

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH  
TERHADAP TINGKAT UNDERPRICED  
PADA PENAWARAN PERDANA  
Di Bursa Efek Jakarta**

**Siti Nurhidayati Nur Indriantoro**

Universitas Gadjah Mada

**ABSTRAK**

*Penelitian ini menguji hipotesis yang dikembangkan dalam konteks asimetri informasi di antara para pelaku pasar modal di pasar modal Indonesia. Hipotesis yang diajukan dalam penelitian adalah adanya pengaruh auditor, underwiter, persentase saham yang ditahan oleh pemegang saham lama, umur perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap tingkat underpriced. Hasil dari penelitian terhadap perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO dalam periode 1995-1996 tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan faktor-faktor di atas terhadap tingkat underpriced.*

**PENDAHULUAN**

Penelitian dari Husnan (1996) menunjukkan bahwa IPO pada perusahaan-perusahaan privat maupun pada perusahaan milik negara (BUMN) biasanya mengalami *underpriced*. Beberapa peneliti menjelaskan mengapa harga pada penawaran perdana lebih rendah dari pada harga pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder. Carter dan Manaster (1990) menjelaskan bahwa *underpriced* adalah hasil dari ketidakpastian harga saham pada pasar sekunder. Peran dari *underwiter* dan auditor dalam mengurangi tingkat ketidakpastian telah diungkapkan oleh Balvers dkk. (1988), Beaty (1989), Carter dan Manaster (1990), Kim dkk. (1993).

Dari sisi emiten kondisi *underpriced* yang tinggi adalah merugikan. *Underpriced* terjadi karena perusahaan dinilai lebih rendah dari kondisi yang sesungguhnya oleh *underwriter* dalam rangka untuk mengurangi tingkat resiko yang

harus ia hadapi karena fungsi penjaminannya<sup>1</sup>. Emiten di lain pihak tidak mengetahui keadaan pasar modal yang sesungguhnya. Dalam hal ini underwriter sebagai pihak yang lebih sering berhubungan dengan pasar modal mempunyai informasi yang lebih banyak mengenai pasar modal bila dibandingkan dengan calon emiten. Adanya asimetri informasi inilah maka harga saham pada penawaran perdana lebih rendah dari pada harga saham di pasar sekunder. Jadi, underwiter menggunakan ketidaktahuan emiten mengenai pasar modal untuk mengurangi resiko yang harus ditanggungnya apabila saham yang dia jamin di pasar perdana tidak laku maka *underwriter* harus membeli sisa saham tersebut sebesar harga penawaran dikalikan dengan sisa saham yang tidak laku terjual.

Studi ini bertujuan untuk meneliti faktor-faktor yang berpengaruh terhadap tinggi rendahnya tingkat *underpriced* dari perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO. Ada beberapa faktor yang dikemukakan dalam penelitian ini sebagai faktor yang berpengaruh, yaitu:

1. Auditor
2. Underwriter
3. Persentase saham yang ditahan oleh pemegang saham lama
4. Umur perusahaan
5. Ukuran perusahaan

### **Hubungan Antara Auditor, Underwriter, Kondisi Ketidakpastian, Dan Tingkat *Underpriced***

Salah satu persyaratan yang diharuskan oleh BEJ untuk dipenuhi oleh perusahaan yang akan go publik adalah laporan keuangan perusahaan calon emiten harus wajar tanpa syarat. Oleh karena itu maka auditor sebagai pemeriksa laporan keuangan mempunyai peran yang besar bagi perusahaan calon emiten untuk menentukan bisa atau tidaknya listing di pasar modal.

Seperti telah dijelaskan di atas bahwa harga saham pada penawaran perdana biasanya *underpriced*, maka perusahaan calon emiten berusaha untuk meminimalkan

---

<sup>1</sup> Ada 4 macam tipe penjaminan yaitu *Full Commitment*, *Best Effort*, *Standby Commitment* dan *All or None Commitment*. Bagi *underwriter* tipe penjaminan yang berresiko tinggi adalah tipe penjaminan secara *Full Commitment*. Tipe penjaminan yang terjadi di Indonesia adalah tipe penjaminan secara *Full Commitment*.

tingkat *underpriced* tersebut dengan menggunakan auditor yang mempunyai reputasi. Hasil penelitian dari Carpenter dan Strawser (1977) menggambarkan hasil survey terhadap anggota AICPA berkaitan dengan penggantian auditor lokal menjadi auditor yang berskala regional dan nasional, sebagai berikut:

*"almost universally, the reason expressed (for the change in auditors) was the underwriter informed the client that a nationally known firm was necessary to sell their offering at the highest possible price "*

Berdasar pada penelitian Carpenter dan Strawser maka dengan menyewa auditor yang mempunyai reputasi tinggi<sup>2</sup> akan memberikan harga penawaran paling tinggi<sup>2</sup>. Bila harga penawaran tinggi maka tingkat *underpriced* emiten akan semakin rendah.

Dalam konteks asimetri informasi di antara emiten dan investor, menggunakan adviser yang profesional (yaitu auditor dan underwriter yang berreputasi tinggi) sebagai tanda atau penunjuk kualitas dari perusahaan emiten (Holland dan Horton, 1993). Holland dan Horton dalam penelitiannya juga menyebutkan bahwa status adviser yang profesional dapat mempengaruhi tingkat discount dalam dua cara. Pertama, adviser yang berkualitas tinggi akan mengurangi kesempatan emiten untuk berlaku curang dalam menyajikan informasi yang tidak akurat ke pasar. Pengorbanan manajer ini oleh pasar diinterpretasikan investor sebagai penunjuk bahwa emiten mempunyai informasi yang tidak menyesatkan mengenai prospek emiten di masa mendatang. Kedua, adviser yang berkualitas tinggi pada umumnya mempunyai pengalaman yang lebih banyak sehingga dapat meramalkan harga pasar lebih akurat dari pada adviser yang belum banyak pengalaman.

Underwriter sebagai pihak luar yang menjembatani kepentingan emiten dan investor diduga berpengaruh terhadap tinggi rendahnya tingkat *underpriced*. Berhubung penentuan harga perdana saham ditentukan oleh emiten dan underwriter sebagai penjamin emisi, sudah selayaknya kalau underwriter tersebut mempunyai

---

<sup>2</sup> Dalam penelitian ini penentuan auditor yang punya reputasi tinggi dan reputasi rendah adalah berdasar pada pangsa pasar dan jumlah klien. Dalam makalahnya Hasan Zein Mahmud pada Konvensi Nasional Akuntansi III Ikatan Akuntan Indonesia di Semarang tanggal 12 September 1996 dan di harian Kompas tanggal 30 Desember 1996 disebutkan bahwa tiga besar perusahaan KAP menguasai lebih dari 89% pangsa pasar. Tiga besar tersebut adalah Prasetio, Utomo & Co. dengan pangsa 50 %, Hans, Tuannakotta dan Mustofa 28,26% dan Hanadi Sudjendro & Co. 10,87%. Dengan demikian tiga besar KAP tersebut dalam penelitian ini digolongkan sebagai KAP yang mempunyai reputasi tinggi, sedangkan KAP-KAP lain selain tiga besar yang berkiprah di pasar modal digolongkan sebagai KAP yang mempunyai reputasi rendah.

peran yang besar dalam menentukan harga perdana saham. Carter dan Manaster (1990), Kim dkk. (1993) menyatakan bahwa emiten yang menggunakan underwriter yang berkualitas akan mengurangi tingkat ketidakpastian yang tidak dapat diungkapkan oleh informasi yang terdapat dalam prospektus dan menandai bahwa informasi privat dari emiten mengenai prospek perusahaan di masa mendatang tidak menyesatkan.

Berkaitan dengan faktor ketidakpastian yang akan dihadapi oleh calon investor maka variabel yang akan digunakan sebagai proksi dari faktor ketidakpastian adalah proporsi saham yang ditahan oleh pemegang saham lama, umur klien, dan ukuran perusahaan klien. Faktor-faktor tersebut mempunyai hubungan yang erat dengan banyak sedikitnya informasi yang diperoleh calon investor. Dalam rangka pengambilan keputusan, calon investor memerlukan banyak informasi guna mempertimbangkan membeli atau tidak saham yang ditawarkan. Semakin besar faktor ketidakpastian yang dihadapi oleh investor maka semakin tinggi tingkat *underpriced* yang diharapkan oleh investor.

Leland dan Pyle (1977) menjelaskan bahwa proporsi dari saham yang ditahan oleh pemegang saham lama dapat menandai informasi dari emiten ke calon investor. Semakin besar proporsi saham yang ditahan oleh pemegang saham lama semakin banyak informasi privat yang dimiliki oleh pemegang saham lama. Untuk memperoleh informasi privat ini investor harus mengeluarkan biaya guna pengambilan keputusan apakah akan membeli saham atau tidak. Adanya pengeluaran biaya oleh investor ini maka sebagai kompensasinya investor mengharapkan *initial return*<sup>3</sup> yang tinggi. *Initial return* yang tinggi yang diterima oleh investor berarti terjadinya *underpriced* yang tinggi yang harus ditanggung oleh emiten. Dengan demikian semakin besar proporsi saham yang ditahan pemegang saham lama maka semakin tinggi tingkat *underpriced*.

Umur perusahaan klien juga menunjukkan informasi yang dapat diperoleh calon investor. Dalam kondisi normal, perusahaan yang telah lama berdiri akan mempunyai publikasi perusahaan lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan yang masih baru. Dengan demikian calon investor tidak perlu mengeluarkan biaya

---

<sup>3</sup> Initial return adalah return awal yang diterima oleh investor. Initial return dihitung sebagai selisih dari harga perdagangan pada pasar sekunder dikurangi dengan harga penawaran.

yang lebih banyak untuk memperoleh informasi dari perusahaan yang melakukan IPO tersebut. Jadi perusahaan yang telah lama berdiri mempunyai tingkat *underpriced* yang lebih rendah dari pada perusahaan yang masih baru.

Ukuran perusahaan dijadikan proksi tingkat ketidakpastian, karena perusahaan yang berskala besar umumnya lebih dikenal oleh masyarakat dari pada perusahaan yang berskala kecil. Karena lebih dikenal maka informasi mengenai perusahaan besar lebih banyak dibandingkan perusahaan yang berukuran kecil. Bila informasi yang ada di tangan investor banyak, maka tingkat ketidakpastian investor akan masa depan perusahaan bisa diketahui. Oleh karena itu investor bisa mengambil keputusan lebih tepat bila dibandingkan dengan pengambilan keputusan tanpa informasi. Dengan demikian perusahaan yang berskala besar mempunyai tingkat *underpriced* yang lebih rendah dari pada perusahaan berskala kecil. Sedangkan perusahaan yang berskala kecil penyebaran informasi mengenai perusahaannya ke luar perusahaan belum begitu banyak. Karena untuk mendapatkan informasi ini dengan biaya maka perusahaan berskala kecil mempunyai tingkat *underpriced* yang lebih tinggi.

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah adanya pengaruh yang signifikan dari auditor, reputasi dari underwriter, proporsi saham yang ditahan oleh pemegang saham lama, umur klien, dan ukuran klien terhadap tingkat *underpriced*.

### **Deskripsi Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1995 dan 1996 di BEJ. Semua perusahaan yang listing di BEJ pada tahun 1995 dan 1996 merupakan populasi dalam penelitian ini. Agar diperoleh hasil penelitian yang akurat maka seluruh perusahaan tersebut digunakan tanpa melakukan sampling.

Penelitian ini membatasi periode penelitian yaitu mulai tanggal 1 Januari 1995 sampai dengan 31 Desember 1996. Dari kedua tahun tersebut ada sebanyak 38 perusahaan yang listing, tahun 1995 ada 22 perusahaan dan tahun 1996 sebanyak 16 perusahaan. Tetapi setelah data dikumpulkan hanya ada 34 perusahaan dengan data lengkap.

Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang diperoleh dari Harian Bisnis Indonesia dan Republika. Surat kabar ini dipilih karena

memuat berbagai macam prospektus perusahaan baik yang akan melakukan penawaran perdana maupun *right issue*. Harian ini merupakan harian yang tersebar secara nasional sehingga oleh para calon emiten dijadikan sebagai media penyampai informasi ke berbagai penjuru tanah air secara merata. Data mengenai harga pertama penutupan pada pasar sekunder diperoleh dari Business News.

## **DEFESISI OPERASIONAL VARIABEL**

Berikut ini akan dijelaskan mengenai identifikasi variabel-variabel dalam penelitian ini dan pengukurannya. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *underpriced*, yang dihitung sebagai perbandingan antara selisih harga saham pada hari pertama penutupan pada pasar sekunder dengan harga penawaran dibagi dengan harga penawaran.

Variabel independen dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

### **1. Auditor (AUD).**

Auditor sebagai salah satu profesi penunjang pasar modal berfungsi melakukan pemeriksaan terhadap laporan keuangan perusahaan yang akan melakukan go-publik. Hasil pengujian auditor ini sangat dibutuhkan oleh pihak-pihak yang berkepentingan untuk pengambilan keputusan. Auditor dalam hal ini diklasifikasikan sebagai auditor yang profesional berdasarkan pada jumlah klien go-publik yang pernah ditangani. Auditor yang mempunyai banyak klien berarti auditor tersebut mendapat kepercayaan yang lebih besar dari klien untuk membawa nilai perusahaan klien ke pasar modal.

### **2. Underwriter (UND).**

Hasil penelitian Kim, Krinsky dan Lee (1993) diperoleh kesimpulan yang mendukung penelitian dari Carter dan Manaster (1990) bahwa underwriter yang profesional akan berpengaruh pada rendahnya tingkat *underpriced*.

Pemeringkatan *underwriter* dilakukan berdasar pada pendapatan penjamin emisi. Alasan mengapa pendapatan penjamin emisi dijadikan sebagai dasar penentuan rating adalah sebagai berikut. Pendapatan penjamin emisi menunjukkan:

- Jumlah lembar saham yang dijamin oleh underwriter. Semakin besar tingkat pendapatan yang diterima oleh *underwriter* berarti semakin banyak jumlah

lembar saham yang dijamin. Banyaknya saham yang dijamin oleh *underwriter* menunjukkan adanya kepercayaan yang besar dari emiten kepada *underwriter* tersebut untuk melakukan penjaminan terhadap saham yang ditawarkan emiten kepada investor.

- Banyaknya saham yang dapat dijamin oleh *underwriter* secara tidak langsung menunjukkan asset yang dimiliki oleh *underwriter*. Semakin banyak saham yang dapat dijamin berarti semakin besar kemampuan asset *underwriter*. Besarnya asset yang dimiliki *underwriter* merupakan modal bagi *underwriter* untuk mengukur seberapa besar kemampuannya untuk melakukan penjaminan.
- Ukuran banyaknya klien sengaja tidak dimasukkan sebagai kriteria penentuan rating *underwriter*. Peneliti beranggapan bahwa jumlah klien yang banyak belum tentu menjamin efek dalam jumlah yang banyak pula. Dengan kata lain banyaknya klien tidak mesti mencerminkan banyaknya lembar saham yang dijamin. Bisa jadi jumlah saham yang dijamin dari seorang klien sama jumlahnya dengan saham dari beberapa orang klien.
- Setelah pemeringkatan selesai dilakukan maka *underwriter* yang berada pada peringkat 1 sampai 25 digolongkan sebagai *underwriter* dengan reputasi tinggi. Sedangkan *underwriter* yang berada pada peringkat di atas 25 masuk dalam kategori reputasi rendah. Alasan mengapa diambil peringkat 25 sebagai batas bawah *underwriter* yang berreputasi tinggi dan batas atas *underwriter* yang berreputasi rendah adalah berdasar pada pendapatan penjamin emisi tahun 1995 diperbandingkan dengan peringkat *underwriter* pada tahun sebelumnya dengan dasar pemeringkatan yang sama yaitu pendapatannya. Diperoleh hasil bahwa *underwriter* yang masuk dalam peringkat 25 besar dalam tahun 1995 ternyata masuk pula dalam kategori 25 besar dalam tahun sebelumnya yaitu tahun 1994. Daftar peringkat perusahaan sekuritas penjamin emisi ini diperoleh dari majalah Uang dan Efek bulan November 1996.

Perlu diketahui bahwasanya dalam penjaminan saham ini tidak hanya ada satu *underwriter* saja yang melakukan penjaminan melainkan ada beberapa *underwriter*. Namun demikian *underwriter* ini ada dua jenis, yaitu penjamin utama (pelaksana) dan penjamin peserta. Penelitian ini menggunakan

penjamin pelaksana sebagai penjamin yang diperingkat reputasinya. Hal ini disebabkan penjamin pelaksana mempunyai proporsi penjaminan lebih besar dari pada penjamin peserta. Selain itu penjamin peserta adalah penjamin "anak bawang" karena dia hanya mengikuti begitu saja harga yang telah disepakati penjamin pelaksana dengan emiten.

### **3. Persentase saham yang ditahan pemegang saham lama (PERSEN),**

Persentase saham yang ditahan oleh pemegang saham lama menunjukkan banyak sedikitnya pengungkapan informasi privat perusahaan. Sedikitnya informasi privat perusahaan yang diketahui emiten mengakibatkan emiten menghadapi tingkat ketidakpastian yang tinggi. Demikian pula sebaliknya bila jumlah saham yang ditahan oleh pemegang saham lama sedikit berarti tingkat ketidakpastian emiten akan berkurang. Jadi semakin besar persentase saham yang ditahan oleh pemegang saham lama menunjukkan semakin besar tingkat *underpriced* emiten. Grinblatt dan Hwang(1989) dalam Kim, Krinsky dan Lee (1993) menyatakan bahwa ada hubungan positif antara *underpriced* dengan proporsi kepemilikan pemegang saham lama. Jadi bila proporsi saham pemegang saham lama lebih besar dari pada saham yang ditawarkan di masyarakat maka tingkat *underpricednya* lebih tinggi.

Informasi mengenai jumlah saham yang ditawarkan di masyarakat diperoleh dari prospektus ringkas emiten. Jumlah saham yang ditahan oleh pemegang saham lama dihitung sebagai selisih dari persentase total saham dikurangi dengan jumlah persentase saham yang ditawarkan di masyarakat.

### **4. Umur perusahaan (UMUR)**

Perusahaan yang beroperasi lebih lama kemungkinan besar akan menyediakan publikasi informasi perusahaan lebih luas dan lebih banyak bila dibandingkan dengan perusahaan yang baru saja berdiri. Informasi ini akan bermanfaat untuk investor dalam mengurangi tingkat ketidakpastian perusahaan.

Umur perusahaan dihitung sejak perusahaan tersebut berdiri berdasar akta pendirian sampai dengan saat perusahaan tersebut melakukan penawaran saham. Umur perusahaan ini dihitung dalam skala bulanan. Informasi mengenai tanggal pendirian dan tanggal penawaran diperoleh dari prospektus ringkas.



## 5. Besaran Perusahaan (UKR)

Dalam penelitian ini digunakan total aktiva untuk mengukur besaran perusahaan. Hasil penelitian dari Kim, Krinsky dan Lee (1993) menunjukkan adanya hubungan negatif antara besaran perusahaan dengan tingkat *underpriced*. Ini berarti semakin besar ukuran perusahaan maka tingkat *underpricednya* adalah rendah. Demikian pula sebaliknya perusahaan yang berukuran kecil cenderung lebih tinggi tingkat *underpricednya* daripada perusahaan yang berukuran besar.

Besaran perusahaan dihitung dari log total aktiva perusahaan berdasar laporan keuangan perusahaan klien yang terakhir. Informasi ini peneliti peroleh dari prospektus ringkas perusahaan.

Tabel 1

Iktisar Variabel yang digunakan dalam penelitian

Variabel	Deskripsi	Skala
Auditor	KAP yang mengaudit perusahaan	Dummy variabel
Underwriter	Pihak yang menjadi penjamin emisi saham	Dummy variabel
Persentase saham	Saham yang ditawarkan di masyarakat	Persen
Umur perusahaan	Jumlah tahun sejak perusahaan berdiri sampai dengan perusahaan listing	Bulanan (Log)
Ukuran perusahaan	Jumlah total aktiva tahun terakhir sebelum perusahaan listing	Log total aktiva

### Pengujian Hipotesis

Hipotesis dalam penelitian ini diuji dengan memakai model regresi berganda untuk memperoleh gambaran yang menyeluruh mengenai hubungan antara variabel dependen (*underpriced*) dan variabel independen (auditor, underwriter, persentase saham, umur perusahaan dan ukuran perusahaan).

Untuk mengetahui apakah ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen maka nilai Sig T dibandingkan dengan derajat kepercayaannya. Apabila Sig T lebih besar dari 5% maka  $H_0$  diterima demikian pula sebaliknya jika Sig T lebih kecil dari 5% maka  $H_0$  ditolak. Bila  $H_0$

ditolak ini berarti ada hubungan yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen. Hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen dapat diketahui dari koefisien regresi masing-masing variabel. Apabila koefisien bertanda negatif maka hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen adalah berhubungan terbalik. Sedangkan bila koefisien bertanda positif maka hubungannya adalah searah. Nilai koefisien determinasi  $R^2$  untuk menunjukkan persentase tingkat kebenaran prediksi dari pengujian regresi yang dilakukan.

Pada tahap pengujian statistik ini akan dilakukan pengujian terhadap tiap-tiap variabel independen yang berkaitan pengaruhnya terhadap variabel dependen, dan pengujian dilakukan terhadap pengaruh yang ditimbulkan oleh semua variabel independen secara serentak atas variabel dependen.

Pengujian secara serempak ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah semua variabel independen yang digunakan dalam model regresi secara bersama-sama dapat mempengaruhi variabel dependen, yaitu dengan menggunakan uji F. Cara yang digunakan adalah dengan membandingkan nilai F hitung dengan F tabel pada derajat kebebasan dan tingkat kepercayaan tertentu.

Hipotesis nol yang dikemukakan dalam pengujian ini adalah bahwa semua variabel independen yang dipergunakan dalam model persamaan regresi secara serempak tidak berpengaruh terhadap variabel dependen. Hipotesis ini akan diterima apabila nilai F hitung lebih kecil dan pada F tabel.

Dalam penelitian ini uji F ditujukan untuk melihat pengaruh yang ditimbulkan oleh variabel-variabel *underwriter*, auditor, persentase saham yang ditahan pemegang saham lama, umur perusahaan dan ukuran perusahaan secara serentak terhadap tingkat *underpriced*.

Hasil regresi berganda untuk seluruh variabel mempunyai nilai F hitung 1,10722. Dengan derajat kepercayaan 5% dan derajat kebebasan  $Df_1 = 5$  dan  $Df_2 = 28$  maka dari tabel didapat  $F(5;28;0,05) = 2,53$ . Karena F hitung lebih kecil dari F tabel maka  $H_0$  tidak bisa ditolak. Ini berarti bahwa semua variabel *underwriter*, auditor, persentase saham yang ditahan pemegang saham lama, umur perusahaan dan ukuran perusahaan secara serentak tidak berhasil menunjukkan bahwa variabel-variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpriced*. Dengan

kata lain tidak ada variabel independen yang memberikan kontribusi dalam memprediksi nilai untuk variabel dependen Pengujian terhadap hipotesa koefisien regresi secara parsial ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh dari tiap-tiap variabel independen terhadap variabel dependen, dengan menggunakan uji T.

Hipotesis nol dinyatakan bahwa tiap-tiap variabel independen tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Ho akan diterima apabila Sig T lebih besar dari derajat kepercayaannya dan apabila Sig T lebih kecil dari derajat kepercayaannya maka Ha akan diterima.

Dari pengujian nilai T tersebut dapat dilihat pengaruh dari tiap-tiap variabel independen underwriter, auditor, persentase saham yang ditahan pemegang saham lama, umur perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap tingkat *underpriced*.

Adapun hasil olahan data tersebut dapat dilihat pada tabel 2 berikut ini:

Tabel 2 Hasil regresi berganda

Nama variabel	Koefisien	T	SigT
Aud	0,003	0,023	0,9817
Und	-1,236	-0,245	03893
Persen	-0,002	-0,685	0,8081
Umur	-0,2889	-0,184	0,2465
Ukr	-0,1745	-0,874	0,1031
Constant	1,95	1,812	0,8070

Dari tabel di atas kita dapat melihat nilai Sig T dari masing-masing variabel independen. Nilai Sig T dari hasil perhitungan menunjukkan nilai yang lebih besar dari derajat kepercayaan (5%). Ini berarti hipotesis nol yang dikemukakan tidak bisa ditolak. Dengan kata lain variabel-variabel underwriter, auditor, persentase saham yang ditahan pemegang saham lama, umur perusahaan dan ukuran perusahaan tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpriced*.

### **Analisis Hasil Pengujian Regresi**

Jika dilihat besarnya koefisien determinasi  $R^2$  menunjukkan angka 0,16508 artinya hanya sebesar 16,508 % dari variabel dependen *underpriced* dapat dijelaskan oleh variabel independen underwriter, auditor, persentase saham yang ditawarkan di masyarakat, umur perusahaan serta ukuran perusahaan.

Auditor mempunyai nilai uji T yang tidak signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa penelitian ini tidak berhasil menunjukkan pengaruh yang signifikan variabel auditor terhadap tingkat *underpriced*. Nilai koefisien regresi (P) dari hasil perhitungan koefisien regresi berganda bertanda positif. Artinya perusahaan yang menyewa auditor dengan reputasi tinggi maka *underpriced* akan tinggi. Hasil ini tidak sesuai dengan yang diharapkan, dimana auditor itu seharusnya mempunyai hubungan yang negatif dengan tingkat *underpriced*. Hubungan negatif maksudnya semakin tinggi kualitas auditor semakin rendah tingkat *underpriced* emiten.

Underwriter juga mempunyai Sig T yang lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05. Ini berarti bahwa penelitian ini tidak berhasil menunjukkan hubungan yang signifikan antara underwriter dengan tingkat *underpriced*. Nilai koefisien regresi dari hasil perhitungan regresi berganda mempunyai tanda negatif, artinya kalau underwriternya profesional maka tingkat *underpriced*nya rendah. Hasil ini seperti yang diharapkan, dimana underwriter yang profesional akan berpengaruh terhadap rendahnya tingkat *underpriced*.

Persentase saham yang ditahan pemegang saham lama mempunyai nilai Sig T yang lebih besar dari pada derajat kepercayaannya sehingga variabel ini dapat disimpulkan bahwa persentase saham yang ditahan pemegang saham lama tidak berhasil menunjukkan hubungan yang signifikan terhadap tingkat *underpriced*. Dari hasil perhitungan dengan pengolahan komputer koefisien regresi bertanda negatif. Berarti apabila semakin banyak saham yang ditahan oleh pemegang saham lama maka semakin kecil tingkat *underpriced*nya. Hasil ini tidak sesuai dengan yang diharapkan.

Umur perusahaan mempunyai nilai uji T yang tidak signifikan sehingga disimpulkan tidak berhasil menunjukkan hubungan yang signifikan pengaruh variabel ini terhadap tingkat *underpriced*. Koefisien regresi harus bertanda negatif, untuk menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih lama berdiri mempunyai tingkat

*underpriced* yang rendah. Hasil dari perhitungan regresi berganda koefisien ini bertanda negatif. Ini berarti bahwa perusahaan dengan umur relatif lama maka tingkat *underpriced*nya rendah.

Ukuran perusahaan juga mempunyai uji T yang tidak signifikan terhadap tingkat *underpriced*, berarti penelitian ini tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan variabel ukuran perusahaan terhadap *underpriced*. Hasil perhitungan menunjukkan koefisien regresi bertanda negatif. Ini berarti bila semakin besar perusahaan maka tingkat *underpriced*nya rendah. Hasil ini sesuai dengan yang diharapkan dimana semakin besar ukuran perusahaan maka semakin rendah tingkat *underpriced*nya

## **KESIMPULAN**

Tujuan penelitian ini adalah untuk meneliti faktor-faktor yang berpengaruh terhadap tingkat *underpriced* dari perusahaan-perusahaan yang melakukan go public di BEJ. Dari hasil pengujian yang dilakukan terhadap 34 perusahaan yang melakukan IPO tahun 1995-1996 diperoleh hasil bahwa

- auditor, tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpriced*. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Balvers, McDonald dan Miller (1988), Beaty (1989), Holland dan Horton (1993) yang menunjukkan bahwa emiten yang menyewa auditor yang reputasional akan menunjukkan initial return yang lebih rendah dibandingkan dengan emiten yang tidak menggunakan auditor yang tidak punya nama. Hasil ini menunjukkan bahwa peran auditor dalam pemeriksaan dan pengujian terhadap laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang go-publik belum memberikan keyakinan yang memadai di mata investor.
- Underwriter, tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap *underpriced*. Penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Balvers, McDonald dan Miller (1988), Carter dan Manaster (1990) yang menunjukkan bahwa ada hubungan terbalik antara underwriter yang profesional terhadap initial return. Maksudnya emiten yang menggunakan underwiter yang profesional pada waktu IPO akan memperoleh initial return yang lebih rendah.

- Persentase saham yang ditawarkan di masyarakat tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap *underpriced*.
- Umur perusahaan, tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap *underpriced*.
- Ukuran perusahaan, tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap *underpriced*.

### **Keterbatasan Penelitian**

Penelitian ini mempunyai sejumlah keterbatasan baik dalam pengambilan sampel maupun dalam metodologi yang digunakan. Kelemahan itu antara lain adalah:

1. Terbatasnya jumlah populasi dalam penelitian ini.
2. Pemeringkatan berdasar kualitas (baik terhadap underwriter maupun auditor) tidak bisa secara tepat dan akurat sebagaimana pemeringkatan dengan dasar yang bersifat kuantitatif.
3. Dalam penelitian ini tidak bisa diketahui pengaruh tipe penjaminan terhadap preferensi auditor yang berkredibilitas karena di Indonesia hanya ada satu tipe penjaminan emisi, yaitu full commitment.

### **Implikasi Penelitian**

Berdasar kesimpulan yang diambil dalam penelitian ini, maka diajukan saran sebagai berikut:

- Bagi calon emiten, sebelum ada bukti yang mendukung dan meyakinkan pemilihan auditor dan underwriter yang profesional tidak perlu. Karena hasil penelitian ini tidak berhasil menunjukkan bahwa pemilihan auditor dan underwriter dengan reputasi tinggi berpengaruh terhadap semakin rendahnya tingkat *underpriced* emiten.
- Demikian pula halnya dengan calon investor yang ingin menanamkan modalnya pada perusahaan yang baru listing tidak perlu memperhatikan informasi mengenai auditor yang memeriksa laporan keuangan emiten, underwriter yang menjamin saham emiten, proporsi jumlah saham yang ditahan pemegang saham lama, lama perusahaan berdiri, dan besarnya perusahaan untuk mendapatkan tingkat initial return yang tinggi sebelum ada bukti yang mendukung dan meyakinkan.

- Bagi auditor dan underwriter sebagai profesi penunjang dalam pasar modal agar meningkatkan kemampuan dan kualitas jasa yang ia berikan sehingga jasa tersebut betul-betul bermanfaat terhadap investor dan calon emiten dalam pengambilan keputusan bisnis. Diharapkan bagi auditor untuk betul-betul menjaga integritasnya dan berlaku independen serta tidak menerima begitu saja permintaan dari calon emiten, auditor berhak untuk menolak permintaan calon emiten.

### **Implikasi Riset Yang Akan Datang**

Seperti halnya dalam penelitian empiris lainnya penelitian ini tidak sempurna, oleh karena itu masih ada kesempatan untuk diteliti ulang. Hal-hal seperti berikut ini perlu diteliti lebih lanjut:

- Masih ada variabel-variabel lain yang berpengaruh terhadap tingkat initial return seperti jenis industri, pengalaman manajemen, kondisi politik, tingkat pertumbuhan ekonomi. Variabel-variabel tersebut diperkirakan berpengaruh terhadap initial return.
- Pengklasifikasian auditor hendaknya berdasar pada spesialisasi bidang yang sering ditangani apakah sektor manufaktur, perbankan atau lainnya.

### **DAFTAR PUSTAKA**

- Balvers, McDonald dan Miller (1988), *Underpricing of New Issues and The Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation*, *The Accounting Review*, Vol. LXII, No.4, October.
- Beatty (1989), *Auditor Reputation And Initial Public Offering*, *The Accounting Review*, Vol LXIV, No.4, October
- Carpenter, C, and R. Stawser, (1971), *Displacement Of Auditors When Clients Go Public*, *The Journal of Accountancy* 131, (June):55-58.
- Carter and Manaster (1990), *Initial Public Offerings And Underwriter Reputation*, *The Journal of Finance*, Vol. XLV, No.4, (September): 1045-1067.
- Christy, Hasan, dan Smith (1996), *A Note On Underwriter Competition And Initial Public Offerings*, *Journal of Business Finance and Accounting*, 23 (5) & (6), July.

- Chemmanur dan Fulghieri (1994), *Investment Bank Reputation, Information Production*, The Journal of Finance, Vol. XLDC , No.1, March.
- Chemmanur (1993), *The Pricing Of Initial Public Offerings: Adinamic Model With Information Production*, The Journal of Finance, Vol. XLVII, No.1, March.
- Mahmud, Hasan Zein, (1996), *Persepsi Masyarakat Tentang Profesi Akuntan*, Konvensi Nasional Akuntansi III Ikatan Akuntan Indonesia, Semarang, 12 September.
- Holland and Horton (1993), *Initial Public Offerings on The Unlisted Securities Market: the Impact of Profesional Advisor*, Accounting and Business Research, Vol.24, No.93, pp. 19-34.
- Husnan, S. (1994), *Dasar-Dasar Teori Porto-folio dan Analisis Sekuritas*, UPP AMP YKPN, Yogyakarta, edisi Kedua.
- Husnan, S. (1996), *Penjualan Saham BUMN: Apakah terjadi Distribusi Kemakmuran?*, Kelola 13/VI.
- Husnan, S. (1996), *The First Issues Market: The Case of The Indonesian Bull Market*, Jurnal Ekonomi Indonesia, Vol.2, No.1.
- Informasi Pasar Modal, No. 13 Tahun 1992.
- Kompas, *Ekonomi Indonesia Masih Cenderung "Overheating"*, Senin 30 Desember 1996, hal. 17.
- Kompas, *Dana Murah Hasil "Go Public" Mitos atau Realitas?*, Rabu 19 Maret 1997, hal 5.
- Kim, J.I. Krinsky dan J. Lee (1993), *Motives for Going Public and Underpricing: New Findings From Korea*", Journal of Business Finance and Accounting, 20(2) January 1993, pp. 195-211.
- Leland, H. and D. Pyle (1997; *Informational Asymmetries*, The Journal of Finance, Vol. XXXII, No.2, May, pp:371-387.
- Mauer dan Senbet (1992), *The Effect of The Secondary Market on The Pricing of Initial Public Offering: Theory and Evidence*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.27, No.1, March 1992.
- Mandelker dan Raviv (1997), *Investment Banking: An Economic Analysis of Optimal Underwritng Contracts*, The Journal of Finance, VoLXXXII, No.3, June.



Menon and Williams, (1991), *Auditor Credibility and Initial Public Offerings*, The Accounting Review, Vol LXIV, No.4, April.  
Uang dan Efek, November 1996.