

PENGARUH PENGUNGKAPAN *INTELLECTUAL CAPITAL* DALAM PROSPEKTUS TERHADAP *UNDERPRICING SAHAM* (Studi pada Perusahaan yang Melakukan *Initial Public Offering* di BEI Periode 2007-2012)

Warih Widya Kurniawan, Haryanto¹

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

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of intellectual capital disclosure in prospectus on underpricing level at initial public offering. Independent variable used in this study is intellectual capital disclosure. This study also used control variables, e.g underwriter's reputation, gross proceeds, auditor's reputation, financial leverage, company's age, and company's size.

Samples of this study were IPO companies in Indonesia Stock Exchange, for the observation period of 2007 until 2012. Samples were taken by purposive sampling method and resulted in 91 companies as the samples. This study used linear regression for analysing data.

The result showed that intellectual capital disclosure affect underpricing significantly. Auditor's reputation, financial leverage, company's age. And company's size as the control variables have negative and significant effect on underpricing. However, underwriter's reputation show negative effect on underpricing, and not significant. In the other side, gross proceeds impact underpricing positively and not significantly.

Keywords: intellectual capital disclosure, underpricing level, underwriter's reputation, gross proceeds, auditor's reputation, financial leverage, firm's age.

PENDAHULUAN

Globalisasi dan liberalisasi di sektor keuangan mengakibatkan peningkatan kecepatan dan kemudahan perpindahan modal antarnegara di dalam pasar keuangan internasional. Peningkatan akses pendanaan modal yang lebih luas, dikombinasikan dengan pertumbuhan kemakmuran ekonomi global serta didukung dengan berbagai insentif dari pemerintah maupun regulator industri keuangan menyebabkan terjadinya peningkatan kegiatan *initial public offering* (IPO) di pasar modal berbagai negara sejak 1990 (Singh dan Van der Zahn, 2009 dalam Ardianto, 2011). Sejak tahun 1990 negara-negara berkembang seperti Indonesia juga terkena dampak dari globalisasi keuangan. Jumlah emiten yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada tahun 1990 sebanyak 127 emiten, sedangkan pada akhir Juli tahun 2013, sebagaimana tertera dalam www.idx.co.id, emiten yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebanyak 476 emiten.

Salah satu fenomena menarik yang dapat diamati saat IPO adalah fenomena *underpricing*. Berdasarkan data di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012, terjadi *underpricing* pada 21 emiten dari total 23 emiten yang melakukan pencatatan saham perdana di BEI setelah IPO atau dengan tingkat *underpricing* sebesar 91,30%. *Underpricing* merupakan suatu kondisi di mana harga penawaran saham pada saat IPO lebih rendah dibandingkan dengan harga penutupan pada saat pencatatan saham perdana di bursa. *Underpricing* memiliki konsekuensi ekonomi bagi investor maupun emiten. Pada saat *underpricing*, investor yang membeli saham pada saat IPO akan diuntungkan karena naiknya harga saham pada saat pencatatan saham perdana di bursa sehingga investor mendapatkan *initial return*. Sedangkan bagi emiten, kondisi *underpricing* ini merugikan karena dana yang diperoleh dari penjualan saham pada saat IPO menjadi tidak maksimal dikarenakan saham yang dijual emiten sebenarnya dapat dijual dengan harga yang lebih tinggi.

Berbagai model teoritis seringkali menggunakan asimetri informasi (*information asymmetry*) sebagai determinan dasar yang menentukan tingkat *underpricing* (Baron, 1982 dalam Puspita, 2011). Singh dan Van der Zahn (2007) dalam Ardianto (2011) menyatakan bahwa

¹ Corresponding author

underpricing sebagai kenaikan biaya modal secara langsung, dianggap sebagai fungsi dari asimetri informasi. Teori *underpricing* berdasarkan asimetri informasi memperlihatkan prediksi bahwa *underpricing* secara positif berhubungan dengan tingkat asimetri informasi (Ritter dan Welch, 2002). Ardhiyanto (2011) menjelaskan bahwa peningkatan pengungkapan informasi keuangan dan non-keuangan dalam sebuah IPO dianggap sebagai mekanisme potensial untuk mengurangi asimetri informasi. Selain itu, Ardhiyanto (2011) menjelaskan bahwa dengan peningkatan jumlah IPO yang berkompetisi untuk mendapatkan pendanaan eksternal dari investor, maka mulai terdapat peran strategis untuk pengungkapan. Pike *et al* (2006) dalam Romadani (2010) menjelaskan bahwa salah satu pengungkapan informasi tambahan yang relevan untuk mengurangi asimetri informasi antara emiten dan berbagai partisipan di pasar modal adalah pengungkapan *intellectual capital*.

Di Indonesia sendiri, fenomena *intellectual capital* mulai berkembang setelah munculnya PSAK No.19 (revisi 2000) tentang aset tidak berwujud. Meskipun tidak dinyatakan secara eksplisit sebagai *intellectual capital*, namun lebih kurang *intellectual capital* telah mendapat perhatian. Menurut PSAK No.19, aset tidak berwujud adalah aset non moneter yang dapat diidentifikasi dan tidak mempunyai wujud fisik serta dimiliki untuk digunakan dalam menghasilkan atau menyerahkan barang atau jasa, disewakan kepada pihak lainnya, atau untuk tujuan administratif (IAI, Juli 2009). Penelitian yang dilakukan oleh Singh dan Van der Zahn (2007) dalam Ardhiyanto (2011) terhadap perusahaan yang melakukan IPO di *Singapore Stock Exchange* (SGX) pada periode 1997-2004, menemukan adanya hubungan positif antara pengungkapan *intellectual capital* di dalam prospektus terhadap *underpricing* di mana hal tersebut berlawanan dengan prediksi teoritis semula yang diungkapkan oleh Singh dan Van der Zahn.

Di Indonesia penelitian pengaruh pengungkapan *intellectual capital* terhadap tingkat *underpricing* telah dilakukan oleh Ratnawati (2009), Ardhiyanto (2011) dan Wulandari (2012). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ratnawati menunjukkan bahwa pengungkapan *intellectual capital* berhubungan negatif dengan tingkat *underpricing*. Ardhiyanto (2011) dalam penelitiannya mengenai pengaruh pengungkapan *intellectual capital* terhadap tingkat *underpricing* membuktikan bahwa pengungkapan *intellectual capital* berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*. Hasil penelitian Wulandari (2012) menyatakan bahwa hubungan pengungkapan *intellectual capital* berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*. Penelitian mengenai pengungkapan *intellectual capital* yang belum banyak dilakukan serta hasil penelitian yang sering tidak konsisten baik antara hasil satu penelitian dengan penelitian lainnya maupun dengan teori-teori yang dikembangkan sebelumnya, mendorong penelitian lebih lanjut mengenai pengaruh pengungkapan *intellectual capital* yang dilakukan perusahaan terhadap *underpricing* saham.

Berdasarkan latar belakang maka dapat dirumuskan pokok permasalahan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

“Apakah pengungkapan *intellectual capital* dalam prospektus oleh perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007-2012 berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*?”

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori *Signalling*

Fenomena IPO *underpricing* secara komprehensif dapat dijelaskan oleh teori *signalling*. Teori *signalling* mengasumsikan bahwa penerbit memiliki informasi yang sempurna tentang nilai perusahaan, sedangkan investor adalah entitas *uninformed* yang tidak mengetahui informasi perusahaan, yang kemudian menilai perusahaan sebagai fungsi dari mekanisme *signalling* yang berbeda-beda.

Pada tahun 1977 sebuah penelitian yang dilakukan oleh Leland dan Pyle menyimpulkan bahwa perusahaan dapat memberikan signal melalui nilai perusahaan kepada pihak luar dengan menahan beberapa sahamnya (Karlis, 2000). Hal ini memberikan publikasi tambahan dan eksposur media bagi perusahaan dengan menyediakan nilai perusahaan kepada investor. Oleh sebab itu, *underpricing* saham menjadi berbanding terbalik dengan ukuran atau nilai perusahaan penerbit.

Penelitian yang dilakukan oleh Michael Willenborg pada 1999 menemukan bahwa meskipun semua perusahaan mendapatkan keuntungan dari reputasi sebuah auditor, adanya perbedaan ukuran perusahaan berbeda pula alasan yang digunakan perusahaan untuk memilih

underwriter dan auditor yang prestisius (Karlis, 2000). Hal ini akan menaikkan permintaan dalam IPO yang merupakan efek dari *informational signalling*.

Pada saat IPO biasanya *underwriter* akan menurunkan harga saham perdana, hal ini dilakukan untuk menurunkan risiko *overpricing*. Oleh sebab itu, teori ini memprediksikan jika nilai penerbitan berkurang, maka tingkat *underpricing* akan meningkat. Hal ini disebabkan karena pada banyak kasus, nilai penerbitan berhubungan secara langsung dengan nilai dan ukuran perusahaan penerbit. Dalam teori ini menyebutkan juga bahwa semakin besar ukuran dan reputasi *underwriter*, maka *underwriter* cenderung untuk menurunkan nilai penerbitan.

Intellectual Capital

Perkembangan dominansi *intellectual capital* menjadi sebuah dilema bagi komunitas akuntansi dan keuangan. Susilo (2012) mengungkapkan bahwa perubahan lingkungan bisnis yang semakin pesat memberikan banyak pengaruh dalam pelaporan keuangan perusahaan, terutama dalam hal penyajian dan penilaian aset tidak berwujud, sehingga kebutuhan mendesak untuk pelaporan model bisnis yang baru yang dapat menunjukkan dengan benar dinamika penciptaan kekayaan perusahaan dan nilai-nilai penggerakannya yang utama. Saat ini, regulator umumnya gagal untuk membuat penyesuaian dalam model bisnis tradisional untuk mengkompensasi pelaporan *intellectual capital* agar dapat tumbuh signifikan. Pernyataan-pernyataan mengenai *intellectual capital* diidentifikasi oleh para praktisi dan akademisi sebagai alat penting bagi perusahaan dalam mengidentifikasi, mengelola dan melaporkan nilai *intellectual capital* (Zambon, 2003 dalam Bukh *et al.*, 2005).

Penelitian pengungkapan *intellectual capital* ada yang berfokus pada determinan pengungkapan *intellectual capital*. Penelitian tersebut hingga sekarang masih terbatas baik dalam jumlah, ruang lingkup dan fokus. Berdasarkan studi sebelumnya mengenai pengungkapan *intellectual capital* fokus utama dari penelitian ini hanya menjelaskan tingkat dan jenis pengungkapan saja. Secara umum analisis empiris secara formal dari setiap determinan spesifik pengungkapan *intellectual capital* dapat dikatakan ketinggalan jaman. Mayoritas penelitian determinan pengungkapan *intellectual capital* hanya menggunakan data Australia, Kanada, Irlandia dan Skandinavia (misalnya Guthrie dan Petty, 2000) dan berfokus pada pengujian pengaruh pada faktor-faktor yang telah memiliki sejarah yang lama dalam penelitian pengungkapan tradisional seperti ukuran perusahaan, *leverage* atau profitabilitas (Bukh *et al.*, 2005). Kurangnya konsensus mengenai dasar-dasar teoritis dan penelitian oleh praktisi, dapat menjelaskan kurangnya pengembangan penelitian empiris mengenai determinan pengungkapan *intellectual capital*.

Intellectual capital sering didefinisikan sebagai sumber daya pengetahuan dalam bentuk karyawan, pelanggan, proses atau teknologi yang dapat digunakan perusahaan dalam proses penciptaan nilai bagi perusahaan (Bukh *et al.*, 2005). Dalam penelitian Bukh *et al.* (2005) menggunakan indeks pengungkapan *intellectual capital* yang dikembangkan dari indeks penelitian sebelumnya oleh Chow dan Wong-Boren (1987). Indeks pengungkapan tersebut dari 78 item yang membagi *intellectual capital* menjadi 6 komponen, yaitu: karyawan, pelanggan, teknologi informasi, proses, riset dan pengembangan (R&D), serta pernyataan strategis.

Asimetri Informasi, Underpricing, dan Pengungkapan

Informasi yang relevan dengan *intellectual capital* merupakan aspek penting dari proses pelaporan karena melengkapi pengungkapan keuangan konvensional dalam ekonomi baru. Ini menggambarkan aset tersembunyi dari sebuah perusahaan terutama dalam penawaran umum perdana (IPO) pengaturan di mana asimetri informasi yang tinggi ada (See dan Rashid, 2011). Sebagian besar model *underpricing* yang telah ada bergantung pada konsep asimetri informasi (Ritter dan Welch, 2002).

Karena informasi yang diperoleh secara rahasia memerlukan biaya mahal, penerbit perlu untuk mengkompensasi investor dengan menerbitkan ekuitas pada harga diskon. Dengan demikian, emiten memperoleh hasil yang lebih rendah dengan biaya modal yang lebih tinggi (Gongmeng *et al.* dalam Ardianto, 2011). *Underpricing*, sebagai kenaikan biaya modal secara langsung, dianggap sebagai fungsi dari asimetri informasi (Singh dan Van der Zahn, 2008 dalam See dan Rashid, 2011). Ritter dan Welch (2002), menyatakan bahwa “teori *underpricing* berdasarkan

asimetri informasi memperlihatkan prediksi bahwa *underpricing* secara positif berhubungan dengan tingkat asimetri informasi”.

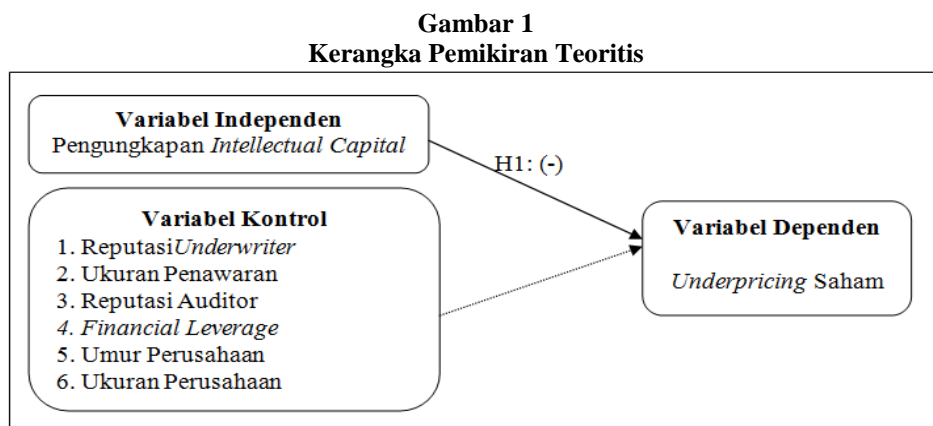
Prospektus IPO

Prospektus merupakan dokumen pengungkapan rinci yang disiapkan sesuai dengan persyaratan yang ditetapkan oleh bursa efek setiap kali sebuah perusahaan berencana menerbitkan efek kepada publik (See dan Rashid, 2011). Prospektus IPO telah disarankan sebagai “*role model*” dalam pelaporan di masa depan karena perusahaan biasanya lebih terbuka dan berorientasi pada masa depan di dalam pelaporan IPO (Cumby dan Conrad dalam Bukh *et al.*, 2005).

Pada saat melakukan pernyataan pendaftaran untuk *go public*, perusahaan menerbitkan prospektus IPO dengan tujuan untuk memasarkan saham perusahaan kepada investor. Sehingga, prospektus IPO menyajikan pemahaman yang lebih dalam tipe informasi yang dipilih perusahaan dan penasihatnya (*underwriter*) untuk menyajikan perusahaan dalam hubungannya dengan investor dan analis.

Kerangka Pemikiran Teoritis

Kerangka pemikiran teoritis penelitian ini ditunjukkan pada Gambar 1 sebagai berikut:



Pengaruh Pengungkapan *Intellectual Capital* Terhadap *Underpricing Saham*

Berdasarkan kerangka teori *signalling*, biasanya penerbit dan *underwriter* sengaja akan menurunkan harga penawaran saham perdana dengan tujuan untuk mengkompensasi investor atas adanya asimetri informasi yang terjadi. Dengan demikian, pada saat IPO emiten akan “meninggalkan uang yang lebih banyak di atas meja”. Oleh karena itu, tingkat *underpricing* dapat dianggap juga sebagai salah satu proksi *cost of capital* yang harus dikeluarkan oleh perusahaan pada saat IPO (Singh dan Van der Zahn, 2007 dalam Ardhiyanto, 2011).

Peningkatan pengungkapan informasi keuangan dan non-keuangan dalam prospektus dianggap sebagai mekanisme potensial untuk mengurangi asimetri informasi yang terjadi pada saat IPO. Pelaporan informasi secara lebih untuk mengurangi asimetri informasi dianggap paling efektif jika pengungkapan tambahan berkaitan dengan topik yang secara eksplisit berkontribusi terhadap kesenjangan informasi (*information gap*) antara emiten dan investor.

Informasi tentang *intellectual capital* merupakan salah satu informasi non-keuangan yang dapat menunjukkan kekayaan perusahaan yang sebenarnya yang dianggap sebagai penggerak nilai bagi perusahaan pada masa depan (Bontis, 2001; Singh dan Van der Zahn, 2007 dalam Ardhiyanto, 2011). Dalam kerangka teori *signalling*, penerbit mengharapkan pengungkapan informasi *intellectual capital* dapat mengurangi asimetri informasi dan dapat dijadikan signal mengenai kualitas perusahaan (Karlis, 2000). Jika investor dapat menginterpretasikan dengan baik signal tersebut, maka investor dapat memperoleh informasi lebih banyak dan menilai perusahaan dengan lebih baik, maka tingkat *underpricing* yang terjadi lebih rendah.

H_1 : Pengungkapan *intellectual capital* dalam prospektus IPO berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

UNDERPRICING SAHAM

Pada penelitian ini *underpricing* saham yang terjadi pada saat hari pertama *listing* digunakan sebagai variabel dependen. *Underpricing* yang merupakan kondisi di mana harga saham pada penawaran perdana lebih rendah dibandingkan harga saham penutupan pada hari pertama *listing*. *Underpricing* saham dapat diukur dengan menghitung selisih antara penutupan harga saham pada hari pertama *listing* (*closing price*) dengan harga penawaran perdana (*offering price*) dan dinyatakan sebagai persentase terhadap *offering price* (Singh dan Van der Zahn, 2007 dalam Ardhiyanto, 2011)

PENGUNGKAPAN *INTELLECTUAL CAPITAL*

Variabel independen dalam penelitian ini adalah pengungkapan *intellectual capital*. Penentuan persentase pengungkapan *intellectual capital* dalam prospektus IPO pada penelitian ini menggunakan *content analysis*. *Content analysis* dilakukan dengan membaca laporan prospektus setiap perusahaan sampel dan memberi kode informasi yang terkandung di dalamnya menurut *framework intellectual capital* yang dipilih. Kode yang diberikan menggunakan kode dikotomi yang tidak mempertimbangkan bobot masing-masing yaitu memberi skor 1 jika atribut *intellectual capital* diungkapkan, dan skor 0 jika atribut *intellectual capital* tidak diungkapkan.

Pengungkapan *intellectual capital* dalam penelitian ini menggunakan indeks pengungkapan yang digunakan dalam penelitian Bukh *et al.* (2005). Indeks pengungkapan dihitung dengan membandingkan jumlah atribut *intellectual capital* yang diungkapkan perusahaan dalam prospektus dengan jumlah atribut *intellectual capital* yang seharusnya diungkapkan oleh perusahaan. Jumlah atribut *intellectual capital disclosure* (ICD) yang diharapkan diungkapkan dalam penelitian ini adalah 78 item

REPUTASI *UNDERWRITER*

Pengukuran reputasi *underwriter* dilakukan dengan memberi nilai 1 untuk *underwriter* yang masuk *top 10* dalam *50 most active IDX members in total trading frequency*, sedangkan untuk *underwriter* yang tidak masuk *top 10* diberi nilai 0. Data reputasi *underwriter* tiap tahun diperoleh dari *IDX Fact Book*. *Underwriter* yang masuk *top 10* dalam *50 most active IDX members in total trading frequency* menunjukkan *underwriter* tersebut merupakan *underwriter* yang aktif dalam perdagangan. Oleh sebab itu, *underwriter* yang masuk *top 10* dalam *50 most active IDX members in total trading frequency* diyakini memiliki reputasi yang baik.

UKURAN PENAWARAN

Dalam penelitian ini ukuran penawaran diukur dengan menggunakan logaritma natural (\ln) dari total bersih pemasukan dana yang didapatkan oleh penerbit dari aktivitas IPO (Singh dan Van der Zahn, 2007 dalam Ardhiyanto 2011).

REPUTASI AUDITOR

Variabel reputasi auditor merupakan variabel *dummy*. Variabel ini ditentukan dengan menggunakan skala 1 untuk KAP yang *prestigious* (*Big Four*) dan 0 untuk KAP yang *non prestigious*. KAP yang termasuk anggota *Big Four* (*prestigious*) adalah PricewaterhouseCoopers, Ernst&Young, Deloitte, dan KPMG.

FINANCIAL LEVERAGE

Variabel ini diukur dengan membandingkan total hutang dengan total aktiva penerbit yang terdapat dalam prospektus untuk periode akuntansi sebelum IPO (Singh dan Van der Zahn, 2007 dalam Ardhiyanto, 2011).

UMUR PERUSAHAAN

Umur perusahaan dihitung berdasarkan logaritma natural dari jumlah hari sejak berdirinya perusahaan sampai dengan perusahaan melakukan penawaran saham perdana (Singh dan Van der Zahn, 2007, dalam Ardhiyanto, 2011; See dan Rashid, 2011).

UKURAN PERUSAHAAN

Ukuran perusahaan merupakan gambaran besar kecilnya perusahaan. Beberapa penelitian menggunakan total aset dan total penjualan untuk mengukur ukuran perusahaan. Penelitian ini melihat ukuran perusahaan dengan menghitung logaritma natural total aset tahun terakhir sebelum perusahaan tersebut listing (Ardiansyah, 2004 dalam Hapsari, 2012).

Ukuran perusahaan dapat dijadikan sebagai proksi ketidakpastian. Perusahaan berskala besar umumnya lebih dikenal oleh investor dan masyarakat. Selain itu, lebih mudah untuk mendapatkan informasi mengenai perusahaan yang ukurannya besar dibandingkan perusahaan yang ukurannya kecil. Kemudahan mendapatkan informasi akan meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi faktor ketidakpastian dan asimetri informasi, yang berarti tingkat *underpricing* saham semakin kecil.

Metode Analisis

Uji Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini digunakan untuk mengetahui tingkat pengungkapan *intellectual capital* dalam prospektus perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia. Dalam penelitian ini pengukuran yang digunakan adalah minimum, maksimum, *mean*, dan standar deviasi.

Uji Asumsi Klasik

Penelitian ini juga menguji asumsi klasik yang melekat pada persamaan model regresi sehingga data-data yang digunakan dalam pengujian hipotesis bebas dari asumsi klasik (Ghozali, 2007).

UJI NORMALITAS

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel dependen dan variabel independen keduanya memiliki distribusi normal. Model regresi yang baik memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk menguji normalitas pada penelitian ini digunakan *normal probability plot* dan uji Kolmogorov-Smirnov.

Normal probability plot membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal dan plotting data residual akan dibandingkan dengan garis diagonal. Jika distribusi data residual normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya (Ghozali, 2007). Uji K-S digunakan dalam penelitian ini karena uji ini dapat secara langsung menyimpulkan apakah data yang ada terdistribusi normal secara statistik atau tidak.

UJI MULTIKOLINIERITAS

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan korelasi antara variabel independen. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antara variabel independen (Ghozali, 2007). Multikolinieritas dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF), *ergon value*, dan *condition index*. Apabila nilai *tolerance* di atas 10% dan nilai VIF di bawah 10, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi bebas multikolinieritas.

UJI AUTOKORELASI

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain (Ghozali, 2007).

Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi, dilakukan dengan alat analisis Durbin-Watson statis *intellectual capital*. Skala pengujian autokorelasi didasarkan pada nilai table Durbin-Watson, sehingga diketahui nilai d_l dan d_u dengan mencari berdasarkan banyak variabel (k) dan banyak sampel (n).

UJI HETEROSKEDASTISITAS

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual suatu pengamatan ke pengamatan lain. Jika *variance* dari residual suatu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang bebas dari heteroskedastisitas (Ghozali, 2007).

Untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *plots* antara ZPRED (dependen) dan SRESID (residual). Jika terjadi pola tertentu, maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Dan sebaliknya jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Analisis Data

Pengujian hipotesis yang telah disusun dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi. Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah analisis regresi. Analisis regresi dilakukan untuk mengetahui seberapa besar hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen serta untuk mengetahui arah hubungan tersebut (Ghozali, 2007).

Persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut :

$$UDP = \alpha + \beta_1 ICD + \beta_2 UND + \beta_3 LnGRP + \beta_4 AUD + \beta_5 FNL + \beta_6 LnAGE + \beta_7 LnSZE + \varepsilon$$

Keterangan:

UDP	= <i>underpricing</i>
α	= konstanta
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$	= koefisien regresi
ICD	= prosentase pengungkapan <i>intellectual capital</i>
UND	= reputasi <i>underwriter</i>
LnGRP	= logaritma natural ukuran penawaran
AUD	= reputasi auditor
FNL	= prosentase <i>financial leverage</i>
LnAGE	= logaritma natural umur perusahaan
LnSZE	= logaritma natural ukuran perusahaan
E	= residual/kesalahan regresi

Ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dari *goodness of fit*. Secara statistik, setidaknya hal ini dapat diukur dari nilai koefisien determinasi, nilai statistik F, dan nilai statistik t (Ghozali, 2007).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2007 sampai dengan tahun 2012. Selanjutnya dari data perusahaan yang ada tersebut, perusahaan yang memenuhi kriteria dipilih menjadi sampel penelitian, berdasarkan kriteria-kriteria sebagai berikut:

Tabel 1
Kriteria Pemilihan Sampel Penelitian

No.	Kriteria	Jumlah
1.	Perusahaan yang melakukan IPO pada periode 2007-2012	125
2.	Perusahaan yang mengalami <i>overpricing</i> pada periode 2007-2012	(25)
3.	Perusahaan yang datanya tidak lengkap pada periode 2007-2012	(7)
Total Sampel		93
Data <i>outlier</i>		(2)
Total sampel selama periode penelitian		91

Sumber: data sekunder yang diolah, 2013

Tabel 2
Distribusi Sampel Berdasarkan Tahun

Tahun	Jumlah Perusahaan	Prosentase Sampel
2007	18	19,78%
2008	14	15,38%
2009	7	7,69%
2010	17	18,68%
2011	16	17,58%
2012	19	20,88%
Total	91	100%

Sumber: data sekunder yang diolah, 2013

Statistik Deskriptif

Hasil pengujian statistik deskriptif ditunjukkan dengan menggunakan tabel distribusi frekuensi terdapat pada Tabel 3 berikut:

Tabel 3
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
UDP	91	0,00	0,70	0,3045	0,25011
ICD	91	0,10	0,41	0,2198	0,06975
UND	91	0	1	0,3400	0,47700
LnGRP	91	24,00	30,00	26,4200	1,45900
AUD	91	0	1	0,3200	0,46900
FNL	91	0,03	1,01	0,6063	0,20852
LnAGE	91	6,92	10,20	8,4926	0,73873
LnSZE	91	10,46	17,62	13,8338	1,52683
Valid N (listwise)	91				

Sumber: data sekunder yang telah diolah, 2013

Uji Asumsi Klasik

UJI NORMALITAS

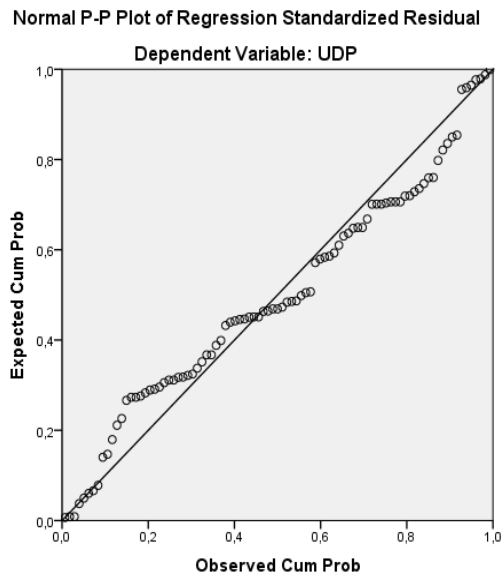
Hasil uji normalitas ditunjukkan pada Tabel 4 dan Gambar 2 berikut:

Tabel 4
Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov

		Unstandardized Residual
N		91
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0E-7
	Std. Deviation	0,11920734
Most Extreme Differences	Absolute	0,115
	Positive	0,099
	Negative	-0,115
Kolmogorov-Smirnov Z		1,098
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,180

Sumber: data sekunder yang telah diolah, 2013

Gambar 2
PP Plot Uji Normalitas Residual



Sumber: data sekunder yang telah diolah, 2013

UJI MULTIKOLONIERITAS

Hasil uji multikolonieritas ditunjukkan oleh Tabel 5 berikut:

Tabel 5
Hasil Uji Multikolonieritas

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
ICD	0,337	2,968
UND	0,860	1,162
1 LnGRP	0,298	3,351
AUD	0,868	1,152
FNL	0,134	7,440
LnAGE	0,113	8,815
LnSZE	0,105	9,525

Sumber: data sekunder yang telah diolah, 2013

UJI AUTOKORELASI

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya) (Ghozali, 2007). Hasil pengujian ada tidaknya autokorelasi harus dilihat nilai uji D-W, yang dapat dilihat pada Tabel 6.

Tabel 6
Hasil Uji Autokorelasi

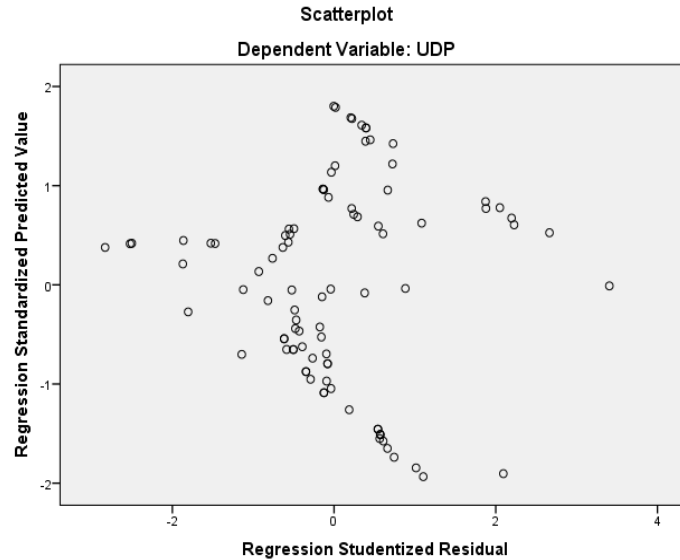
Model	Durbin-Watson
1	2,156

Sumber: data sekunder yang telah diolah, 2013

UJI HETEROKEDASTISITAS

Uji heterokedastisitas dapat dilakukan dengan melihat grafik plot antara ZPRED (nilai prediksi) dengan SRESID (nilai residual) pada Gambar 3.

Gambar 3
Hasil Uji Heterokedastisitas - Scatterplot



Sumber: data sekunder yang telah diolah, 2013

Pembahasan Hasil Penelitian

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Tujuan dilakukan uji koefisien determinasi adalah untuk mengukur seberapa jauh kemampuan variabel independen dalam menerangkan variabel dependen. Hasil pengujian koefisien determinasi dapat dilihat pada tabel 7.

Tabel 7
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,879 ^a	0,773	0,754	0,12413	2,156

Sumber: data sekunder yang telah diolah, 2013

Dari tabel 8 di atas dapat dilihat nilai *adjust R square* sebesar 0,754. Hal ini dapat diartikan bahwa variabel *underpricing* dapat dijelaskan oleh variabel pengungkapan *intellectual capital*, reputasi *underwriter*, ukuran penawaran, reputasi auditor, *financial leverage*, umur perusahaan, dan ukuran perusahaan sebesar 75,4%. Sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model sebesar 24,6%.

Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Pada dasarnya uji statistik F berfungsi untuk menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen (Ghozali, 2007). Hasil pengujian uji statistik F dapat dilihat pada tabel 8 berikut:

Tabel 8
Hasil Uji Statistik F

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4,351	7	0,622	40,338	0,002 ^b
	Residual	1,279	83	0,015		
	Total	5,630	90			

Sumber: data sekunder yang telah diolah, 2013

Dari hasil uji ANOVA atau uji F diatas didapat nilai F hitung sebesar 40,338 dengan probabilitas 0,002. Dikarenakan probabilitasnya lebih kecil dari 0,05 dan nilai F lebih besar dari 2,11; maka hal tersebut menunjukkan bahwa variabel independen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Dari hasil uji tersebut dapat disimpulkan bahwa model regresi fit dan dapat diolah lebih lanjut.

Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Pada dasarnya uji statistik t digunakan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh variabel-variabel independen secara individual dalam menerangkan variabel dependen. Hasil uji statistik t dapat dilihat pada tabel 9.

Tabel 9
Hasil Uji Statistik t

Model	Unstandardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error		
(Constant)	0,266	0,478	0,557	0,049
ICD	-0,508	0,164	-3,095	0,003
UND	-0,008	0,026	-0,308	0,759
1 LnGRP	0,011	0,008	1,302	0,197
AUD	-0,030	0,025	-1,211	0,029
FNL	-0,761	0,186	-4,099	0,000
LnAGE	-0,156	0,081	-1,919	0,004
LnSZE	-0,064	0,020	-3,157	0,002

Sumber: data sekunder yang telah diolah, 2013

Dari hasil uji statistik t pada tabel 9 diatas menunjukkan bahwa dari 7 variabel yang dimasukkan dalam model regresi hanya 2 yang tidak mempengaruhi *underpricing* saham yakni reputasi *underwriter* (UND) dan ukuran penawaran (LnGRP) dengan nilai probabilitas signifikan sebesar 0,759 dan 0,197 (*sig* >0,05). Sedangkan 5 variabel lain, yakni pengungkapan *intellectual capital* (ICD), reputasi auditor (AUD), *financial leverage* (FNL), umur perusahaan (LnAGE) dan ukuran perusahaan (LnSZE) signifikan pada tingkat 0,05 sehingga mempengaruhi tingkat *underpricing*. Hal ini dapat dilihat pada nilai probabilitas signifikan (*sig*) ICD sebesar 0,003 (*sig* <0,05); AUD sebesar 0,029 (*sig* <0,05); FNL sebesar 0,000 (*sig* <0,05); LnAGE sebesar 0,004 (*sig* <0,05); dan LnSZE 0,002 (*sig* <0,05). Oleh sebab itu dapat disimpulkan bahwa *underpricing* saham telah dipengaruhi oleh variabel pengungkapan *intellectual capital*, reputasi auditor, *financial leverage*, umur perusahaan, dan ukuran perusahaan.

Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa hipotesis diterima. Penerimaan hipotesis menunjukkan bahwa variabel pengungkapan *intellectual capital* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* saham dengan nilai probabilitas signifikansi (*sig*) sebesar 0,003 (*sig* <0,05) dengan arah hubungan sebesar -0,508. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Singh dan Van der Zahn (2007), dalam Ardhiyanto (2011) bahwa pengungkapan *intellectual capital* berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*. Penelitian Ardhiyanto (2011) juga menunjukkan hasil yang tidak sejalan dengan hasil penelitian ini. Ardhiyanto (2011) dalam penelitiannya membuktikan bahwa pengungkapan *intellectual capital* berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*. Meskipun terdapat beberapa hasil penelitian yang tidak sejalan dengan penelitian ini, akan tetapi hasil penelitian ini sejalan dengan teori *signalling* yang dikemukakan oleh Lelan dan Tyle pada tahun 1977 dimana perusahaan dapat memberikan signal melalui nilai perusahaan kepada pihak luar dengan menahan beberapa sahamnya (Karlis, 2000). Teori ini menegaskan bahwa perusahaan berusaha menurunkan nilai penerbitan untuk menarik perhatian dari kenaikan harga saham pada hari pertama *listing*.

Reputasi *underwriter* menunjukkan pengaruh negatif terhadap *underpricing* saham. Pengaruh negatif dan tidak signifikan ditunjukkan oleh hasil penelitian ini. Hal ini sejalan dengan

penelitian See dan Rashid (2011) yang menunjukkan adanya pengaruh negatif reputasi *underwriter* terhadap *underpricing* saham. Hasil ini dapat dijelaskan dengan menggunakan teori *signalling* bahwa mekanisme *signalling* yang diberikan oleh penerbit kepada investor dilakukan melalui *underwriter* (Karlis, 2000). *Underwriter* merupakan agen bagi penerbit dalam melakukan pengungkapan informasi melalui prospektus, pengungkapan tersebut merupakan signal yang ditujukan kepada investor sehingga reputasi *underwriter* berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* saham. Penjelasan atas hubungan negatif ini yaitu bahwa semakin baik reputasi *underwriter* yang menangani IPO maka semakin baik pula pengungkapan yang dilakukan perusahaan sehingga dapat mengurangi asimetri informasi yang mungkin terjadi antara investor dan emiten (Diamond dan Verrecchia, 1991). Oleh karena itu, perusahaan dapat mengurangi risiko terjadinya *underpricing*.

Ukuran penawaran (LnGRP) menunjukkan pengaruh positif terhadap *underpricing* saham. Pengaruh positif ini dapat ditunjukkan dari hasil penelitian ini. Hal ini sejalan dengan penelitian Ardianto (2011) yang menunjukkan adanya pengaruh positif ukuran penawaran terhadap *underpricing* saham. Variabel kontrol ukuran penawaran (LnGP) menunjukkan hubungan positif. Adanya hubungan positif menunjukkan semakin besar nilai penawaran saham perusahaan maka semakin tinggi *underpricing* saham. Hal ini dapat disebabkan karena adanya tingkat asimetri informasi pada *uninformed investor* yang tinggi pada penawaran perdana dalam jumlah besar (Bukh *et al.*, 2005). Hal ini yang menyebabkan tingginya *underpricing* saham.

Hasil uji regresi menunjukkan bahwa variabel kontrol reputasi auditor (AUD) berpengaruh negatif terhadap *underpricing* saham. Hal ini dapat dijelaskan dengan menggunakan teori *signalling* bahwa mekanisme *signalling* yang diberikan oleh penerbit kepada investor dilakukan melalui auditor (Karlis, 2000). Reputasi auditor menentukan kualitas audit laporan keuangan penerbit, dalam mekanisme *signalling* hal ini merupakan informational dan *insurance signalling* yang diberikan penerbit kepada investor (Karlis, 2000). Penjelasan atas hubungan negatif ini yaitu bahwa semakin baik reputasi auditor yang menangani IPO maka semakin baik pula pengungkapan yang dilakukan perusahaan sehingga dapat mengurangi asimetri informasi yang mungkin terjadi antara investor dan emiten (Diamond dan Verrecchia, 1991). Oleh karena itu, perusahaan dapat memperoleh pendanaan yang maksimal dari penerbitan saham dan mengurangi risiko terjadinya *underpricing* saham.

Variabel kontrol *financial leverage* (FNL) menunjukkan pengaruh negatif terhadap *underpricing* saham. Perusahaan dengan *financial leverage* yang tinggi cenderung mengeluarkan biaya yang jauh lebih tinggi (Jensen & Meckling, 1976 dalam See dan Rashid, 2011). Oleh karena itu, manajer perusahaan dengan *financial leverage* yang tinggi bisa mencoba untuk mengurangi biaya dengan memberikan informasi lebih lanjut secara sukarela dalam prospektus IPO sebagai signal dari struktur keuangan yang menguntungkan mereka (Ahmed dan Curtis, 1999 dalam See dan Rashid, 2011). Sebuah pembenaran untuk hasil penelitian ini adalah bahwa sebagian besar perusahaan IPO dikenakan biaya primer yang cukup besar selama *start-up*, yang pada akhirnya, menjadikan untuk mengecilkan aset dan pendapatan. Akibatnya, perusahaan akan termotivasi untuk menggunakan pengungkapan *intellectual capital* sebagai alat untuk peringatan strategis, untuk mengurangi *underpricing* saham. Oleh sebab itu, *financial leverage* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* saham.

Variabel kontrol umur perusahaan (LnAGE) menunjukkan pengaruh negatif terhadap *underpricing* saham. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Singh dan Van der Zahn (2007) serta penelitian Beatty dan Ritter (1986) sebagaimana diungkapkan oleh Ardianto (2011). Beatty dan Ritter, 1986 (dalam Ritter dan Welch, 2002) menjelaskan bahwa perusahaan yang lebih lama berdiri cenderung akan melakukan pengungkapan sukarela yang lebih luas dalam prospektus IPO sehingga akan menghasilkan *underpricing* saham yang lebih rendah.

Variabel kontrol ukuran perusahaan (LnSZE) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *underpricing* saham. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian White *et al.*, (2010). Selain itu, hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Verrecchia (1983) yang membuktikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap pengungkapan *intellectual capital* sehingga dapat mengurangi *underpricing* saham. Verrecchia, 1983 (dalam White *et al.*, 2010) juga mengusulkan bahwa pengungkapan sukarela tergantung pada biaya yang relatif terkait dengan ukuran perusahaan. Proposisi ini dikenal sebagai biaya argumen

pengungkapan. Teori ini menunjukkan bahwa pengungkapan sukarela dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, sebagai perusahaan besar mengeluarkan biaya untuk pemberian informasi lebih rendah (Meek, Roberts & Gray 1995). Hal ini dikarenakan perusahaan dengan ukuran lebih besar memiliki tata kelola perusahaan yang baik, sehingga menunjang pengungkapan *intellectual capital* sehingga menghasilkan *underpricing* saham yang rendah.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data pada bab sebelumnya, maka dapat diambil kesimpulan bahwa variabel variabel pengungkapan *intellectual capital* berpengaruh negatif signifikan terhadap *underpricing* saham. Hubungan negatif antara pengungkapan *intellectual capital* terhadap tingkat *underpricing* ini konsisten dengan teori-teori yang telah dijelaskan sebelumnya.

Dari hasil pengujian juga menunjukkan dari enam variabel kontrol yang dimasukkan dalam model regresi, empat variabel berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat *underpricing* yaitu reputasi auditor, *financial leverage*, umur perusahaan dan ukuran perusahaan. Sedangkan dua variabel kontrol lainnya, yakni reputasi *underwriter* dan ukuran penawaran tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

Keterbatasan

Keterbatasan penelitian ini adalah data prospektus perusahaan yang melakukan IPO di BEI tidak lengkap sehingga mempengaruhi jumlah sampel dalam penelitian serta terdapat 2 data yang harus dikeluarkan karena *outlier*, yaitu PT Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk dan PT Skybee Tbk. Selain itu, Penggunaan indeks pengungkapan *intellectual capital* yang karakteristiknya tidak cocok dengan komponen pengungkapan *intellectual capital* yang diungkapkan dalam prospektus perusahaan yang ada di Indonesia.

Saran

Berdasarkan hasil dan kesimpulan yang diperoleh dalam penelitian pengaruh pengungkapan *intellectual capital* dalam prospektus terhadap *underpricing* saham, penulis memberikan saran untuk penelitian selanjutnya dan perusahaan adalah sebaiknya penelitian selanjutnya dapat menambah, mengurangi atau mengganti variabel kontrol selain yang ada dalam penelitian ini sehingga dapat menjelaskan *underpricing* secara lebih baik. Penelitian selanjutnya juga dapat menggunakan indeks pengungkapan *intellectual capital* selain yang digunakan dalam penelitian ini. Pada penelitian selanjutnya dapat juga mengembangkan sendiri indeks pengungkapan *intellectual capital* yang sesuai dengan karakteristik komponen pengungkapan *intellectual capital* pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Selain itu, perusahaan sebaiknya memperhatikan pengungkapan *intellectual capital*, terutama saat *initial public offering*, karena telah dibuktikan dalam penelitian ini bahwa pengungkapan *intellectual capital* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* saham.

REFERENSI

- Ardhianto, Andreas. 2011. "Pengaruh Pengungkapan Intellectual Capital Dalam Prospektus Terhadap Tingkat Underpricing pada First Day Listing." Skripsi Tidak Dipublikasikan, Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang.
- Bontis, Nick. 2001. "Assessing Knowledge Assets: A Review of the Models Used to Measure Intellectual Capital." *International Journal of Management Reviews*, Vol. 3, No. 1, h. 41-60.

Bukh, Per Nikolaj, Christian Nielsen, Peter Gormsen, dan Jan Mouritsen. 2005. “*Disclosure of Information on Intellectual Capital in Danish IPO Prospectuses.*” *Accounting, Auditing, and Accountability Journal*, Vol. 18, No.6, h. 713-732.

Diamond, Douglas W. Dan Robert E. Verrecchia. 1991. “*Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital.*” *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 4, h. 1325-1359.

Ghozali, Imam. 2007. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Hapsari, Venantia Anitya. 2012. “*Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham pada Penawaran Umum Perdana di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2010 (Studi Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI Tahun 2008 – 2010).*” Skripsi Tidak Dipublikasikan. Universitas Diponegoro Semarang

Karlis, Peter L. 2000. “*IPO Underpricing.*” *Journal of Park Place Economist*, Vol.8, h 81-89.

PSAK

Puspita, Tifani. 2011. “*Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing Saham pada saat Initial Public Offering (IPO) di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2009.*” Skripsi Tidak Dipublikasikan. Fakultas Ekonomika dan Bisnis. Universitas Diponegoro, Semarang.

Ritter, Jay dan Ivo Welch. 2002. “*A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations.*” *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 4.

See, Kok Fong, dan Azwan Abdul Rashid. 2011. “*Determinants of Non-Disclosure in Malaysian IPO Prospectus.*” *Journal of Economics and Finance*, Vol. 3 No5, h.45-53.

Susilo, Lora Anjis. 2012. “*Analisis Pengaruh Pengungkapan Intellectual Capital Terhadap Abnormal Return Saham (Studi Pada Perusahaan Non-Keluangan yang Terdaftar di BEI).*” Skripsi Tidak Dipublikasikan. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi (STIE) Asia. Malang.

White, Gregory, Aline Lee, dan Yuni Yuningsih. 2010. “*The Nature and Extent of Voluntary Intellectual Capital Disclosure by Australian and UK Biotechnology Companies.*” *Journal of Business Studies*. Vol.1,No.1, h.1-30.

Wulandari, Lucia Deshynta Ratna. 2012. “*Pengaruh Pengungkapan Intellectual Capital pada Prospektus terhadap Tingkat Underpricing (Studi Empiris pada Perusahaan yang Melakukan Initial Public Offering di Bursa Efek Indonesia).*” Skripsi Tidak Dipublikasikan. Fakultas Ekonomi. Universitas Atmajaya Yogyakarta