusahaan, *financial leverage*, ROA dan EPS tidak mempunyai pengaruh terhadap suatu tingkat *underpriced*.

Kata kunci : *Underpriced*, reputasi *underwriter*, reputasi auditor dan umur perusahaan, persentase saham yang ditahan oleh pemegang saham lama, ukuran perusahaan, *financial leverage*, ROA dan EPS.

PENDAHULUAN

Dalam melakukan penawaran umum saham perdana, masalah yang harus dihadapi perusahaan penerbit saham (emiten) adalah penentuan harga saham yang sesuai, baik dari sisi investor maupun pemegang saham lama. Harga saham di pasar perdana ditentukan oleh kesepakatan antara penjamin emisi (*underwriter*) dan perusahaan penerbit saham.

Penetapan harga penawaran (*offering price*) merupakan hal yang tidak mudah dilakukan karena ketetapan harga penawaran dalam pasar perdana akan memiliki konsekuensi langsung terhadap tingkat kesejahteraan pemilik lama. Pemegang saham lama tidak ingin menawarkan saham baru dengan harga yang terlalu murah (atau mengalami *underpriced*) kepada pemodal baru, karena dengan harga jual yang rendah maka penerimaan dari hasil penawaran akan rendah pula.

Harga saham dikatakan mengalami *underpriced* dalam penawaran saham umum perdana jika saham-saham tersebut mulai diperdagangkan di pasar sekunder dengan harga lebih tinggi daripada harga penawaran di pasar perdana. Tetapi di sisi lain, harga yang tinggi dapat mempengaruhi respon atau minat calon investor untuk membeli atau memesan saham yang ditawarkan. Pemodal baru menginginkan untuk memperoleh *capital gains* dari pembelian saham di pasar perdana tersebut. Bila harga terlalu tinggi dan minat calon investor rendah, maka besar kemungkinan saham yang ditawarkan akan tidak terlalu laku. Akibatnya, penjamin emisi harus menanggung risiko atas saham yang tidak laku terjual tersebut untuk suatu penjaminan yang bersifat *full commitment*. Dengan demikian jelas bahwa penetapan harga yang layak merupakan tugas antara perusahaan dan penjamin emisi.

Sedangkan untuk meminimalkan *underpriced*, maka perlu untuk mempelajari faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *underpriced*, sehingga dapat menghindari perusahaan yang akan publik terhadap kerugian karena *under*

estimate atas nilai sahamnya, demikian pula investor dapat memilih saham yang memiliki tingkat keuntungan yang tinggi dengan tingkat risiko yang paling minimal.

Sesuai dengan kenyataan yang ada, penulis termotivasi untuk melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *underpriced*, karena hal ini penting bagi perusahaan yang publik dalam menetapkan harga penawaran saham perdana, agar dapat memperoleh hasil yang maksimum atas penjualan saham saat penawaran umum perdana.

Faktor-faktor yang diduga mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpriced* yang diajukan dalam penelitian ini dibagi menjadi 2 kelompok, yaitu: faktor non keuangan yang terdiri dari reputasi *underwriter*, reputasi auditor dan umur perusahaan serta faktor keuangan yang terdiri dari persentase saham yang ditahan oleh pemegang saham lama, skala perusahaan, *financial leverage*, ROA dan EPS.

Adapun pemilihan faktor-faktor di atas yang digunakan untuk penelitian ini merupakan replikasi yaitu pengembangan dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Ghazali dan Mansur (2002). Dalam penelitian ini, ditambahkan dua variabel lainnya yang diperkirakan akan sangat mempengaruhi tingkat *underpriced* yaitu reputasi auditor dan EPS (*Earnings Per Share*). Tujuan dari penelitian ini adalah membuktikan secara bersama-sama pengaruh faktor-faktor non keuangan yang terdiri dari reputasi *underwriter*, reputasi auditor dan umur perusahaan serta faktor-faktor keuangan yang terdiri dari persentase saham yang ditahan oleh pemegang saham lama, skala perusahaan, *financial leverage*, ROA dan EPS mempengaruhi tingkat *underpriced*.

Underpriced

Harga saham yang *underpriced* akan memicu investor untuk membeli kembali atau mempertahankan sahamnya. Kondisi *underpriced* bagi emiten sangat tidak menguntungkan karena dana yang diperoleh dari publik tidak maksimum. Sebaliknya, harga saham yang mengalami *overpriced*, yaitu suatu kondisi dimana harga pasar

saham yang diperdagangkan di pasar sekunder relatif lebih rendah dibandingkan dengan harga penawaran di pasar perdana akan merugikan investor karena tidak memperoleh *initial return*.

Banyak perusahaan menggunakan *underpriced* sebagai suatu mekanisme untuk menandai kualitas perusahaan. Hal ini berarti bahwa, perusahaan yang melakukan *underpriced* saham-saham perdananya akan memberikan kinerja yang lebih baik di masa datang dibandingkan dengan perusahaan lain yang tidak melakukan *underpriced*.

Tinggi rendahnya suatu tingkat *underpriced* ditentukan oleh kondisi pasar secara umum. Artinya, pada tahun dimana banyak perusahaan melakukan penawaran umum perdana, rata-rata tingkat *underpriced* yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan tahun-tahun dimana tidak banyak perusahaan yang melakukan penawaran umum.

Information Asymmetry

Fenomena *underpriced* itu dikarenakan adanya *mispriced* di pasar perdana sebagai adanya ketidakseimbangan informasi antara pihak penjamin emisi (*underwriter*) dengan perusahaan. Dalam literatur keuangan, masalah tersebut dikenal dengan *information asymmetry*.

Rock (1986) menggolongkan investor menjadi dua kelompok, yaitu: *informed investors* yang memiliki informasi lebih baik mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang dan *uninformed investors* yang kurang memiliki informasi yang baik mengenai prospek perusahaan dimasa yang akan datang. *Uninformed investors* cenderung membeli saham perdana secara sembarang. Kelompok investor ini kemungkinan besar membeli saham yang *overpriced*. Untuk menutup kerugian *uninformed investors* akibat pembelian saham yang *overpriced* maka harga saham perdana secara umum harus cukup *underpriced*

Underpriced berhubungan positif dengan tingkat *information asymmetry*. Menurut Baron (1982) *information asymmetry* dapat terjadi antara pihak-pihak yang terlibat dalam penawaran

umum perdana, yaitu perusahaan, penjamin emisi (*underwriter*) dan investor. *Underwriter* memiliki informasi tentang pasar yang lebih lengkap daripada emiten, sedangkan terhadap calon pemodal, *underwriter* memiliki informasi yang lebih lengkap tentang kondisi emiten. Semakin besar *information asymmetry* yang dihadapi oleh para calon pemodal semakin besar pula mereka akan menekan penawaran harga di pasar perdana yang akan memaksa *underwriter* menawarkan saham tersebut dengan *underpriced*.

Reputasi penjamin emisi (*underwriter*)

Underwriter merupakan pihak yang menjembatani kepentingan emiten dan investor. *Underwriter* dan emiten bersama-sama mengadakan kesepakatan dalam menentukan harga perdana saham. Menurut Gumanti (2002) terdapat beberapa alasan yang menjelaskan mengapa *underwriter* tetap digunakan dalam penawaran umum perdana, yaitu:

1. Adanya anggapan bahwa *underwriter* mampu untuk menaikkan harga saham. Alasan atas pendapat ini adalah penggunaan *underwriter* akan meningkatkan kepercayaan masyarakat dan sekaligus kualitas perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana. Disamping itu, adanya sindikasi *underwriter* akan memperkuat daya jual saham yang sekaligus akan mendorong permintaan dan pada akhirnya dapat berpengaruh harga saham.
2. Adanya jaminan keberhasilan penjualan saham. Alasan pendapat ini didukung oleh kenyataan bahwa perusahaan yang *go public* dengan menggunakan *underwriter*, khususnya yang kontrak penjaminannya berbentuk *full commitment*, mendapatkan keyakinan bahwa harga saham yang ditawarkan akan laku terjual karena *underwriter* sudah setuju dengan harga yang disepakati. Artinya: *underwriter* akan mengalami kerugian bilamana saham yang ditawarkan tidak laku di pasar. Penggunaan *underwriter* mengandung unsur peningkatan terhadap besarnya tingkat *underpriced*

karena *underwriter* akan menetapkan harga yang menurut mereka mampu diserap oleh pasar dan akan menghindari kerugian atas tidak lakunya saham.

3. Alasan lain penggunaan *underwriter* adalah:
 - a. Perusahaan akan dapat menerima hasil penawaran segera setelah terjadinya transaksi atau kesepakatan dengan *underwriter*.
 - b. Jasa konsultasi *underwriter* tentu akan sangat membantu perusahaan dalam melakukan penawaran umum perdana.

Menurut Siamat (2001:252) adapun tugas dari *underwriter* adalah sebagai berikut:

 - a. Memberikan nasehat mengenai jenis efek yang sebaiknya dikeluarkan, harga yang wajar untuk efek tersebut, jangka waktu efek.
 - b. Dalam mengajukan pernyataan pendaftaran emisi efek, membantu menyelesaikan tugas administrasi yang berhubungan dengan pengisian dokumen pernyataan pendaftaran emisi efek, penyusunan prospectus, merancang *specimen* efek, mendampingi emiten selama proses evaluasi.
 - c. Mengorganisasikan penyelenggaraan emisi antara lain meliputi pendistribusian efek, menyiapkan sarana-sarana penunjang.

Di samping itu, *underwriter* lebih sering berhubungan dengan pasar daripada emiten. Maka pihak *underwriter* dapat mempunyai informasi yang lebih banyak dibandingkan dengan pihak emiten yang merupakan pendatang baru yang belum banyak mengetahui seperti apa keadaan pasar yang sebenarnya. Kondisi ini dimanfaatkan *underwriter* untuk menetapkan harga yang cenderung *underpriced*.

Underpriced terjadi karena *underwriter* menilai perusahaan lebih rendah dari kondisi sesungguhnya. Hal ini dilakukan *underwriter* untuk mengurangi risiko yang dipikulnya jika ternyata saham yang dijaminakan di pasar perdana tidak laku dijual semuanya. Ini merupakan risiko yang dihadapi sehubungan dengan tipe

penjaminan yang berlaku di Indonesia yaitu *full commitment*. Menurut Siamat (2001:265) dilihat dari fungsi dan tanggung jawab dalam *underwriter* maka *underwriter* dapat digolongkan sebagai berikut:

1. Penjamin Utama Emisi (*lead underwriter*)
Penjamin utama emisi dengan emiten membuat suatu perikatan dalam suatu perjanjian penjaminan emisi efek. Dalam perjanjian tersebut, *underwriter* menjual efek dan pembayaran seluruh nilai efek. Apabila dalam suatu emisi terdapat lebih dari satu penjamin utama emisi, maka penjaminan dilakukan secara bersama.
2. Penjamin Pelaksana Emisi (*managing underwriter*)
Seperti disebutkan bahwa dalam suatu emisi bisa saja terdapat lebih dari satu penjamin utama emisi. Apabila hal tersebut terjadi, maka diantara mereka harus dipilih satu atau lebih yang akan bertindak sebagai penjamin pelaksana.
3. Penjamin Peserta Emisi (*co-underwriter*)
Fungsi penjamin peserta emisi ini adalah ikut menjamin penjualan dan pembayaran nilai efek sesuai dengan porsi efek yang diberikan kepadanya yang diikat dengan suatu penjaminan emisi dan dalam pelaksanaan suatu emisi penjamin peserta emisi tidak bertanggung jawab langsung kepada emiten tetapi kepada penjamin utama emisi.

Underwriter selalu dihadapkan pada kemungkinan risiko. Risiko maksimum yang akan dihadapi oleh *underwriter* adalah kemungkinan tidak lakunya efek yang di emisi. Menurut Siamat (2001:266) dalam penjaminan emisi dikenal beberapa jenis dan cara penjaminan emisi sebagai berikut:

1. Kesanggupan penuh (*full commitment*)
Kesanggupan penuh yaitu suatu penjamin emisi efek dimana penjamin emisi mengikatkan diri untuk menawarkan efek kepada masyarakat dan membeli sisa efek yang tidak laku terjual.
2. Kesanggupan terbaik (*best efforts commitment*)

Dalam komitmen ini, penjamin emisi akan berusaha semaksimal mungkin menjual efek-efek emiten. Apabila ada efek yang belum habis terjual maka penjamin efek tidak wajib membelinya dan oleh sebab itu, mereka hanya membayar semua efek yang habis terjual dan mengembalikan sisanya kepada emiten.

3. Kesanggupan siaga (*stand by commitment*)
Penjamin emisi dalam komitmen ini adalah berusaha menawarkan efek semaksimalnya kepada investor. Kemudian apabila ada sisa yang belum terjual sampai batas waktu penawaran yang telah ditetapkan, penjamin emisi menyanggupi untuk membeli sisa efek tersebut dengan harga tertentu sesuai dengan perjanjian yang besarnya di bawah harga penawaran pada pasar perdana.
4. Kesanggupan semua atau tidak sama sekali (*all or none commitment*)
Komitmen ini menyatakan bahwa apabila efek yang ditawarkan tersebut ternyata sebagian tidak terjual, maka penjualan efek tersebut dibatalkan sama sekali. Artinya, bagian efek yang telah laku dipesan oleh investor akan dibatalkan penjualannya dan semua sisa efek dikembalikan kepada emiten.

Reputasi auditor

Adapun salah satu persyaratan yang diharuskan oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ) untuk dipenuhi oleh perusahaan yang akan publik adalah laporan keuangan perusahaan calon emiten harus mendapatkan pendapat wajar tanpa syarat (*unqualified opinion*). Oleh karena itu, auditor sebagai pemeriksa laporan keuangan mempunyai peranan yang besar dan penting bagi perusahaan calon emiten untuk menentukan bisa atau tidaknya perusahaan tersebut untuk terdaftar di pasar modal. Adapun tugas dari seorang auditor menurut Siamat (2001:252) adalah:

1. Melakukan pemeriksaan atas laporan keuangan perusahaan dan memberikan pendapatnya.
2. Memeriksa pembukuan, apakah sudah sesuai dengan prinsip akuntansi yang berlaku umum dan ketentuan BAPEPAM.

3. Memberi petunjuk pelaksanaan cara-cara pembukuan yang baik (apabila diperlukan).

Pasal 68 dalam Undang-Undang Pasar Modal menyatakan bahwa dimana akuntan yang terdaftar di BAPEPAM yang memeriksa laporan keuangan emiten, bursa efek, Lembaga Kliring dan Penjaminan (LKP), Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP) dan pihak lain yang melakukan kegiatan di bidang pasar modal wajib menyampaikan pemberitahuan yang sifatnya rahasia kepada BAPEPAM.

Menurut Suta (2000:218), tanggung jawab auditor diklasifikasikan sebagai berikut:

1. Tanggung jawab yuridis dalam hubungannya dengan pernyataan pendapat atas laporan keuangan yang disampaikan kepada masyarakat.
2. Tanggung jawab finansial dalam hubungannya dengan kemungkinan munculnya kerugian yang diderita investor.
3. Tanggung jawab moral dalam hubungannya dengan kewajiban auditor dan menjunjung tinggi kode etik dan independensi.

Banyak yang memiliki keyakinan bahwa auditor yang bereputasi tinggi dapat mengurangi terjadinya *information asymmetry* antara emiten dan investor dibandingkan dengan auditor bereputasi rendah, dimana mereka dapat mengurangi tingkat ketidakpastian sehingga dapat mengurangi risiko yang mungkin terjadi sehubungan penerbitan saham perdana. Selain itu, dengan menyewa auditor yang bereputasi tinggi maka akan memberikan harga penawaran yang tinggi sehingga tingkat *underpriced* akan semakin rendah.

Umur Perusahaan

Umur perusahaan juga merupakan salah satu faktor penyebab ketidakpastian yang dihadapi oleh investor. Perusahaan yang telah lama berdiri akan mempunyai publikasi perusahaan yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan yang masih baru.

Dengan adanya publikasi perusahaan maka informasi yang akan didapat oleh investor akan semakin banyak dan biaya yang dikeluarkan juga sedikit. Informasi ini digunakan oleh

investor dalam rangka pengambilan keputusan. Investor dapat lebih mudah mengakses informasi mengenai perusahaan sehingga mengurangi tingkat ketidakpastian. Jadi perusahaan yang telah lama berdiri mempunyai tingkat *underpriced* yang lebih rendah daripada perusahaan yang masih baru.

Persentase Saham Yang Masih Ditahan Oleh Pemegang Saham Lama

Dalam rangka pengambilan keputusan, calon investor memerlukan banyak informasi guna mempertimbangkan membeli atau tidak terhadap saham yang ditawarkan. Semakin besar proporsi saham yang ditahan oleh pemegang saham lama maka akan semakin banyak informasi yang dimiliki oleh pemegang saham lama (Nurhidayati dan Indriantoro 1998).

Sedikitnya informasi privat suatu perusahaan merupakan suatu indikasi mengenai tingkat ketidakpastian yang tinggi yang dihadapi oleh perusahaan. Untuk memperoleh informasi privat ini, investor harus mengeluarkan biaya guna pengambilan keputusan apakah akan membeli saham yang ditawarkan tersebut atau tidak. Adanya pengeluaran biaya oleh investor ini maka sebagai kompensasinya investor akan mengharapkan *initial return* yang tinggi. Dengan adanya *initial return* yang tinggi berarti akan menghasilkan tingkat *underpriced* yang juga tinggi.

Hal ini menunjukkan semakin tinggi persentase saham yang ditahan oleh pemegang saham lama maka semakin tinggi tingkat *underpriced*. Sebaliknya, semakin rendah persentase saham yang ditahan oleh pemegang saham lama maka semakin rendah tingkat *underpriced*.

Ukuran Perusahaan

Perusahaan yang berskala besar umumnya lebih banyak dikenal oleh masyarakat daripada perusahaan yang berskala kecil. Karena dikenal oleh masyarakat maka informasi perusahaan besar lebih banyak dan lebih mudah diperoleh dibandingkan perusahaan dengan

skala kecil. Bila investor mendapat informasi yang banyak dengan mudah, maka biaya yang dikeluarkan untuk memperoleh informasi privat ini kecil. Dengan semakin mudah bagi investor memperoleh informasi perusahaan maka akan semakin kecil tingkat *underpriced*. Dengan demikian, perusahaan yang berskala besar mempunyai tingkat *underpriced* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang berskala kecil.

Financial Leverage Perusahaan

Menurut Wetson dan Copeland (1992) *Financial leverage is the ratio of the book value of total debt to total assets in book value terminology or market value of debt to total value of the firm in market value terminology*. *Financial leverage* perusahaan merupakan salah satu penyebab ketidakpastian yang dihadapi oleh investor. Apabila *financial leverage* tinggi, menunjukkan risiko suatu perusahaan juga tinggi. Sedangkan semakin tinggi tingkat *financial leverage* perusahaan maka tingkat *underpriced* akan semakin kecil. Firth dan Smith (1992) menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat kewajiban yang tinggi akan sulit memprediksi jalannya perusahaan di masa yang akan datang (Ghozali dan Mansur 2002).

Return on Assets

Tingkat profitabilitas merupakan tingkat keuntungan yang dicapai atau informasi mengenai efektifitas operasional perusahaan. Profitabilitas perusahaan yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian penawaran umum perdana sehingga mengurangi tingkat *underpriced*. Untuk mengukur profitabilitas digunakan *Rate of Return on Total Asset* (ROA). ROA merupakan suatu rasio yang mengukur kemampuan dan efisiensi manajemen dalam menggunakan aset perusahaan untuk menghasilkan laba (Gitman 2000). ROA digunakan oleh investor sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan investasi terhadap saham-saham di pasar bursa.

Earning per Share

EPS merupakan suatu rasio yang menunjukkan laba bersih yang diperoleh perusahaan untuk setiap unit saham selama suatu periode tertentu (Gitman 2000). Investor lebih tertarik untuk melakukan investasi pada perusahaan yang mampu untuk menghasilkan laba yang lebih besar. Semakin tinggi tingkat EPS maka semakin kecil pula tingkat *underpriced*.

METODA PENELITIAN

Populasi data yang digunakan merupakan data sekunder yaitu data yang terdapat di Bursa Efek Indonesia yang mencakup perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana serta laporan prospektus perusahaan. Berikut adalah perincian perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana periode 1997 sampai dengan tahun 2004 dan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

Tabel 1
Hasil Seleksi Sampel

Perusahaan yang go public periode 1997–2004	133
Perusahaan yang <i>overpriced</i>	(14)
Perusahaan yang fairly	(9)
Perusahaan yang <i>underpriced</i>	110
Prospektus perusahaan yang tidak tersedia di BEJ	(20)
Sampel yang digunakan	90

Sumber: pengolahan data

Jumlah populasi perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana periode 1997 sampai tahun 2004 di Bursa Efek Jakarta sebanyak 133 perusahaan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metoda *purposive sampling*. *Purpose sampling* merupakan tipe pemilihan sampel secara tidak acak yang informasinya menggunakan pertimbangan tertentu. Adapun pertimbangan yang digunakan adalah semua perusahaan yang mengalami *underpriced* pada saat penawaran umum saham perdana dan memiliki kelengkapan data. Jumlah sampel yang memenuhi yang memenuhi pertimbangan tersebut sebanyak 90 perusahaan.

Umumnya jumlah minimal sampel yang digunakan dalam penelitian tergantung dari jenis penelitian yang dilakukan. Untuk penelitian kausal komparatif dan penelitian eksperimental lainnya, jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian sedikitnya berjumlah 30 buah (Gay 1996). Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sudah memenuhi validitas atas jumlah sampel karena jumlah sampel yang digunakan lebih besar dari 30 buah. Penelitian ini menggunakan dua variabel, yaitu variabel independen dan dependen. Variabel independen dalam penelitian ini yaitu (1) Reputasi penjamin emisi yaitu pelaksana penjaminan emisi yang memiliki reputasi tinggi. Dalam penelitian ini, penjamin emisi diukur berdasarkan total aset penjamin emisi. Skala yang digunakan adalah skala ordinal yaitu nilai satu (1) untuk yang masuk dalam sepuluh besar dan nilai nol (0) untuk di luar sepuluh besar. Daftar peringkat perusahaan sekuritas penjamin emisi ini diperoleh dari majalah investor bulan November 2002; (2) Reputasi auditor yaitu auditor yang memiliki reputasi tinggi. Dalam penelitian ini, auditor yang bereputasi tinggi diklasifikasikan dalam *big four*. Skala yang digunakan adalah skala ordinal yaitu nilai satu (1) untuk yang berafiliasi dengan *big four*, dan nilai nol (0) untuk yang tidak berafiliasi dengan *big four*; (3) Umur perusahaan yaitu lamanya perusahaan sejak didirikan. Umur perusahaan dihitung dari tanggal pendirian sampai dengan perusahaan tersebut melakukan penawaran umum perdana dalam hitungan tahun; (4) Persentase saham yang masih ditahan oleh pemegang saham lama merupakan selisih antara persentase total saham dengan persentase saham yang ditawarkan kepada publik; (5) Ukuran perusahaan yaitu nilai kekayaan atau harta yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Ukuran perusahaan dapat dinilai dari total aset yang dimiliki perusahaan tersebut; (6) *Financial leverage* yaitu perbandingan antara total kewajiban dengan total asetnya; (7) ROA yaitu perbandingan antara *net income after tax* dengan total asetnya; (8) EPS yaitu besarnya keuntungan yang diperoleh untuk setiap lembar saham.

Variabel dependen dalam penelitian ini, yaitu tingkat *underpriced* pada saat penawaran umum perdana. Dalam penelitian ini, tingkat *underpriced* diukur dari selisih antara harga penutupan saham pada hari pertama di pasar sekunder dengan harga penawaran di pasar perdana dibagi dengan harga penawaran di pasar perdana.

HASIL PENELITIAN

Pada bab ini akan dilakukan pengujian atas data penelitian mengenai perusahaan-perusahaan yang mengalami *underpriced* pada saat penawaran umum perdana perioda tahun

1997-2004. Selama perioda tersebut, tercatat ada sebanyak 133 perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana dan diantaranya terdapat 110 perusahaan yang mengalami *underpriced*. Namun, yang menjadi sampel akhir hanya sebanyak 90 perusahaan disebabkan karena 14 perusahaan mengalami *overvalued*, 9 perusahaan mengalami *fair value* serta adanya 20 perusahaan dikeluarkan dari sampel akhir karena prospektus perusahaan tidak tersedia secara lengkap di Bursa Efek Indonesia. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 1 Penawaran Umum Perdana Tahun 1997–2004

Tahun	IPO	Overpriced	Fairly	Underpriced	Data Tidak Lengkap	Sampel
1997	27	4	1	22	8	14
1998	6	3	0	3	0	3
1999	8	0	0	8	3	5
2000	21	2	2	17	2	15
2001	31	3	1	27	2	25
2002	22	2	2	18	1	17
2003	6	0	1	5	1	4
2004	12	0	2	10	3	7
Total	133	14	9	110	20	90

Sumber: Pengolahan Data

Uji ini memuat statistika deskripsi mengenai variabel-variabel yang diteliti sebagai berikut:

Tabel 2 Statistika Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
UNDER	90	0	1	0,39	0,490
AUD	90	0	1	0,61	0,490
KEPEM	90	0,2301	0,9737	0,716981	0,1259219
UMUR	90	0	103	15,38	15,423
SKALA	90	7309	11701813	588107,64	1602186,448
FIN_LEV	90	0,0360	3,0071	0,551441	0,3794638
ROA	90	-1,2243	0,2568	0,023108	0,1450491
EPS	90	-59,7701	287,5399	28,468542	46,0433407

Sumber: Pengolahan data

Tabel 3 Hasil Pengujian

Variabel	B	t	Sig.
Konstanta	0,808	1,773	0,080
FIN_LEV	-0,352	-1,702	0,093
ROA	0,689	1,240	0,219
EPS	-0,002	-0,889	0,376
SKALA	0,000	0,006	0,995
KEPEM	0,370	0,615	0,540
UNDER	-0,122	-0,758	0,451
AUD	-0,302	-1,844	0,069
UMUR	-0,004	-0,791	0,431

Adj. R² 0,065; F_{8,81} 1.776 Sig. 0,094

Sumber: Pengolahan Data

Hasil pengujian menunjukkan bahwa masing-masing variabel independen yaitu faktor-faktor non keuangan yang terdiri dari reputasi penjamin emisi saham, reputasi auditor dan umur perusahaan serta faktor-faktor keuangan yang terdiri dari persentase saham yang masih ditahan oleh pemegang saham lama, ukuran perusahaan, *financial leverage*, ROA dan EPS mempunyai nilai signifikan yang lebih besar dari tingkat signifikan 0,05. Ini berarti bahwa penelitian ini tidak berhasil menunjukkan pengaruh yang signifikan antara faktor-faktor non keuangan

yang terdiri dari reputasi penjamin emisi saham, reputasi auditor dan umur perusahaan serta faktor-faktor keuangan yang terdiri dari persentase saham yang masih ditahan oleh pemegang saham lama, ukuran perusahaan, *financial leverage*, ROA dan EPS dengan tingkat *under-pricednya*.

PENUTUP

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah faktor-faktor non keuangan yang terdiri dari reputasi penjamin emisi (*underwriter*), reputasi auditor dan umur perusahaan serta faktor-faktor keuangan yang terdiri dari persentase saham yang masih ditahan oleh pemegang saham lama, ukuran perusahaan, *financial leverage*, ROA dan EPS mempengaruhi tingkat *under-priced*.

Berdasarkan hasil analisa penelitian maka diperoleh kesimpulan bahwa faktor-faktor non keuangan yang terdiri dari reputasi penjamin emisi saham, reputasi auditor dan umur perusahaan, serta faktor-faktor keuangan yang terdiri dari persentase saham yang masih ditahan oleh pemegang saham lama, ukuran perusahaan, *financial leverage*, ROA dan EPS tidak mempunyai pengaruh terhadap suatu tingkat *under-priced*.

REFERENSI:

- Baron, D. 1982. A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *The Journal of Finance*, September, hlm. 955 - 976.
- Beatty, R.D. 1999. Auditor Reputation and The Pricing of Initial Public Offering. *The Accounting Review*, Vol. 64, No. 4, October.
- Brigham, J. dan Gapenski, E. 1993. *Essential of Managerial Finance*. Philadelphia, The Dyden Pres. hlm. 505.
- Fifth, Michael dan A.Smith. 1992. The Accuracy of Profit Forecasts in Initial Public Offerings Prospectus. *Accounting and Business Research*, Vol.22, No.87, hlm. 239-247.
- Ghozali, Iman dan Mudrik Al Mansur. 2002. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpriced di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 4, No.1, April, hlm. 74 – 88.
- Gitman, Lawrence J. 2000. *Principles of Managerial Finance*, 9th edition, USA: Addison Wesley Publishing Company.
- Gumanti, Tatang A. 2002. Underpricing dan Biaya - biaya di sekitar Initial Public Offering. *Wahana*, Vol.5, No. 2, Agustus, hlm. 135-147.
- Kim, Jeong Bong., I.Krisky dan J. Lee. 1993. Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 20, No. 2, January, hlm.195-211.

- Nurhidayati, S. dan Nur Indriantoro. 1998. Analisis Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underpriced Pada Penawaran Umum Perdana Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol.13, No.1, Januari, hlm. 21-30.
- Rock, K. 1986. Why New Issues Are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, Vol.15, No.1/2, hlm. 187-212.
- Siamat, Dahlan. 2001. *Manajemen Lembaga Keuangan*, Edisi 3, Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Sunariyah. 1997. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta: YKPN.
- Suta, IPG. Ary. 2000. *Menuju Pasar Modal Modern*, Yayasan SAD Aria Bhakti.
- Weston, J.Fred dan Thomas E.Copeland. 1992. *Managerial Finance*, 9th Edition. USA: The Dryden Press.