

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *UNDERPRICING* PADA PENAWARAN UMUM SAHAM PERDANA

Ade Purbarangga, Etna Nur Afri Yuyetta¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Telepon +622476486851

ABSTRACT

This study aim to examine the variables that influence the level of underpricing on initial public offering. The variables examined include auditor reputation, firm size, firm age, return on equity, and the percentage of offers moderated by market capitalization and total liabilities. The research was carried out by multiple regression analysis. Data collection tools used were observational studies and literature study with purposive sampling method. Sample of 91 companies from a population of 132 companies. The research concluded that first auditor reputation not proven effect on the level of underpricing, second firm size not proven effect on the level of underpricing, third firm age not proven effect on the level of underpricing, fourth return on equity not proven effect on the level of underpricing, and fifth the percentage of offers not proven effect on the level of underpricing.

Keywords: Underpricing, auditor reputation, firm size, firm age, return on equity, and the percentage of offers

PENDAHULUAN

Suatu perusahaan mutlak membutuhkan tambahan modal untuk mengembangkan usahanya. Manajemen perusahaan dapat memilih apakah tambahan modal yang diperlukan perusahaan diperoleh dari sumber dana internal atau dari eksternal perusahaan. Sumber dana internal perusahaan dapat berasal dari laba ditahan sedangkan sumber dana eksternal perusahaan dapat berasal dari hutang bank, pengeluaran surat hutang (obligasi), dan dengan pendanaan yang bersifat penyertaan dalam bentuk saham (ekuitas).

Pendanaan melalui mekanisme penyertaan umumnya dilakukan dengan menjual saham perusahaan kepada masyarakat atau sering disebut dengan *go public* (darmadji, 2001). Kegiatan perusahaan di pasar modal ketika menjual sahamnya untuk pertama kali disebut sebagai penawaran umum perdana atau dikenal dengan *Initial Public Offering* (IPO). IPO dilakukan pada pasar perdana (*primary market*), yaitu pasar bagi perusahaan yang melakukan penawaran umum (emiten) untuk menjual sahamnya pertama kali kepada investor.

Risiko yang dihadapi oleh investor adalah kesalahan dalam menilai perusahaan (*assessing the company value*) dan sulit untuk memprediksi bagaimana kinerja saham perusahaan setelah terdaftar di bursa (Brzeszczyński, 2009). Risiko yang dihadapi oleh masing-masing pihak menimbulkan konsekuensi ekonomi berupa *profit* atau *loss*. Menurut Scott (2003) konsekuensi ekonomi yang berbeda dapat memicu konflik antara pihak-pihak yang terikat dalam suatu kontrak. *Agency Theory* dapat digunakan untuk menjelaskan model proses yang terjadi dalam suatu kontrak antara dua pihak atau lebih.

Fenomena yang umum terjadi pada pasar modal adalah IPO *underpricing*. Kondisi *underpricing* dapat merugikan emiten, karena dana yang diperoleh dari publik tidak maksimal. Berdasarkan hal tersebut, penelitian ini mencoba memperoleh bukti empiris apakah reputasi auditor, ukuran perusahaan, umur perusahaan, ROE dan persentase penawaran kepada publik mempengaruhi tingkat *underpricing* saham perdana yang ditawarkan oleh emiten di Bursa Efek Indonesia.

¹ Corresponding author

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori yang dapat digunakan untuk menjelaskan penyebab fenomena *underpricing* pada saat IPO adalah *agency theory*. Menurut Brigham (2001) permasalahan agen muncul karena adanya konflik kepentingan antara agen (manajer) dan pemegang saham atau antara agen (manajer) dengan kreditor (pemberi hutang). *Agency Theory* dapat digunakan untuk menjelaskan model proses yang terjadi dalam suatu kontrak antara dua pihak atau lebih. Karena di dalam suatu kontrak masing-masing pihak berusaha untuk mendapatkan keuntungan yang terbaik untuk dirinya, maka *agency theory* juga dapat menjelaskan konflik yang terjadi. Permasalahan yang timbul pada *agency theory* adalah informasi yang tidak lengkap, yaitu ketika tidak semua keadaan diketahui oleh kedua belah pihak. Akibatnya konsekuensi tertentu tidak dipertimbangkan oleh masing-masing pihak. Keadaan seperti ini dikenal dengan asimetri informasi (Hendrikson, 1992). Beatty (1989) menyatakan bahwa asimetri informasi dapat menyebabkan *underpricing* pada saat IPO.

Welch dan Ritter (dalam Martani, *et al.*, 2012) menyatakan bahwa *underpricing* pada IPO merupakan suatu mekanisme untuk memberikan signal tentang kualitas perusahaan. Oleh karena itu perusahaan yang memiliki kualitas baik melakukan *underpricing* pada saat IPO. Jenkinson dan Ljungqvist (2001) menyatakan bahwa jika perusahaan memiliki informasi yang lebih baik tentang nilai sekarang (*present value*) dan risiko dari aliran kas perusahaan di masa depan di dibandingkan dengan informasi yang dimiliki investor, *underpricing* dapat dijadikan suatu jalan untuk meyakinkan investor tentang nilai perusahaan yang sebenarnya.

Chamber dan Dimson (2006) menyatakan bahwa *ex ante uncertainty* berhubungan dengan risiko yang melekat pada perusahaan. Risiko tersebut diantaranya adalah risiko perusahaan (*firm risk*), risiko teknologi (*technology risk*), dan risiko industri (*industry risk*). Kepemilikan dan kendali manajerial perusahaan sebelum *go public* pada umumnya ada pada tangan yang sama, IPO membuat pemisahan kepemilikan dan kendali manajerial menjadi mungkin. *Underpricing* dimaksudkan untuk menarik minat investor kecil, sehingga manajer terhindar dari pengalihan kepemilikan perusahaan karena tetap memegang porsi saham yang besar. *Ownership* dan *Control Theory* pada dasarnya digunakan untuk mempertahankan kontrol yang dimiliki manajemen.

Undang-undang Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal mengatur mengenai ketentuan yang mewajibkan pihak yang melakukan penawaran umum dan memperdagangkan efeknya di pasar sekunder untuk memenuhi prinsip keterbukaan. Oleh karena itu auditor memegang peran yang penting dalam proses *go publik*. Menurut Balvers, *et al.* (dalam Hashim, 1998) keberadaan auditor dapat untuk mengurangi ketidakpastian dalam laporan keuangan. Hogan (1997) menyatakan bahwa astestasi auditor mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan investor. Hal tersebut mengindikasikan bahwa auditor dengan kualitas yang baik dapat mengurangi asimetri informasi lebih baik dari pada auditor lainnya. Auditor yang mempunyai reputasi yang baik dapat dijadikan indikator tentang kualitas perusahaan yang melakukan IPO, karena auditor dengan reputasi yang baik tidak akan memberikan informasi yang keliru tentang perusahaan. Oleh karena itu auditor dengan reputasi yang baik menurunkan *underpricing* (Martani, *et al.*, 2012). Berdasarkan uraian tersebut, maka diajukan hipotesis sebagai berikut :

H1 : Reputasi auditor berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia.

Han-da (2010) menyatakan bahwa ukuran aset perusahaan dapat mengurangi asimetri informasi karena perusahaan yang memiliki aset yang besar cenderung lebih terbuka kepada publik. Masyarakat lebih mudah untuk mendapatkan informasi tentang perusahaan yang berskala besar dibandingkan dengan perusahaan yang berskala kecil. Ukuran aset perusahaan dapat dijadikan sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek yang bagus dimasa yang akan datang dan mengurangi perkiraan (*ex-ante*) ketidakpastian bagi investor. Martani, *et al.* (2012) menyatakan bahwa total aset perusahaan mengindikasikan jumlah dana yang dimiliki oleh perusahaan. Hal tersebut dapat dijadikan sebagai signal bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek yang bagus dimasa yang akan datang. Total aset yang dimiliki perusahaan dapat menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya, baik kewajiban jangka pendek maupun kewajiban jangka panjang. Berdasarkan uraian tersebut, maka diajukan hipotesis sebagai berikut :

H2 : Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia.

Umur perusahaan menunjukkan berapa lama perusahaan tersebut bertahan dalam persaingan bisnis. Semakin tua umur perusahaan, semakin banyak informasi yang dimiliki masyarakat tentang perusahaan tersebut. Umur perusahaan mengurangi asimetri informasi dan mengurangi ketidakpastian dimasa yang akan datang sehingga dapat menambah kepercayaan investor untuk berinvestasi (Martani, *et al.*, 2012). Perusahaan dengan umur operasi yang lama kemungkinan menyediakan publikasi informasi yang lebih luas dan lebih banyak bila dibandingkan dengan perusahaan yang baru berdiri (Handayani, 2008). Oleh karena itu reputasi dari perusahaan yang telah lama beroperasi dapat dijadikan sebagai patokan oleh investor untuk menilai risiko yang muncul pada operasional perusahaan di masa yang akan datang. Berdasarkan uraian tersebut, maka diajukan hipotesis sebagai berikut :

H3 : Umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia.

Return on Equity (ROE) adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan modal sendiri yang dimiliki, *return on equity* (ROE) menggambarkan besarnya perolehan atas modal yang ditanamkan atau kemampuan modal sendiri untuk menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham. Perusahaan dibentuk dengan modal saham dari pemilik perusahaan, tingkat timbal hasil bagi pemodal saham atas investasinya dapat dihitung dengan rasio *return on equity* (ROE) yang dinyatakan dalam bentuk persentase. Semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba, maka semakin banyak permintaan saham tersebut. Permintaan yang tinggi mengakibatkan penawaran harga saham di pasar sekunder menjadi naik. *Return on Equity* (ROE) menurut Brigham (2001) dapat digunakan sebagai indikator margin laba perusahaan dan efisiensi penggunaan aktiva. Investor dapat menggunakan nilai ROE untuk menilai prospek perusahaan dan membuat keputusan investasi. Berdasarkan uraian tersebut, maka diajukan hipotesis sebagai berikut :

H4 : ROE berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing* perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia.

Persentase penawaran kepada publik menunjukkan porsi kepemilikan saham yang dikuasai oleh publik. Ljungqvist (2000) menyatakan bahwa kepedulian pemilik perusahaan terhadap *underpricing* diukur dari berapa banyak saham yang dijual pada saat IPO. Persentase penawaran kepada publik dimoderasi oleh nilai kapitalisasi pasar dan jumlah hutang perusahaan. Nilai kapitalisasi pasar menggambarkan jumlah dana yang diharapkan perusahaan dari kegiatan penawaran umum, semakin besar dana yang diharapkan maka semakin besar persentase penawaran kepada publik. Jumlah hutang menggambarkan kemungkinan perusahaan menggunakan dana dari hasil penawaran umum untuk membayar hutangnya. Yong (2009) menyatakan bahwa persentase penawaran kepada publik dapat dijadikan indikator untuk melihat aktivitas investor di pasar sekunder, karena persentase penawaran berhubungan dengan kegiatan spekulatif dari investor.

Dana yang diperoleh perusahaan pada saat IPO berhubungan dengan persentase penawaran kepada publik. Investor melihat perusahaan yang persentase penawarannya besar memiliki prospek yang baik pada masa yang akan datang. Penelitian yang dilakukan oleh Islam, *et al.* (2008) dan George, *et al.* (2012) menemukan bahwa jumlah saham yang ditawarkan kepada publik berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Berdasarkan uraian tersebut, maka diajukan hipotesis sebagai berikut :

H5 : Persentase penawaran kepada publik berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing* perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia.

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel dependen tingkat *underpricing* diukur dengan menggunakan *initial return* (keuntungan karena adanya perbedaan harga saham pada pasar perdana dengan harga penutupan saham pada pasar sekunder). Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah reputasi auditor, ukuran perusahaan, umur perusahaan, ROE, dan persentase penawaran kepada publik.

Variabel reputasi auditor menggunakan variabel dummy, dimana nilai 1 diberikan untuk perusahaan yang menggunakan jasa auditor yang memiliki reputasi yang baik (The Big Four), dan nilai 0 untuk perusahaan yang tidak menggunakan jasa auditor yang masuk ke dalam kategori "The

Big Four". Variabel ukuran perusahaan dihitung dengan menggunakan logaritma natural total aset dari laporan keuangan perusahaan satu tahun terakhir sebelum perusahaan tersebut melakukan IPO (Martani, *et al.*, 2012). Variabel umur perusahaan diukur dengan skala tahunan, yaitu lamanya perusahaan beroperasi sejak didirikan berdasarkan akte pendirian sampai dengan saat perusahaan tersebut melakukan IPO. Variabel *return on Equity* (ROE) dihitung dengan membagi pendapatan bersih setelah pajak dengan ekuitas pemegang saham pada laporan keuangan terakhir sebelum perusahaan melakukan IPO. Variabel persentase penawaran kepada publik diukur dengan persentase saham *first Issue* terhadap jumlah saham perusahaan.

Variabel moderating yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai kapitalisasi saham dan total hutang. Nilai kapitalisasi saham dan total hutang memoderasi hubungan antara persentase penawaran kepada publik dengan tingkat *underpricing*. Nilai kapitalisasi pasar dihitung dengan mengalikan harga penawaran umum dengan jumlah saham yang ditawarkan kepada publik. Total hutang perusahaan menunjukkan total kewajiban perusahaan, baik kewajiban jangka pendek maupun jangka panjang. Hutang perusahaan diambil dari laporan keuangan perusahaan satu tahun terakhir sebelum perusahaan tersebut melakukan IPO.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2011 di Bursa Efek Indonesia (BEI), yaitu sebanyak 132 perusahaan (Lampiran A). Sampel yang digunakan adalah perusahaan yang mengalami *underpricing* pada saat melakukan IPO dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2011. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini dengan menggunakan *purposive sampling method*, yaitu teknik penentuan sampel dimana informasi yang diperlukan dikumpulkan dari target khusus atau kelompok tertentu dengan pertimbangan rasional (Sekaran, 2003).

Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis pada penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Persamaan regresi linear adalah sebagai berikut :

$$UND_i = \alpha + \beta_1 AUD_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 AGE_i + \beta_4 ROE_i + \beta_5 PUB_i + \beta_6 CAP_i + \beta_7 LIAB_i$$

Keterangan :

UND_i	: Level <i>underpricing</i> pada perusahaan i
α	: Konstanta
β_{1-5}	: Koefisien regresi
AUD_i	: Reputasi auditor pada perusahaan i
$SIZE_i$: Ukuran perusahaan i
AGE_i	: Umur perusahaan i
ROE_i	: ROE pada perusahaan i
PUB_i	: Persentase penawaran pada perusahaan i
CAP_i	: Nilai kapitalisasi pasar perusahaan i
$LIAB_i$: Total hutang perusahaan i
Variabel moderating	: CAP_i dan $LIAB_i$

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Asumsi Klasik

Hipotesa dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan model regresi linier berganda. Tujuannya adalah untuk memperoleh gambaran yang menyeluruh mengenai pengaruh antara variabel dependen *underpricing* (UND) dan variabel independen yaitu reputasi auditor (AUD), ukuran perusahaan (SIZE), umur perusahaan (AGE), *Return on Equity* (ROE), dan Persentase penawaran kepada publik (PUB). Untuk memenuhi persyaratan sebagai hasil regresi yang baik atau *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE) harus memenuhi semua asumsi klasik (Ghozali, 2006).

Hasil uji normalitas data dengan menggunakan uji statistik *non-parametrik Kolmogorov-Smirnov* dapat dilihat pada tabel 1. Uji statistik *Non-parametric Kolmogorov Smirnov* pada tabel 1 menunjukkan nilai K-S 1,194 dan signifikan pada 0,075 (di atas 0,05). Berdasarkan hal tersebut maka dapat dinyatakan bahwa data residual berdistribusi normal.

Tabel 1
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		81
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	28.64863478
Most Extreme Differences	Absolute	.133
	Positive	.133
	Negative	-.080
Kolmogorov-Smirnov Z		1.193
Asymp. Sig. (2-tailed)		.116

a. Test distribution is Normal.

Sumber : Data sekunder yang diolah

Hasil pengujian multikolinieritas dapat dilihat pada tabel 2. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat variabel yang memiliki nilai tolerance kurang dari 0,1 atau nilai VIF lebih dari 10. Hal ini berarti bahwa secara statistik model variabel independen (prediktor) yang digunakan dalam penelitian ini tidak menunjukkan adanya gejala multikolinieritas dalam model regresi.

Tabel 2
Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	AUD	.771	1.297
	SIZ	.602	1.662
	AGE	.843	1.187
	ROE	.924	1.082
	PUB	.855	1.169
	CAP	.773	1.293
	LIAB	.651	1.537

a. Dependent Variable: UND

Sumber : Data Sekunder yang diolah

Hasil pengujian heteroskedastisitas dengan metode *Glejser* dapat dilihat pada tabel 3. Uji Glejser menunjukkan bahwa tidak ada variabel independen yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel *absolut unstandardized residual*, terlihat dari probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5%. Hal ini berarti bahwa secara statistik model regresi tidak terjadi heteroskedastisitas.

Tabel 3
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	11.940	16.046		.744	.459
	AUD	-.636	4.340	-.018	-.147	.884
	SIZ	1.036	1.131	.131	.916	.363
	AGE	-.340	.178	-.231	-1.913	.060
	ROE	.103	.106	.112	.971	.335
	PUB	.069	.174	.048	.397	.693
	CAP	-1.585E-12	.000	-.156	-1.242	.218
	LIAB	.001	.000	.173	1.261	.211

a. Dependent Variable: AbsRes2
Sumber : Data Sekunder yang diolah

Hasil pengujian autokorelasi dapat dilihat pada tabel 4. Pada penelitian ini diperoleh nilai DW sebesar 1.732. Nilai tersebut jika dibandingkan dengan nilai tabel dengan menggunakan signifikansi 5%, jumlah sampel 81(n) dan jumlah variabel independen 7, maka nilai tersebut berada diantara du yaitu 1,457 dan 4 – du yaitu 4 – 1,457 = 2,543. Dengan demikian menunjukkan bahwa model regresi tidak terdapat masalah autokorelasi.

Tabel 4
Model Summary^b

L	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
Mode1	.385 ^a	.148	.067	29.99076%	1.732

a. Predictors: (Constant), LIAB, AGE, ROE, PUB, AUD, CAP, SIZ
b. Dependent Variable: UND
Sumber : Data sekunder yang diolah

Pengujian Hipotesis

Hasil Uji Statistik F menghasilkan F hitung sebesar 1,816 dan signifikan pada 0,097. Berdasarkan hal tersebut maka dapat disimpulkan bahwa variabel reputasi auditor (AUD), ukuran perusahaan (SIZ), umur perusahaan (AGE), *return on equity* (ROE) dan persentase penawaran kepada publik (PUB) tidak secara bersama-sama (simultan) mempengaruhi tingkat *underpricing*.

Hasil Uji Koefisien Determinasi menghasilkan nilai *adjusted R²* sebesar 0,067 yang berarti variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen sebesar 6,7%. Hal ini berarti 6,7% tingkat *underpricing* dipengaruhi oleh reputasi auditor (AUD), ukuran perusahaan (SIZ), umur perusahaan (AGE), *return on equity* (ROE) dan persentase penawaran kepada publik (PUB), sedangkan sisanya 93,3% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model.

Uji residual ingin menguji pengaruh deviasi (penyimpangan) dari suatu model (Ghozali, 2006). Fokusnya adalah ketidak cocokkan (*lack of fit*) yang dihasilkan dari deviasi hubungan linear antar variabel independen. Suatu variabel dikatakan sebagai variabel pemoderasi jika nilai nilainya lebih kecil dari nilai signifikansi yang digunakan yaitu sebesar 5 persen, dan koefisien regresi bertanda negatif. Hasil pengujian variabel nilai kapitalisasi pasar menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,989. Nilai signifikansi 0,989 > α (0,05), hal ini berarti variabel nilai kapitalisasi pasar tidak memoderasi hubungan antara persentase penawaran kepada publik dengan tingkat *underpricing*. Hasil pengujian variabel jumlah hutang menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,305.

Nilai signifikansi $0,305 > \alpha (0,05)$, hal ini berarti variabel jumlah hutang perusahaan tidak memoderasi hubungan antara persentase penawaran kepada publik dengan tingkat *underpricing*.

Tabel 5
Ringkasan Hasil Uji Regresi

Variabel	Koefisien	Nilai t	Signifikansi
(Constant)	11.369	.374	.709
AUD	-8.311	-1.011	.315
SIZ	1.812	.846	.400
AGE	-.644	-1.972	.052
ROE	-.095	-.476	.635
PUB	.615	1.868	.066
CAP	-3.475E-12	-1.438	.155
LIAB	.001	1.086	.281

F = 1.816 Sig (F) = 097^a R² = .148 Adjusted R² = .067

Berdasarkan hasil pengujian pengaruh variabel reputasi auditor (AUD) terhadap tingkat *underpricing* pada tabel 5 dapat dilihat nilai t hitung sebesar -1,011 dan nilai signifikansi sebesar 0,315. Nilai signifikansi yang berada di atas 0,05 menunjukkan bahwa variabel reputasi auditor secara statistik tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Dengan demikian **H₁ ditolak**.

Reputasi auditor yang menggambarkan bahwa auditor dengan kualitas yang baik dapat mengurangi asimetri informasi lebih baik dari pada auditor lainnya menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Pada penelitian ini permasalahan *agency theory* pada hubungan antara manajemen perusahaan dengan pemegang saham tetap muncul walaupun perusahaan telah diaudit oleh auditor yang memiliki reputasi yang baik. Penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Martani, *et al.* (2012) yang menyatakan tidak adanya hubungan yang signifikan negatif antara reputasi auditor dengan *underpricing*. Menurut Martani, *et al.* (2012) auditor dengan reputasi baik yang digunakan oleh perusahaan untuk mengaudit laporan keuangan sebelum melakukan IPO tidak signifikan dalam mengurangi ketidakpastian setelah perusahaan tersebut *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Menurut Bulut (2009) pasar cenderung tidak menggunakan peranan reputasi pihak ke tiga, yaitu reputasi auditor, untuk mengurangi asimetri informasi.

Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hoberg (2007) yang menyatakan adanya hubungan yang signifikan negatif antara reputasi auditor dengan *underpricing*. Asistensi auditor mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan investor (Hogan, 1997). Auditor yang mempunyai reputasi yang baik dapat dijadikan indikator tentang kualitas perusahaan yang melakukan IPO, karena auditor dengan reputasi yang baik tidak akan memberikan informasi yang keliru tentang perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian pengaruh variabel ukuran perusahaan (SIZ) terhadap tingkat *underpricing* pada tabel 5 dapat dilihat nilai t hitung sebesar -0,846 dan nilai signifikansi sebesar 0,400. Nilai signifikansi yang berada di atas 0,05 menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan secara statistik tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Dengan demikian **H₂ ditolak**.

Ukuran perusahaan yang menggambarkan total aset perusahaan menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Menurut *signaling theory* perusahaan memberikan sinyal tentang kualitas perusahaan dengan kemampuannya menanggung *underpricing*, pada penelitian ini *underpricing* tidak hanya terjadi pada perusahaan yang memiliki aset yang besar tetapi pada hampir semua perusahaan yang melakukan IPO. Penelitian ini mendukung hasil

penelitian yang dilakukan oleh Reeder (2003) dan hasil penelitian yang dilakukan oleh Venkatesh dan Neupane (2006) yang menyatakan tidak adanya hubungan yang signifikan positif antara ukuran perusahaan dengan *underpricing*. Menurut Reeder (2003) ukuran perusahaan tidak secara otomatis mengurangi tingkat *underpricing* karena jenis industri yang berbeda memiliki jumlah aset yang berbeda.

Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Martani, *et al.* (2012) yang menyatakan ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Han-da (2010) menyatakan bahwa ukuran aset perusahaan dapat mengurangi asimetri informasi karena perusahaan yang memiliki aset yang besar cenderung lebih terbuka kepada publik. Masyarakat lebih mudah untuk mendapatkan informasi tentang perusahaan yang berskala besar dibandingkan dengan perusahaan yang berskala kecil.

Berdasarkan hasil pengujian pengaruh variabel umur perusahaan (AGE) terhadap tingkat *underpricing* pada tabel 4.12 dapat dilihat nilai t hitung sebesar -1,972 dan nilai signifikansi sebesar 0,052. Nilai signifikansi yang berada di atas 0,05 menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan secara statistik tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Dengan demikian **H₃ ditolak**.

Umur perusahaan yang menggambarkan berapa lama perusahaan tersebut bertahan dalam persaingan bisnis menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Permasalahan *ex ante uncertainty theory* yaitu ketidakpastian yang dihadapi investor tetap muncul pada IPO perusahaan yang telah lama berdiri. Penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Arosio, *et al.* (2000) yang menyatakan bahwa umur perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Menurut Venkatesh dan Neupane (2006) variabel umur perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap tingkat *underpricing* pada pasar yang sedang tumbuh dan berkembang, karena rata-rata perusahaan yang melakukan penawaran umum adalah perusahaan yang baru berkembang.

Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hasjedal (2007) dan penelitian George, *et al.* (2012) yang menyatakan adanya hubungan yang signifikan dan positif antara umur perusahaan dengan *underpricing*. Perusahaan dengan umur operasi yang lama kemungkinan menyediakan publikasi informasi yang lebih luas dan lebih banyak bila dibandingkan dengan perusahaan yang baru berdiri (Handayani, 2008).

Berdasarkan hasil pengujian pengaruh variabel *return on equity* (ROE) terhadap tingkat *underpricing* pada tabel 4.12 dapat dilihat nilai t hitung sebesar -0,476 dan nilai signifikansi sebesar 0,635. Nilai signifikansi yang berada di atas 0,05 menunjukkan bahwa variabel *return on equity* secara statistik tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Dengan demikian **H₄ ditolak**.

Return on equity yang menggambarkan kemampuan modal sendiri untuk menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Reeder (2003) dan Martani, *et al.* (2012) yang menyatakan tidak adanya hubungan yang signifikan antara ROE dengan *underpricing*. *Return on equity* (ROE) tidak berpengaruh terhadap *underpricing* karena investor tidak hanya memperhatikan *return on equity* (ROE) perusahaan yang *go public*, tetapi juga memperhatikan *return on equity* (ROE) perusahaan lain dalam industri sejenis.

Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yolana dan Martani (2005) yang menyatakan adanya hubungan yang signifikan dan positif antara ROE dengan *underpricing*. Menurut Brigham (2001) *return on equity* (ROE) dapat digunakan sebagai indikator margin laba perusahaan dan efisiensi penggunaan aktiva. Investor dapat menggunakan nilai ROE untuk menilai prospek perusahaan dan membuat keputusan investasi. Saham perusahaan dengan prospek yang bagus banyak dicari sehingga menaikkan harga penawaran saham perusahaan tersebut di pasar sekunder (Yolana dan Martani, 2005).

Berdasarkan hasil pengujian pengaruh variabel persentase penawaran kepada publik (PUB) terhadap tingkat *underpricing* pada tabel 4.12 dapat dilihat nilai t hitung sebesar 1,868 dan nilai signifikansi sebesar 0,066. Nilai signifikansi yang berada di atas 0,05 menunjukkan bahwa variabel persentase penawaran kepada publik secara statistik tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Dengan demikian **H₅ ditolak**.

Persentase penawaran kepada publik yang menggambarkan porsi kepemilikan saham yang dikuasai oleh publik menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Menurut *ownership* dan *control theory* manajemen perusahaan berusaha untuk mempertahankan kendali perusahaan setelah melakukan IPO, dan hal tersebut tidak dipengaruhi oleh jumlah kepemilikan yang dilepas perusahaan kepada publik. Penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Venkatesh dan Naupane (2006) dan Islam, *et al.* (2010) yang menyatakan tidak adanya hubungan yang signifikan antara persentase penawaran kepada publik dengan *underpricing*. Menurut Gu (2003) ketika banyak perusahaan yang masuk bursa, investor cenderung memilih penawaran umum yang dilakukan perusahaan milik negara karena perusahaan milik negara bergerak disektor industri yang strategis.

Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh George, *et al.* (2012) yang menyatakan adanya hubungan yang signifikan dan positif antara persentase penawaran kepada publik dengan *Yong* (2009) menyatakan bahwa persentase penawaran kepada publik dapat dijadikan indikator untuk melihat aktivitas investor di pasar sekunder, karena persentase penawaran berhubungan dengan kegiatan spekulatif dari investor.

KESIMPULAN

Data penelitian ini diperoleh dari perusahaan yang mengalami *underpricing* pada saat melakukan penawaran umum perdana di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2011. Sampel diperoleh dengan menggunakan *purposive sampling method*, dengan jumlah sampel 91 perusahaan. Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda, dimana uji asumsi klasik dilakukan sebelum uji hipotesis.

Dari hasil analisis data dan pembahasan pada bab sebelumnya dapat disimpulkan sebagai berikut. *Pertama* rata-rata tingkat *underpricing* yang terjadi pada perusahaan yang melakukan penawaran umum di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2011 adalah sebesar 45,99%. Model dalam penelitian ini dinyatakan lolos dalam uji asumsi klasik, yaitu telah memenuhi uji normalitas, heteroskedastisitas, multikolinearitas dan autokorelasi. Kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen pada hasil penelitian ini adalah sebesar 6,7%. *Kedua* hasil penelitian ini secara simultan menunjukkan bahwa menurut perhitungan statistik seluruh variabel independen secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa menurut perhitungan statistik semua variabel independen tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah kemampuan ke lima variabel yang digunakan dalam penelitian ini hanya dapat menjelaskan variabel tingkat *underpricing* sebesar 6,7%. Hal ini berarti sebagian besar, yaitu 93,3% variabel tingkat *underpricing* dijelaskan oleh variabel lainnya. Penelitian ini hanya mengukur variabel yang ada di dalam perusahaan.

Sehubungan dengan adanya keterbatasan-keterbatasan tersebut, berikut ini adalah saran-saran yang dapat dilakukan oleh penelitian-penelitian berikutnya. *Pertama*, periode yang digunakan dalam penelitian ini relatif sedikit yaitu dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2011, hal ini dapat mempengaruhi estimasi pengukuran. *Kedua*, bagi perusahaan yang akan *go public* dimasa datang, disarankan untuk melakukan serangkaian *road-show* untuk mencari dukungan para investor. Hal ini dilakukan agar tingkat *underpricing* yang terjadi tidak terlalu tinggi. Karena di dalam penelitian ini variabel reputasi auditor, ukuran perusahaan, umur perusahaan, ROE, dan persentase penawaran kepada publik tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Penelitian ini juga menemukan 75% perusahaan yang melakukan IPO pada BEI pada tahun 2004 sampai dengan 2011 mengalami *underpricing*.

Bagi investor hendaknya memilih berinvestasi pada pasar perdana karena adanya kemungkinan mendapatkan saham pada harga *discount* sehingga bisa mendapatkan tingkat pengembalian yang positif pada waktu yang singkat. Pada penelitian ini ditemukan bahwa tingkat *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO pada BEI pada tahun 2004 sampai dengan 2011 adalah sebesar 45.99%. Selain itu tingkat *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO pada BEI lebih dipengaruhi oleh ekspektasi yang dibentuk terhadap prospek perusahaan oleh investor, hal ini menunjukkan bahwa pasar modal di indonesia tidak efisien, karena harga saham

belum mencerminkan informasi sesungguhnya, sehingga masih adanya kemungkinan investor untuk memperoleh *abnormal return*.

REFERENSI

- Arosio, R., Giudici, G., dan Paleari, S. 2000. "What Drives The Initial Market Performance of Italian IPOs? An Empirical Investigation on Underpricing and Price Support", *Presented at The 2000 FMA Annual Meeting*, Seattle, USA.
- Beatty, R. P. 1989. Auditor Reputation and The Pricing of Initial Public Offerings. "The *Accounting Review*". Vol. LXIV, No. 4.
- Beatty, R. P dan Ritter, J. R. 1986. Investment Banking, Reputation, and The Underpricing of Initial Public Offerings. "*Journal of Financial Economic 15*". 213-232.
- Brigham, E. F. dan Houston, J. F. 2001. *Fundamental of Financial Management*. Jakarta : Erlangga.
- Brzeszcynski, J. 2009. "IPOs in Emerging Markets". <http://www.qfinance.com/financing-best-practice/ipos-in-emerging-markets?full>. Diakses tanggal 6 Maret 2013.
- Bulut, H. I., Cankaya, F., dan Er, B. 2009. Auditing Firm Reputation and The Post-Issue Operating Performance in An Emerging Market : Evidence From Turkish IPO Firms. "*Investment Management and Financial Innovation*", Vol. 6 Issue 3.
- Darmadji, T. dan Fakbruddin, H. 2001. *Pasar modal di Indonesia, Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta : Penerbit Salemba Empat
- Ghozali, I. 2006, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- George, O.E., Akingunola O.R. dan Oseni E. J. 2012. The Influence of Information Asymmetry on Initial Public Offers in The Nigerian Stock Market. "*International Research Journal of Finance and Economics*". Issue 92.
- Gu, A. Y. 2003. State Ownership, Firm Size, and IPO Performance : Evidence from Chinese "A" Share Issues. "*American Business Review*", pg. 101.
- Han-da, P. 2010. Strategic Investor and IPO Under-pricing : Chinese Evidence. "*Asian-Pacific Science and Culture Journal*", Vol. , No. 1, 22-33.
- Handayani, R. S. 2008, "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Underpricing* Pada Penawaran Umum Perdana", *Tesis*, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Hashim, A. 1998. "The Operating Performance of Initial Public Offering Firms in Malaysia". Disertasi, Curtin University of Technology.
- Hasjedal, K. 2007. "IPO Underpricing and Management Quality, An Empirical Study of The Norwegian Equity Market". *Thesis*. Norges Handelshøyskole
- Henrikson, E.S. and van Breda, M. F. 1992. *Accounting Theory*. 5th. Ed. USA. Irwin McGraw Hill.

- Hoberg, G. 2007. The Underwriter Persistence Phenomenon. *“Journal of Finance”*. Vol. 62, pp. 1169-1206.
- Hogan, C. E. 1997. Cost and Benefit of Audit Quality in The IPO Market : A Self-Selection Analysis. *“The Accounting Review”*, Vol. 7, No.1, pp. 67-86.
- Islam, MD., Ali, R., and Ahmad, Z. 2008. Why IPOs are Underpriced? Evidence From The Dhaka Stock exchange, Bangladesh.
- Islam, MD., Ali, R., and Ahmad, Z. 2010. An Empirical Investigation of the Underpricing of Initial Public Offering in the Chittagong Stock Exchange.”*International Journal of Economic and Finance”*, Vol. 2, No. 4.
- Jenkinson, T and Ljungqvist, A. 2001. *Going Public*. 2nd. Ed. USA. Oxford University Press Inc.
- Martani, D., Sinaga, L. I., and Syahroza, A. 2012. Analysis on Factors Affecting IPO Underpricing and their Effects on Earning Persistence. *“World Review of Business Research”*, Vol. 2. No. 2. March 2012. Pp. 1 – 15.
- Reeder, A. S. 2003. “Initial Public Offering Underpricing : 1990s vs. 1980s”. *Thesis*. The burnett Honors College, University of Central Florida.
- Sekaran, U. 2003, *Research Methods for Business, A Skill Building Approach*, John Wiley and Sons, United States of America.
- Scott, W. R. 2003, *Financial Accounting Theory*. 3rd ed. USA: Prentice Hall.
- Venkatesh, S and Neupane, S. 2006. Does Ownership Structure Effect IPO underpricing : Evidence from Thai IPOs. *“Journal of Corporate Ownership and Control 3 (2)”*, 106-115.
- Yong, O. 2009. Significance of Investor Demand, Firm Size, Offer Type and Offer Size on The Initial Premium, First Day Price Spread and Flipping Activity of Malaysian IPOs.”*Prosiding Perkem IV”*. Jilid 1. 2009. 395-412.

LAMPIRAN

Uji Residual Variabel Moderator Nilai Kapitalisasi Pasar

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	8.749E11	2.238E11		3.909	.000
	UND	-6.391E7	4.749E9	-.002	-.013	.989

a. Dependent Variable: AbsResCAP

Uji Residual Variabel Moderator Jumlah Hutang

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	T	Sig.
1	(Constant)	2186.091	670.278		3.261	.002
	UND	14.684	14.223	.115	1.032	.305

a. Dependent Variable: AbsResLIAB