JURNAL KAJIAN EKONOMI DAN BISNIS

Terbit dua kali pada bulan Juni dan Desember. Berisi tulisan yang diangkat dari hasil penelitian dan kajian analis-kritis di bidang ekonomi. ISSN. 1410-8038

Ketua Penyunting
Nurlina Tarmizi

Penyunting Ahli
Zaki Baridwan (Universitas Gajah Mada)
Aris Ananta (Institute South East Asia, Singapura)
Haidy Pasay (Universitas Indonesia)
Elfindri (Universitas Andalas)
Sofyan Syafri Harahap (Universitas Tri Sakti)
Siti Zainab Bakir (Universitas Sriwijaya)
Syamsurijal, AK (Universitas Sriwijaya)
Armida Salsiah Alisjahbana (Universitas Padjadjaran)
Didik Susetyo (Universitas Sriwijaya)
Taufiq Marwa (Universitas Sriwijaya)
Rina Indiastuti (Universitas Padjadjaran)
Sulastri (Universitas Sriwijaya)

Penyunting Pelaksana:
Bernadette Robiani
Noviar Marzuki
Rochmawati Daud
Mukhtaruddin
Hartati Ali

Staf Redaksi
Liliana
Luk Luk Fuadah
Mardalena
Ariodillah Hidayat
Sukanto

Alamat Redaksi dan Tata Usaha: Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya Zona A Kampus Indralaya, Sumatera Selatan Telp.0711-580964, Fax # 0711-580964. Program Extension Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya, Kampus Bukit Besar Palembang, Telp.0711.365390.

JURNAL KAJIAN EKONOMI DAN BISNIS
(Terakreditasi "B" Nomor: 55/DIKTI/Kep.2005)

ISSN 1410-8038
Volume 9, No.2, Desember 2007
Halaman 72 - 152

DAFTAR ISI

Azwardi : Dampak Desentralisasi Fiskal Terhadap Kinerja Perekonomian Antar Wilayah di Inonesia 72 - 80

Didik Susetyo : Upaya Fiskal dan Transfer Fiskal Dalam Otonomi Daerah (Studi Empirik Keuangan Kabupaten/Kota di Indonesia). 81 - 98

Bernadette Robiani : Analisis Konsentrasi dan Prilaku Industri Susu Indonesia 90 – 103

Herianto Puspowarsito : Corporate Entrepreneurship and Firm Performance of Medium-Sized Manufacturing Industry In Indonesia: The Role Of Business Enviroment As Moderator 104 - 117

M.Adam : Pengaruh Premi Risiko dan Keterentanan Pasar Terhadap Informasi Asimetri Serta Dampaknya Pada Underpricing Dengan Manajemen Laba dan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderator (Suatu Kajian Empiris pada Perusahaan yang Melakukan Emisi Saham Perdana dan Bursa Efek Indonesia). 118 - 133

Nurlina Tarmizi : Kemiskinan dan Peranan Wanita Pekerja Keluarga Kasus Keluarga Petani di Suamtera Selatan 134 - 152

SEKAPUR SIRIH

Pada 18 November 2005 JKEB (Jurnal Kajian Ekonomi dan Bisnis) dengan ISSN 1410-8308 telah ditetapkan oleh Direktorat Jenderal Pendidikan Tinggi Departemen Pendidikan Nasional Republik Indonesia sebagai Jurnal Terakreditasi "B" dengan surat keputusan nomor: 55/DIKTI/Kep/2005. Ketetapan ini memotivasi JKEB untuk lebih meningkatkan kualitas dan membuat JKEB lebih me "regional". Hal ini dapat dibuktikan dari banyaknya naskah yang masuk dan dimuat dari para ilmuwan FE Unsri maupun dari beberapa universitas/instansi di luar Universitas Sriwijaya, antara lain dari Universitas Andalas, Universitas Riau, BPPT, STIE Jakarta, Universitas Bandar Lampung, dan universitas yang berada dalam lingkup Kopertis Wilayah II. Selain itu, JKEB juga telah memuat tulisan bersama antara Dosen FE Unsri dengan para Guru Besar dimana dosen yang bersangkutan menimba ilmu, antara lain dengan Guru Besar dari Universiti Kebangsaan Malaysia dan Universiti Sains Malaysia.

Untuk mensyukuri keberhasilan tersebut, JKEB Volume 9 No. 2 Tahun 2007 menerbitkan edisi khusus dengan memuat naskah dari para Dosen FE Unsri yang telah berhasil menyelesaikan program S3 (Doktor) dari Universitas Padjadjaran, Universiti Kebangsaan Malaysia dan Universiti Sains Malaysia. Terbitan volume ini meliputi permasalahan Fiskal, Industri, Corporate Enterpreneurship, Informasi Asimetri dan Female Family Worker. Naskah pada terbitan ini sepenuhnya merupakan bagian dari disertasi para penulis.

Semoga di masa yang akan datang JKEB dapat dijadikan sarana berbagi ilmu dan hasil penelitian bagi peneliti dan pembaca dari berbagai negara di Asia Tenggara.

Tim Redaksi

Jurnal Kajian Ekonomi dan Bisnis, Vol.9, No.2 Desember 2007: 118-133

PENGARUH PREMI RISIKO DAN KERENTANAN PASAR TERHADAP INFORMASI ASIMETRI SERTA DAMPAKNYA PADA UNDERPRICING DENGAN MANAJEMEN LABA DAN UKURAN PERUSAHAAN SEBAGAI VARIABEL MODERATOR

(Suatu Kajian Empiris pada Perusahaan yang Melakukan Emisi Saham Perdana dan Bursa Efek Indonesia)

M. Adam

ABSTRACT

The aim of this research is to analyze 1)the influence of risk premium and both partial and simultaneous volatility on asymmetric information, 2) the influence of risk premium, volatility, and partial and simultaneous asymmetric information on underpricing, 3) the moderating influence of earning management on the relationship between asymmetric information with underpricing, 4) the moderating influence of firm size on the relationship between asymmetric information with underpricing. The target population of this research is 164 firms. To analyze the formulations of the problems, multiple regression, path analysis and absolute differential test are applied. The research findings reveal that 1). Risk premium is influential positive to asymmetric information partially in the basic industrial sectors and chemicals industries. Direct influence of risk premium on asymmetric information is as much as 9.42%. 2). Risk premium, volatility, and asymmetric information exert simultaneous influences on underpricing in financial sectors. The ability of risk premium, volatility, and asymmetric information to explain underpricing variation is as much as 51.9%. 3). Earning management has the moderating influence on the relationship between asymmetric information with underpricing in financial sectors; with the explanatory ability of the moderating influence of earning management on the relationship between asymetric information with underpricing as much as 55.8%. 4). The firm size (with the proxies of small-scale firms based on the natural logarithm trade volume) has moderating influence on the relationship between asymmetric information with underpricing in the miscellaneous industries, with the explanatory ability of the moderating influence of firm size (with proxies of small-scale firms based on the natural logarithm trade volume) on the relationship between asymmetric information with underpricing as much as 46,98%.

Key Words : *Risk Premium, Volatility, Asymmetric Information, Underpricing, Earning Management and Firm Size*

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah menganalisis (1) pengaruh secara parsial maupun secara simultan premi risiko dan kerentanan pasar terhadap informasi asimetri, (2) pengaruh secara parsial maupun secara simultan premi risiko, kerentanan pasar dan informasi asimetri terhadap underpricing. (3) pengaruh secara moderator manajemen laba terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan underpricing. (4) pengaruh secara moderator ukuran perusahaan terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan underpricing. Populasi dalam penelitian ini adalah 164 perusahaan. Dalam menganalisis rumusan masalah digunakan regresi berganda, analisis jalur dan uji nilai selisih mutlak. Hasil penelitian menunjukkan bahwa 1) Premi risiko secara parsial berpengaruh positif terhadap informasi asimetri di sektor industri dasar dan kimia. Pengaruh langsung premi risiko terhadap informasi asimetri sebesar 9,42%. 2) Premi risiko,

kerentanan pasar, dan informasi asimetri secara simultan berpengaruh terhadap underpricing di sektor keuangan. Kemampuan premi risiko, kerentanan pasar, dan informasi asimetri menjelaskan variasi underpricing sebesar 51,9%. 3) Manajemen laba secara moderator berpengaruh terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan underpricing di sektor keuangan; dengan kemampuan penjelas dari pengaruh moderator manajemen laba terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan underpricing sebesar 55,8%. 4) ukuran perusahaan (dengan proksi perusahaan kecil berdasarkan logaritma natural volume perdagangan) secara moderator berpengaruh terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan underpricing di sektor aneka industri; dengan kemampuan penjelas dari pengaruh moderator ukuran perusahaan (dengan proksi perusahaan kecil berdasarkan logaritma natural volume perdagangan) terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan underpricing sebesar 46,98%.

***Kata Kunci** :Premi Risiko, Kerentanan Pasar, Informasi Asimetri, Underpricing, Manajemen Laba dan Ukuran Perusahaan*

PENDAHULUAN

Sebagaimana diketahui di pasar modal terjadi informasi asimetri antara pelaku pasar modal. Informasi asimetri yang terjadi ada kalanya sulit untuk dideteksi (Beatty, 1989). Namun demikian, ada salah satu cara untuk mendeteksi informasi asimetri itu, yaitu dengan menggunakan proksi *bid-ask spread* (Coller dan Yohn, 1997).

Bid-ask spread itu sendiri dipengaruhi banyak variabel antara lain kerentanan pasar (*volatility*) (Gunter et. al, 2002). Semakin tinggi kerentanan pasar semakin tinggi *bid-ask spread*. Variabel lainnya premi risiko. Terjadinya penurunan pada premi risiko akan berkontribusi pada peningkatan likuiditas (Chen, 2005). Sedangkan, peningkatan likuiditas akan menyebabkan turunnya *bid ask spread*. Pada umumnya di pasar modal, adanya *bid ask spread* itu menandakan tingkat likuiditas dari suatu saham (Amihud dan Mendelson, 1986). Soalnya, likuiditas biasanya dikaitkan dengan *bid ask spread*. Semakin tinggi *bid ask spread* saham (semakin tidak likuid). Sebaliknya semakin rendah *bid ask spread* saham (semakin likuid).

Lebih jauh, informasi asimetri (*bid ask spread*) yang terjadi itu dapat menyebabkan terjadinya *underpricing* (Beatty, 1989; dan Aida, 2002b). Berkenaan dengan informasi asimetri dan *underpricing* ini, beberapa pakar seperti Ellul dan Pagano (2003) maupun Choi dan Kim (2005) menyebutkan adanya hubungan positif antara *bid ask spread* dengan *underpricing*. Artinya, semakin tinggi informasi asimetri (*bid ask spread*) semakin tinggi *underpricing*.

Di samping itu, peneliti seperti Booth dan Chua (1996) menyebutkan tingginya likuiditas (*bid ask spread* rendah) akan menyebabkan tingginya *underpricing*. Hasil ini bertentangan dengan Ellul dan Pagano (2003) yang menyebutkan tingginya likuiditas menyebabkan rendahnya *underpricing*. Jika hasil-hasil penelitian sebelumnya bertentangan atau konflik (Jogiyanto, 2004) menunjukkan kemungkinan ada variabel lain yang memoderator hubungan kausal sebelumnya, sebab variabel moderator diidentifikasikan dari penelitian-penelitian sebelumnya yang mempunyai kesimpulan hubungan kausal yang hasilnya konflik, baik konflik signifikansinya maupun konflik arahnya. Untuk itu, sebagai variabel moderator dalam penelitian ini digunakan variabel manajemen laba dan ukuran perusahaan. Tujuannya agar bisa mengetahui apakah variabel itu mempengaruhi hubungan antara

perusahaan (5%) di Pertambangan (PTMB), dan 16 perusahaan (10%) di Aneka Industri (ANID).

Rancangan analisis dan uji hipotesis dilakukan dengan cara sebagai berikut:

Pertama. Untuk pengujian hipotesis pertama premi risiko dan kerentanan pasar secara parsial maupun secara simultan berpengaruh terhadap informasi asimetri, dilakukan dengan:

Tabel 1.
Operasionalisasi Variabel Penelitian

Variabel	Konsep Variabel	Indikator	Ukuran	Skala
Premi Risiko (X_1)	Kompensasi bagi investor karena menanggung risiko atas investasi saham	Perbedaan antara imbal hasil pasar dengan tingkat bunga bebas risiko	Nilai perbedaan an-tara imbal hasil pasar dengan ting-kat suku bunga bebas risiko	Rasio
Kerentanan Pasar (X_2)	Fluktuasi imbal hasil suatu saham atau imbal hasil portofolio terhadap imbal hasil pasar	Pengukuran fluktuasi an-tara imbal hasil suatu saham atau imbal hasil portofolio terhadap imbal hasil pasar	Nilai Beta (β)	Rasio
Informasi Asimetri (Y)	Kondisi di mana antara dua orang atau lebih yang melakukan transaksi, terjadi ketimpangan dalam meng-akses dan mengolah in-formasi sehingga salah satu pihak diuntungkan atau dirugikan	*Adjusted residual error* dari regresi *bid ask spread* dengan harga penutupan saham, jumlah transaksi saham, deviasi imbal hasil saham, rata-rata jumlah saham yang tersedia, nilai pasar saham & variabilitas imbal hasil ekspektasi	Nilai *bid ask spread* yang di-sesuaikan	Rasio
Underpricing (Z)	Suatu kondisi di mana secara rata-rata harga pasar saham perusahaan yang baru *go public*, biasanya dalam hitungan hari atau minggu, lebih tinggi dibandingkan dengan harga penawarannya	Tingkat imbal hasil tidak normal (*abnormal return*) dari saham yang mungkin terjadi di sekitar tanggal emisi saham perdana (IPO)	Nilai imbal hasil tidak normal (*abnormal return*)	Rasio
Manajemen Laba (X_3)	Upaya manajemen memilih kebijakan akun-tansi dalam proses pelaporan keuangan dengan tujuan mengubah laporan keuangan yang disajikan untuk menyesatkan (*mislead*) pemakai laporan ke-uangan mengenai kinerja perusahaan yang sebenarnya	*Discretionary accruals* yang diukur dengan mengguna-kan persamaan *Discreationary accruals*	Nilai *Discretionary accruals*	Rasio
Ukuran Perusahaan (X_4)	Penetapan ukuran perusaha-an yang dapat memberikan gambaran perusahaan ter-masuk perusahaan besar atau kecil	Pengukuran perusahaan yang dihitung berdasarkan nilai *logarithma natural (Ln)* volume perdagangan atau total aktiva	Urutan ukuran pe-rusahaan merupa-kan hasil rangking ber-dasarkan rata-rata volume per-dagangan atau total aktiva	Rasio

(a). Mendeteksi informasi asimetri dengan menggunakan persamaan:

$$S_i = \left\{ \sum_{t=1}^{n} \left(a_i - b_i\right) \right\} / \left\{ \sum_{t=1}^{n} \left(a_i + b_i\right) / 2 \right\} \quad (1)$$

di mana:

S : nilai *bid ask spread* hasil perbandingan *ask price* minus *bid price* perusahaan ke-i berdasarkan jenis sektor pada minggu ke t dengan *ask price* plus *bid price* dibagi dua.

a : *ask price* terendah saham perusahaan ke-i berdasarkan jenis sektor pada minggu ke t.

b : *bid price* tertinggi saham perusahaan ke-i berdasarkan jenis sektor pada minggu ke t.

i : SJSK, PDJS,...ANID.

Persamaan (1) digunakan untuk memperoleh nilai *bid-ask spread* seluruh perusahaan ke-i berdasarkan jenis sektor perusahaan yang melakukan IPO pada minggu ke t.

(b). Melakukan penyesuaian nilai *bid ask spread* dengan menggunakan model regresi berganda. Model regresi berganda untuk menyesuaikan *bid ask spread* menggunakan persamaan:

$$LnSPREAD_i = \beta_0 + \beta_1^* LnPRICE_i + \beta_2^* LnTRANS_i + \beta_3^* LnVAR_i \quad (2)$$
$$+ \beta_4^* LnDEPTH_i + \beta_5^* LnMktVal_i + \beta_6^* LnVarF_i + \varepsilon$$

di mana:

Spread: nilai *bid ask spread* untuk perusahaan ke-i berdasarkan jenis sektor perusahaan yang melakukan emisi saham perdana (IPO) pada minggu ke t.

Price: harga penutupan saham perusahaan ke i berdasarkan jenis sektor pada minggu ke t.

Trans: jumlah transaksi saham (volume) perusahaan ke-i berdasarkan jenis sektor pada minggu ke t.

Var: deviasi imbal hasil harian saham perusahaan ke-i berdasarkan jenis sektor pada minggu ke t.

Depth: rata-rata jumlah saham yang tersedia pada *ask* ditambah jumlah yang tersedia pada saat *bid* dibagi 2 perusahaan ke-i berdasarkan jenis sektor pada minggu ke t.

MktVal: nilai pasar saham perusahaan ke-i berdasarkan jenis sektor pada minggu ke t.

VarF: variabilitas imbal hasil ekspektasi saham perusahaan ke-i berdasarkan jenis sektor pada minggu ke t.

β_0: intersep

β_1s/dβ_6: koefisien regresi setiap variabel bebas dan kontribusi masing-masing variabel bebas terhadap nilai informasi asimetri.

ε: kesalahan residu (*residual error*) (sebagai ukuran *bid ask spread* yang disesuaikan) dan digunakan sebagai proksi nformasi asimetri untuk saham perusahaan ke-i berdasarkan jenis sektor pada minggu ke t.

i: SJSK, PDJS,...ANID.

(c). Menggunakan *residual error* (ε) dari hasil regresi persamaan (2) (nilai *bid ask spread* yang disesuaikan) sebagai proksi dari informasi asimetri untuk perusahaan ke-i berdasarkan jenis sektor perusahaan yang melakukan IPO pada minggu ke t.

(d). Menghitung premi risiko dan kerentanan pasar. Premi risiko dihitung dengan menggunakan persamaan:

$$(R_{m,t} - R_f) \quad (3)$$

dimana:

$$R_{m,t} = \left[\frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \right] \quad (4)$$

$R_{m,t}$: *return* pasar, $IHSG_t$: indeks harga saham gabungan periode t, $IHSG_{t-1}$: indeks harga saham gabungan periode t-1, R_f : tingkat imbal hasil bebas risiko, yang diproksi dengan tingkat bunga SBI (Sertifikat Bank Indonesia).

Kerentanan pasar dihitung dengan menggunakan persamaan:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} \qquad (5)$$

di mana, $\beta_{i,t}$: beta saham ke i, σ_{im} : kovarian antara imbal hasil saham ke i dengan imbal hasil pasar, σ_m^2 : varian imbal hasil pasar.

(e). Menguji hipotesis pertama dengan menggunakan model persamaan struktural untuk diagram jalur yang disajikan pada Tabel 2. berikut :

Tabel 2. Model Persamaan Struktural Pengujian Hipotesis Pertama

Variabel Endogen	Variabel Eksogen		Error
	X_1	X_2	
Y =	$P_{YX1}{}^{*}X_1 + P_{YX2}{}^{*}X_2 +$		ε_1

Selanjutnya, berdasarkan model persamaan struktural di atas dibentuk model persamaan struktural berdasarkan jenis sektor perusahaan pada Panel I berikut :

$$Y_i = P_{yx1}{}^{*}X_1 + P_{yx2}{}^{*}X_2 + \varepsilon \qquad (6)$$

di mana : Y_i : informasi asimetri dalam hal ini digunakan *residual error* (ε) sebagai nilai *bid ask spread* yang disesuaikan (dari persamaan 2) dan digunakan sebagai proksi dari informasi asimetri untuk perusahaan ke-i berdasarkan jenis sektor perusahaan yang melakukan IPO pada minggu ke t, X_1 : nilai premi risiko, X_2 : nilai ke-rentanan pasar, P_{yx1}, P_{yx2}: koefisien jalur (*standardized coefficients* beta), ε : kesalahan residu (*residual error*), dan *i*: SJSK, PDJS,...ANID.

(f) Melakukan uji hipotesis statistik untuk parameter regresi secara simultan (uji statistik F) dan untuk parameter regresi secara parsial (uji statistik t) dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5 persen ($\alpha = 0{,}05$).

Kedua. Untuk pengujian hipotesis ke dua premi risiko, kerentanan pasar, informasi asimetri secara parsial maupun secara simultan berpengaruh terhadap *underpricing*, dilakukan dengan cara berikut ini:

(a) Menghitung imbal hasil ekspektasi dengan menggunakan *market model* dan mendeteksi *underpricing* dengan menggunakan *abnormal return*. Periode peristiwa dalam penelitian ini adalah periode yang digunakan untuk meneliti adanya *abnormal return* disekitar tanggal observasi (saat *listing*) dan periode estimasi adalah periode di mana harga saham dianggap telah mencapai harga yang wajar, sehingga periode tersebut dapat digunakan untuk menentukan parameter α_i dan β_i yang digunakan dalam *market model* (minggu ke-1 sampai dengan minggu ke-48 setelah saham diperdagangkan di pasar sekunder).

(b) Menguji hipotesis kedua dengan menggunakan model persamaan struktural untuk diagram jalur yang disajikan pada Tabel 3. berikut:

Tabel 3. Model Persamaan Struktural Pengujian Hipotesis Kedua

Variabel Endogen	Variabel Eksogen		Variabel Endogen		Error
	X_1	X_2	Y	Z	
Z =	$P_{YX1}{}^{*}X_1 + P_{YX2}{}^{*}X_2 + P_{ZY}{}^{*}Y$ +				ε_2

Selanjutnya, berdasarkan model persamaan struktural tersebut di atas dibentuk model per-samaan struktural berdasarkan jenis sektor perusahaan berikut ini:

$$Z_i = P_{yx1}{}^{*}X_1 + P_{yx2}{}^{*}X_2 + P_{zy}{}^{*}Y + \varepsilon \qquad (7)$$

di mana Z: *underpricing*, X_1: premi risiko, X_2: kerentanan pasar, Y: informasi asimetri, P_{yx1}, P_{yx2}, dan P_{zy}: koefisien jalur (*standardized coefficients* beta), ε: *residual error*, *i*: SJSK, PDJS,...ANID.

(c) Melakukan uji hipotesis statistik untuk parameter regresi secara simultan (uji statistik F) dan untuk parameter regresi secara parsial (uji statistik t) dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5 persen ($\alpha = 0{,}05$).

Ketiga, untuk pengujian hipotesis ketiga manajemen laba secara moderator berpengaruh terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan *underpricing*, dilakukan dengan cara berikut ini:

(a) Mendeteksi manajemen laba dengan menggunakan persamaan total *accruals* dan *discretionary accruals* sebagai berikut:

$$TAC_{PT} = NOI_{PT} - CFFO_{PT} \qquad (8)$$

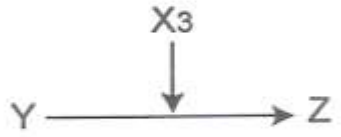
TAC_{PT} : *Total* Acruals *pada periode tes*,
NOI_{PT} : Net Operating Income *pada periode tes*,
$CFFO_{PT}$: Cash Flow from Operations *pada periode tes*

$$DAC_{PT} = (TAC_{PT} / Sales_{PT}) - (TAC_{PD} / sales_{PD}) \qquad (9)$$

DAC: *discretionary accruals*, Sales: penjualan (pendapatan), PT: periode tes, PD: periode dasar

(b) Menguji pengaruh secara moderator manajemen laba terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan *underpricing*, dengan membentuk struktur hubungan yang menggambarkan adanya pengaruh secara moderator manajemen laba (X_3) terhadap hubungan antara informasi asimetri (Y) dengan *underpricing* (Z) disajikan pada Gambar 1.

Gambar 1 memperlihatkan bahwa variabel manajemen laba (X_3) merupakan variabel moderator, karena dapat melemahkan atau memperkuat hubungan antara informasi asimetri (Y) dengan *underpricing* (Z).



Gambar 1 Struktur Hubungan Yang Menggambarkan Adanya Pengaruh Secara Moderator X_3 Terhadap Hubungan antara Y dengan Z

Hipotesis operasional yang diuji adalah:

"Semakin besar manajemen laba maka pengaruh hubungan kausal dari informasi asimetri terhadap underpricing semakin melemah. Sebaliknya semakin kecil manajemen laba maka pengaruh hubungan kausal dari informasi asimetri terhadap underpricing semakin menguat".

Pengujian hipotesis operasional bertujuan untuk menganalisis apakah manajemen laba (X_3) merupakan pemoderator hubungan antara informasi asimetri dengan *underpricing*, menggunakan uji nilai selisih mutlak dengan model pada Panel II sebagai berikut:

$$Z_i = \beta_0 + \beta_1^* X_3 + \beta_2^* Y + \beta_3^* |X_3 - Y| \qquad (10)$$

Z_i: *underpricing*, β_0: konstanta, β_1 s/d β_3: koefisien regresi, X_3: *standardized* manajemen laba, Y: *standardized* informasi asimetri, $|X_3 - Y|$: ABS_{nil_in} (merupakan interaksi yang diukur dari nilai absolut perbedaan antara X_3 dan Y, variabel $|X_3 - Y|$ di atas merupakan variabel moderator yang meng-gambarkan pengaruh moderator variabel X_3 terhadap hubungan Y dengan Z), *i*: SJSK,PDJS,...ANID.

(c) Uji hipotesis statistik dilakukan untuk parameter regresi secara simultan (uji statistik F) dan untuk parameter regresi

di mana Z: *underpricing*, X_1: premi risiko, X_2: kerentanan pasar, Y: informasi asimetri, P_{yx1}, P_{yx2}, dan P_{zy}: koefisien jalur (*standardized coefficients* beta), ε *residual error*, *i*: SJSK, PDJS,...ANID.

(c) Melakukan uji hipotesis statistik untuk parameter regresi secara simultan (uji statistik F) dan untuk parameter regresi secara parsial (uji statistik t) dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5 persen ($\alpha = 0{,}05$).

Ketiga, untuk pengujian hipotesis ketiga manajemen laba secara moderator berpengaruh terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan *underpricing*, dilakukan dengan cara berikut ini:

(a) Mendeteksi manajemen laba dengan menggunakan persamaan total *accruals* dan *discretionary accruals* sebagai berikut:

$$TAC_{PT} = NOI_{PT} - CFFO_{PT} \qquad (8)$$

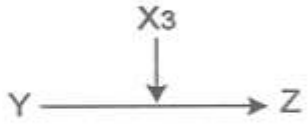
TAC_{PT} :*Total* Acruals *pada periode tes*,
NOI_{PT} : Net Operating Income *pada periode tes*,
$CFFO_{PT}$: Cash Flow from Operations *pada periode tes*

$$DAC_{PT} = (TAC_{PT} / Sales_{PT}) - (TAC_{PD} / sales_{PD}) \quad (9)$$

DAC: *discretionary accruals*, Sales: penjualan (pendapatan), PT: periode tes, PD: periode dasar

(b) Menguji pengaruh secara moderator manajemen laba terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan *underpricing*, dengan membentuk struktur hubungan yang menggambarkan adanya pengaruh secara moderator manajemen laba (X_3) terhadap hubungan antara informasi asimetri (Y) dengan *underpricing* (Z) disajikan pada Gambar 1.

Gambar 1 memperlihatkan bahwa variabel manajemen laba (X_3) merupakan variabel moderator, karena dapat melemahkan atau memperkuat hubungan antara informasi asimetri (Y) dengan *underpricing* (Z).



Gambar 1 Struktur Hubungan Yang Menggambarkan Adanya Pengaruh Secara Moderator X_3 Terhadap Hubungan antara Y dengan Z

Hipotesis operasional yang diuji adalah:

"Semakin besar manajemen laba maka pengaruh hubungan kausal dari informasi asimetri terhadap underpricing semakin melemah. Sebaliknya semakin kecil manajemen laba maka pengaruh hubungan kausal dari informasi asimetri terhadap underpricing semakin menguat".

Pengujian hipotesis operasional bertujuan untuk menganalisis apakah manajemen laba (X_3) merupakan pemoderator hubungan antara informasi asimetri dengan *unde.pricing*, menggunakan uji nilai selisih mutlak dengan model pada Panel II sebagai berikut:

$$Z_i = \beta_0 + \beta_1^* X_3 + \beta_2^* Y + \beta_3^* |X_3 - Y| \quad (10)$$

Z_i: *underpricing*, β_0: konstanta, β_1 s/d β_3: koefisien regresi, X_3: *standardized* manajemen laba, Y: *standardized* informasi asimetri, $|X_3 - Y|$: ABS_{nl_ia} (merupakan interaksi yang diukur dari nilai absolut perbedaan antara X_3 dan Y, variabel $|X_3 - Y|$ di atas merupakan variabel moderator yang meng-gambarkan pengaruh moderator variabel X_3 terhadap hubungan Y dengan Z), *i*: SJSK,PDJS,...ANID.

(c) Uji hipotesis statistik dilakukan untuk parameter regresi secara simultan (uji statistik F) dan untuk parameter regresi

g untuk pengujian hipotesis kedua

perusahaan secara moderator ruh terhadap hubungan antara i asimetri dengan *underpricing*, ı dengan cara sebagai berikut :

ıgelompokkan perusahaan kedalam kelompok berdasarkan ukuran ısahaan. Ukuran perusahaan didasar- pada volume perdagangan dan total va dengan cara merangking rata-rata i volume perdagangan dan total aktiva ısahaan yang telah ditransformasikan ım bentuk logaritma natural mulai dari g terkecil sampai terbesar, kemudian ı tersebut dikelompokkan berdasarkan rtil atau dengan kata lain data tersebut ıgi menjadi 4 (empat) bagian besar atau ıp bagian dari kuartil sebesar 25%. ıurut Suharyadi dan Purwanto (2003), rtil 1 (K_1) membagi data sebelah kiri sar 25% dan sebelah kanan 75%. rtil 2 (K_2) membagi data menjadi dua ıan yang sama yaitu sisi kanan dan kiri sar 50%. Kuartil 3 (K_3) membagi data lah kiri sebesar 75% dan sebelah ın sebesar 25%. Rumus letak kuartil ık data yang tidak berkelompok:

$$artil1(K_1) = [1(n+1)]/4 \quad (11)$$

$$artil2(K_2) = [2(n+1)]/4 \quad (12)$$

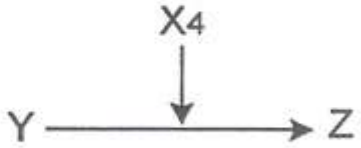
$$artil3(K_3) = [3(n+1)]/4 \quad (13)$$

Jika letak kuartil berupa pecahan, atau ı nilai yang pas pada letak tersebut, ıus nilai kuartil:

$$\cdot[(LK-LKB)]/(LKA-LKB) \times (NKA-NKB) \quad (14)$$

NK: nilai kuartil, NKB: nilai kuartil ada di bawah letak kuartil, LK:letak LKB: letak data kuartil yang berada di selebihnya kelompok yang tidak termasuk 25% terbaik merupakan perusahaan kecil.

(c). Menguji pengaruh secara moderator ukuran perusahaan terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan *underpricing*. Struktur hubungan yang menggambarkan adanya pengaruh secara moderator ukuran perusahaan (X_4) terhadap hubungan antara informasi asimetri (Y) dengan *underpricing* (Z) disajikan pada Gambar 2. berikut:



Gambar 2. Struktur Hubungan Yang Menggambarkan Adanya Pengaruh Secara Moderator X_4 Terhadap Hubungan antara Y dengan Z

Dari Gambar 2 di atas, variabel ukuran perusahaan (X_4) merupakan variabel moderator, karena dapat melemahkan atau memperkuat hubungan antara informasi asimetri (Y) dengan *underpricing* (Z). Hipotesis operasional yang diuji adalah :

"Semakin besar ukuran perusahaan maka pengaruh hubungan kausal dari informasi asimetri terhadap underpricing semakin melemah. Sebaliknya semakin kecil ukuran perusahaan maka pengaruh hubungan kausal dari informasi asimetri terhadap underpricing semakin menguat".

Pengujian hipotesis operasional bertujuan untuk menganalisis apakah ukuran perusahaan (X_4) merupakan pemoderator hubungan antara informasi asimetri dengan *underpricing* dengan menggunakan uji nilai selisih mutlak dengan model pada Panel A-D

Panel A: Model I (perusahaan besar berdasarkan indikator pengukuran nilai *logarithma natural* volume perdagangan)

$$Z_i = \beta_0 + \beta_1^* X_4 + \beta_2^* Y + \beta_3^* |X_4 - Y| \quad (15)$$

Z: *underpricing*, β_0: konstanta, β_1 s/d β_3: koefisien regresi, X_4: *Standardized* ukuran perusahaan (pbV), Y: *standardized* informasi asimetri, $|X_4\text{-}Y|$: ABS_{pbV_ia} (merupakan interaksi yang diukur dari nilai absolut perbedaan antara X_4 dan Y, dan variabel $|X_4\text{-}Y|$ di atas merupakan variabel moderator yang menggambarkan pengaruh secara moderator variabel X_4 terhadap hubungan antara Y dengan Z), *i*: SJSK,PDJS,...ANID.

Panel B: Model II (perusahaan kecil berdasarkan indikator pengukuran nilai perdagangan) *logarithma natural* volume

$$Z_i = \beta_0 + \beta_1^* X_4 + \beta_2^* Y + \beta_3^* |X_4 - Y| \quad (16)$$

di mana Z: *underpricing*, β_0: konstanta, β_1 s/d β_3: koefisien regresi, X_4: *standardized* ukuran perusahaan (pkV), Y: *standardized* informasi asimetri $|X_4\text{-}Y|$: ABS_{pkV_ia} (merupakan interaksi yang diukur dari nilai absolut perbedaan antara X_4 dan Y, dan variabel $|X_4\text{-}Y|$ di atas merupakan variabel moderator yang menggambarkan pengaruh secara moderator variabel X_4 terhadap hubungan antara Y dengan Z), *i*: SJSK,PDJS,...ANID.

Panel C: Model III (perusahaan besar berdasarkan indikator pengukuran nilai *logarithma natural* total aktiva)

$$Z_i = \beta_0 + \beta_1^* X_4 + \beta_2^* Y + \beta_3^* |X_4 - Y| \quad (17)$$

Z: *underpricing*, β_0: konstanta, β_1 s/d β_3: koefisien regresi, X_4: *standardized* ukuran perusahaan (pbA), Y: *standardized* informasi asimetri, $|X_4\text{-}Y|$: ABS_{pbA_ia} (merupakan interaksi yang diukur dari nilai absolut perbedaan antara X_4 dan Y, dan variabel $|X_4\text{-}Y|$ di atas merupakan variabel moderator yang menggambarkan pengaruh secara moderator variabel X_4 terhadap hubungan antara Y dengan Z), *i*: SJSK,PDJS,...ANID.

Panel D: Model IV (perusahaan kecil berdasarkan indikator pengukuran nilai *logarithma natural* total aktiva)

$$Z_i = \beta_0 + \beta_1^* X_4 + \beta_2^* Y + \beta_3^* |X_4 - Y| \quad (18)$$

Z: *underpricing*, β_0: konstanta, β_1 s/d β_3: koefisien regresi, X_4: *standardized* ukuran perusahaan (pkA), Y: *standardized* informasi asimetri, $|X_4\text{-}Y|$: ABS_{pkA_ia} (merupakan interaksi yang diukur dari nilai absolut perbedaan antara X_4 dan Y, dan variabel $|X_4\text{-}Y|$ di atas merupakan variabel moderator yang menggambarkan pengaruh secara moderator variabel X_4 terhadap hubungan antara Y dengan Z), *i*: SJSK,PDJS,...ANID.

(d) melakukan uji hipotesis statistik untuk parameter regresi secara simultan (uji statistik F) dan untuk parameter regresi secara parsial (uji statistik t) dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5 persen ($\alpha = 0{,}05$).

PEMBAHASAN

Dengan menggunakan struktur persamaan fungsi regresi (6) dan analisis jalur untuk menguji hipotesis pertama, maka diperoleh hasil sebagai berikut. *Pertama*, premi risiko dan kerentanan pasar secara simultan tidak berpengaruh terhadap informasi asimetri di SJSK; Sektor Perdagangan dan Jasa; Pertanian; Konstruksi, Properti dan Real Estate; Industri Dasar dan Kimia; Keuangan; Industri Barang Konsumsi; Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi; Pertambangan dan Aneka Indsutri. Implikasi dari fakta hasil penelitian empiris ini menunjukkan bahwa faktor eksternal lebih dominan dalam mempengaruhi informasi

asimetri. Faktor eksternal yang dimaksud dapat berupa pengaruh dari kondisi ekonomi, politik dan keamanan selama periode tahun 1994-2004, di mana faktor-faktor tersebut menjadi isu yang mendapat perhatian besar dari para investor.

Kedua, premi risiko secara parsial berpengaruh terhadap informasi asimetri di sektor Industri Dasar dan Kimia. Pengaruh langsung premi risiko terhadap informasi asimetri sebesar 10%. Nilai koefisien regresi (β)nya bertanda positif. Artinya untuk sektor Industri Dasar dan Kimia jika terdapat penurunan premi risiko akan menyebabkan penurunan informasi asimetri. Hasil ini konsisten dengan pendapat Fukao (1988) bahwa penurunan premi risiko akan berkontribusi pada peningkatan likuiditas (*bid ask spread* menurun) (tercermin dari selisih minimum dan maksimum premi risiko maupun informasi asimetri yang rendah di sektor Industri Dasar dan Kimia.

Selain itu, dari hasil pengujian hipotesis tersebut juga terdapat nilai koefisien regresi (β) bertanda positif namun pengaruhnya tidak signifikan yaitu di Pertanian, Konstruksi, Properti dan Real Estate, Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi, dan Pertambangan. Untuk SJSK, Sektor Perdagangan dan Jasa, Keuangan, Industri Barang Konsumsi dan Aneka Indsutri, juga menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan dengan tanda negatif. Artinya, semakin tinggi premi risiko maka *bid ask spread* (informasi asimetri) menurun. *Bid ask spread* (informasi asimetri) menurun karena dengan premi risiko yang tinggi tersebut dapat meningkatkan minat investor untuk melakukan investasi pada saham (saham tersebut digemari investor), akibatnya saham tersebut cepat diperdagangkan (saham likuid) dan selanjutnya berdampak pada penurunan *bid ask spread* (proksi informasi asimetri).

Hasil penelitian ini juga menunjukkan adanya anomali pada sektor Industri Dasar dan Kimia, Pertanian, Konstruksi, Properti dan Real Estate, Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi, dan Pertambangan yaitu penurunan premi risiko menyebabkan penurunan *bid ask spread*. Seharusnya yang terjadi adalah penurunan premi risiko menyebabkan peningkatan *bid ask spread* (karena penurunan premi risiko tersebut berakibat saham lambat diperdagangkan (saham menjadi tidak likuid) yang berarti *bid ask spread* meningkat), seperti yang terjadi di SJSK, Sektor Perdagangan dan Jasa, Keuangan, Industri Barang Konsumsi dan Aneka Industri. Implikasi hasil penelitian ini menunjukkan bahwa premi risiko secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap informasi asimetri di sektor Industri Dasar dan Kimia. Dengan demikian, dapat direkomendasikan agar investor memperhatikan premi risiko dalam melakukan aktivitas menjual/membeli saham. (3) di SJSK, Sektor Perdagangan dan Jasa, Pertanian, Konstruksi, Properti dan Real Estate, Industri Dasar dan Kimia, Keuangan, Industri Barang Konsumsi, Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi, Pertambangan dan Aneka Industri; variabel kerentanan pasar secara parsial tidak berpengaruh terhadap informasi asimetri dengan nilai koefisien regresi (β) bertanda positif untuk sektor Pertanian, Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi, Pertambangan dan Aneka Industri dan bertanda negatif untuk SJSK, Sektor Perdagangan dan Jasa, Konstruksi, Properti dan Real Estate, Industri Dasar dan Kimia, Keuangan, dan Industri Barang Konsumsi. Untuk sektor yang bertanda positif berarti semakin tinggi kerentanan pasar maka semakin tinggi *bid ask spread* (informasi asimetri) karena dengan kerentanan pasar yang tinggi akan mengurangi minat investor untuk memperbanyak jumlah saham yang dipegang (saham tidak likuid) yang berarti *bid ask spread* meningkat. Hasil ini konsisten dengan pendapat Wu (2001), Gunter et al. (2002) dan Gregoriou (2002) bahwa terdapatnya keterkaitan antara kerentanan pasar dengan informasi asimetri. Implikasi hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kerentanan pasar berkorelasi dengan informasi asimetri. Dengan demikian, dapat direkomendasikan agar investor memperhatikan kerentanan pasar dalam melakukan aktivitas menjual/membeli saham pada sektor-sektor

tersebut. Untuk sektor yang bertanda negatif berarti tidak konsisten dengan pendapat Wu (2001), Gunter et al. (2002) dan Gregoriou (2002). Hal tersebut karena variabel kerentanan pasar memiliki bias yang terjadi akibat adanya perdagangan yang tidak sinkron (transaksi perdagangannya jarang terjadi (*thin market*)).

Dengan menggunakan struktur persamaan fungsi regresi (7) dan analisis jalur untuk pengujian hipotesis ke dua, maka diperoleh hasil sebagai berikut. *Pertama*, Premi risiko, kerentanan pasar, informasi asimetri secara simultan berpengaruh terhadap *underpricing* di sektor Keuangan. Hasil penelitian ini me-nunjukkan bahwa variasi premi risiko, kerentanan pasar dan informasi asimetri dalam menjelaskan variasi *underpricing* di Keuangan sebesar 51,9%, dan sisanya 48,1% dijelaskan oleh faktor lain. Beberapa faktor lain yang secara empiris berpengaruh kuat terhadap *underpricing* adalah benturan kepentingan (*conflict of interest*) antara manajemen pe-rusahaan dan penjamin emisi (Sterling, 1987), dan penggunaan perbandingan kinerja keuangan dengan perusahaan sejenis (industri) (Buck, 1990).

Kedua, Premi risiko secara parsial pengaruh terhadap *underpricing* di Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi dengan koefisien regresi (β) bertanda negatif. Artinya, semakin tinggi premi risiko tinggi maka semakin rendah *under-pricing*. Tingginya premi risiko menarik minat investor untuk melakukan investasi pada saham (saham likuid) yang berarti *bid ask spread* menurun, pada gilirannya *underpricing* me-nurun. Hasil penelitian empiris ini memberikan bukti bahwa di sektor Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi, premi risiko secara parsial berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Hasil ini konsisten dengan pendapat *Taylor* (2001) bahwa jika premi risiko tinggi, menarik minat investor untuk melakukan investasi pada saham. Artinya, saham cepat diperdagangkan (saham likuid) yang berarti *bid ask spread* menurun, pada gilirannya *underpricing* menurun. Hasil ini juga mendukung pendapat Bekaert dan Wu (2000) yang mengemukakan bahwa premi risiko lebih banyak berkontribusi pada imbal hasil jangka pendek. Implikasi dari fakta hasil penelitian empiris ini menunjukkan bahwa premi risiko berpengaruh dalam menurunkan harga saham di pasar sekunder.

Ketiga, kerentanan pasar secara parsial berpengaruh terhadap *underpricing* di sektor Keuangan dengan nilai koefisien regresi (β) bertanda negatif. Artinya, semakin rendah kerentanan pasar maka *underpricing* semakin meningkat. Hasil ini konsisten dengan pendapat Mazzota (2003) bahwa kerentanan pasar rendah menghasilkan imbal hasil yang positif. (4) Informasi asimetri secara parsial berpengaruh terhadap *underpricing* di sektor Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi. Hasil penelitian ini konsisten dengan pendapat Ellul dan Pagano (2002); Choi dan Kim (2005) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara *bid ask spread* dengan *underpricing*. Implikasi dari fakta hasil penelitian empiris ini menunjukkan bahwa informasi asimetri secara parsial berpengaruh terhadap *underpricing*. Artinya, informasi asimetri berpengaruh dalam meningkatkan harga saham di pasar sekunder di sektor Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi.

Dengan menggunakan uji nilai selisih mutlak dengan model (10) untuk pengujian hipotesis ke tiga, maka diperoleh hasil sebagai berikut: berdasarkan sektor Keuangan, manajemen laba secara parsial berpengaruh terhadap *underpricing*. Interpretasi dari fakta hasil penelitian empiris ini menunjukkan bahwa manajemen laba secara parsial berpengaruh terhadap *underpricing* secara pengujian statistik di Keuangan. Artinya, variabel manajemen laba tersebut mempunyai pengaruh secara moderator terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan *underpricing*. Hasil temuan empiris ini melengkapi pendapat Richardson (1998) dan Teoh, et.al. (1998[a]) mengenai manajemen laba dari segi penggunaan manajemen laba sebagai variabel moderator terhadap hubungan antara

informasi asimetri dengan *underpricing* dan nilai *discretionary accruals* sebagai ukuran manajemen laba. Implikasi dari fakta hasil penelitian empiris ini menunjukkan bahwa semakin besar manajemen laba maka pengaruh hubungan kausal dari informasi asimetri terhadap *underpricing* semakin melemah. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa manajemen laba secara moderator berpengaruh terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan *underpricing* di sektor Keuangan.

Dengan menggunakan uji .ilai selisih mutlak dengan model (15-18) untuk pengujian hipotesis ke empat, diperoleh hasil bahwa ukuran perusahaan (dengan proksi perusahaan kecil berdasarkan indikator Ln volume perdagangan) secara moderator berpengaruh terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan *underpricing* di sektor ANID. Hasil penelitian ini melengkapi pendapat *Kim et al.* (1993); *Siti* dan *Nur* (1998); dan *Misnen* (2004) dari segi penggunaan ukuran perusahaan (dengan proksi perusahaan kecil berdasarkan indikator Ln volume perdagangan) dan ukuran perusahaan sebagai variabel moderator terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan *underpricing*. Implikasi dari fakta hasil penelitian empiris ini menunjukkan bahwa semakin kecil ukuran perusahaannya (dengan proksi perusahaan kecil berdasarkan indikator Ln volume perdagangan) maka pengaruh hubungan kausal dari informasi asimetri terhadap *underpricing* semakin menguat. Dengan demikian, ukuran perusahaan (dengan proksi perusahaan kecil berdasarkan indikator Ln volume perdagangan) secara moderator berpengaruh terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan *underpricing*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

1. Premi risiko secara parsial berpengaruh positif terhadap informasi asimetri di sektor industri dasar dan kimia. Artinya jika terdapat kenaikan/penurunan premi risiko akan menyebabkan kenaikan/penurunan informasi asimetri. Hal ini menjelaskan adanya korelasi positif antara besarnya tambahan tingkat imbal hasil yang diharapkan investor sebagai kompensasi atas kesanggupan untuk menanggung risiko atas investasi saham dengan terjadinya ketimpangan dalam mengakses dan mengolah informasi.
2. Premi risiko, kerentanan pasar dan informasi asimetri secara simultan berpengaruh terhadap *underpricing* di sektor keuangan. Ini berarti bahwa secara simultan sejalan dengan pengujian analisis jalur, hampir sebagian besar variabel yang diteliti berperan dalam menjelaskan variasi *underpricing*. Dengan kata lain, variasi informasi asimetri ditentukan oleh sebagian besar variabel yang diteliti dan hanya sebagian kecil ditentukan oleh variabel lain yang tidak diteliti.
3. Premi risiko secara parsial berpengaruh negatif terhadap *underpricing* di sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi. Ini berarti semakin tinggi premi risiko semakin rendah *underpricing*. Hal ini menunjukkan bahwa tingginya premi risiko akan menarik minat investor untuk melakukan investasi pada saham (saham likuid) yang berarti informasi asimetri menurun, pada gilirannya *underpricing* menurun.
4. Kerentanan pasar secara parsial berpengaruh negatif terhadap *underpricing* di sektor keuangan. Dalam hal ini kerentanan pasar negatif tidak kosisten dengan teori, kemungkinan karena kerentanan pasar memiliki bias yang terjadi akibat adanya perdagangan yang tidak sinkron (transaksi perdagangan jarang terjadi).
5. Informasi asimetri secara parsial berpengaruh positif terhadap *underpricing* di sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi. Artinya semakin tinggi informasi asimetri semakin tinggi *underpricing*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi

terjadinya ketimpangan dalam mengakses dan mengolah informasi akan menyebabkan harga pasar saham semakin tinggi dibanding harga penawarannya.

6. Manajemen laba secara moderator berpengaruh terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan *underpricing* di sektor keuangan. Ini berarti semakin besar manajemen laba maka pengaruh hubungan kausal dari informasi asimetri terhadap *underpricing* semakin melemah.
7. Ukuran perusahaan (dengan proksi perusahaan kecil berdasarkan Ln volume perdagangan) secara moderator berpengaruh terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan *underpricing* di sektor aneka industri. Hal ini menunjukkan bahwa semakin kecil ukuran perusahaannya (dengan proksi perusahaan kecil berdasarkan indikator Ln volume perdagangan) maka pengaruh hubungan kausal dari informasi asimetri terhadap *underpricing* semakin menguat.

Saran akademis bagi pengembangan ilmu pengetahuan adalah sebagai berikut:

1. Jika dilihat dari hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa kerentanan pasar tidak berpengaruh secara signifikan terhadap informasi asimetri, maka perlu diadakan penelitian lain tentang pengukuran risiko terkait dengan masalah integritas *financial intermediaries*, penipuan efek, manipulasi pasar dan keterbukaan emiten. Penelitian mengenai integritas *financial intermediaries*, penipuan efek, manipulasi pasar dan keterbukaan emiten akan berguna untuk melengkapi pemahaman bagi investor tentang risiko yang dihadapi.
2. Dari pengujian hipotesis menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (dengan proksi perusahaan besar berdasarkan volume perdagangan, proksi perusahaan besar berdasarkan total aktiva, proksi perusahaan kecil berdasarkan total aktiva) secara moderator tidak berpengaruh terhadap hubungan antara informasi asimetri dengan *underpricing*, maka perlu diadakan penelitian yang lebih mendalam tentang ukuran perusahaan yang diproksi dengan total penjualan (pendapatan) atau rata-rata tingkat penjualan (pendapatan). Tujuannya adalah untuk pengembangan ilmu manajemen keuangan dan investasi.
3. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa premi risiko dan kerentanan pasar secara simultan tidak berhasil menjelaskan dengan baik variasi informasi asimetri, maka perlu diadakan penelitian lebih lanjut tentang faktor-faktor eksternal yang dapat mempengaruhi informasi asimetri berupa pengaruh dari kondisi ekonomi, politik dan keamanan. Faktor-faktor eksternal tersebut perlu diperhitungkan mengingat selama periode 1994-2004 faktor-faktor tersebut menjadi isu yang mendapat perhatian besar dari para investor.
4. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa persentase perubahan nilai *underpricing* yang disebabkan oleh perubahan nilai premi risiko, kerentanan pasar dan informasi asimetri di sektor keuangan, dan sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi tidak begitu besar. Oleh karena itu, perlu diadakan penelitian lebih lanjut tentang pengaruh keempat variabel ini dengan menggabungkan konsep benturan kepentingan antara manajemen perusahaan dan penjamin emisi, maupun pada penggunaan perbandingan kinerja keuangan perusahaan (industri) sejenis, sehingga dapat diuji kesahian hasil penelitian ini. Tujuannya adalah demi pengembangan ilmu manajemen keuangan dan investasi.

Sedangkan saran bagi pihak-pihak yang berkepentingan adalah:

1. Dalam pertimbangan untuk memilih saham yang dimasukkan dalam portofolionya, investor dapat dan perlu memasukkan

faktor premi risiko (dengan ukuran nilai perbedaan antara imbal hasil pasar dengan tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia), kerentanan pasar (dengan ukuran nilai beta), informasi asimetri (dengan ukuran nilai *bid ask spread* yang disesuaikan), manajemen laba (dengan ukuran nilai *discretionary accruals*), dan ukuran perusahaan (dengan ukuran perusahaan kecil berdasarkan ln volume perdagangan) sebagai salah satu pertimbangan investasi.

2. Perlu adanya justifikasi mengenai penyajian dan pengungkapan laporan keuangan perusahaan yang *go public* bukan merupakan bentuk informasi yang direkayasa. Untuk itu, kiranya sangat diperlukan berbagai upaya untuk mempersamakan persepsi dalam suatu sistem keadilan mengenai tindakan kriminal yang terintegrasi (*Integrated Criminal Justice System*) di antara pembuat undang-undang (peraturan), penegak hukum (hakim, jaksa, kepolisian, dan BAPEPAM-LK), serta masyarakat pasar modal. Tujuannya adalah paling tidak sistem ini nantinya mampu melindungi kepentingan investor dengan meningkatnya akurasi dan kepercayaan terhadap transparansi (keterbukaan) perusahaan sebagaimana yang diwajibkan oleh peraturan di bidang pasar modal.
3. Dalam melakukan analisa prospektus, investor harus melakukan analisa dan interpretasi sebelum mengambil keputusan investasi, karena sebagian besar informasi yang disajikan di prospektus merupakan data historis (investor perlu membuat perkiraan dan proyeksi mengenai kondisi di masa mendatang); dan bersifat kualitatif (investor perlu pertimbangan-pertimbangan (*judgement*) tertentu untuk mengambil keputusan). Analisa dan interpretasi perlu dilakukan karena kadangkala laporan keuangan kurang mencerminkan kinerja perusahaan yang sebenarnya. Oleh karena itu, sewaktu akan mengambil keputusan investasi investor hendaknya tidak hanya melihat laporan keuangan dalam prospektus perusahaan, tetapi juga hal-hal lain yang bersifat kualitatif.
4. Investor agar secara terus menerus mengikuti perkembangan perusahaan tempat menanamkan sahamnya sehingga dapat melakukan antisipasi dan langkah-langkah sehubungan perubahan-perubahan yang terjadi. Caranya dengan pemahamam yang baik tehadap aksi-aksi korporasi yang dilakukan perusahaan. Pemahaman yang baik tersebut akan menggiring investor kepada sebuah gambaran yang utuh bagaimana keputusan perusahaan berdampak terhadap kepentingan pemegang saham. Dengan demikian, para investor mendapat gambaran yang jelas kemana perusahaan tersebut akan dibawa sehingga investor dapat bersikap dan mengambil keputusan rasional atas investasinya, seperti keputusan membeli atau menjual saham, atau keputusan untuk mengubah komposisi portofolio investasinya.
5. Perlu adanya transparansi (keterbukaan) dari perusahaan *go public*. Dalam arti laporan atau keterangan yang diberikan oleh perusahaan *go public* kepada investor atau calon investor harus memuat informasi penting yang dibutuhkan publik secara bertanggungjawab, sebab transparansi (keterbukaan) sangat diperlukan untuk memberikan kemungkinan yang seragam mengenai penilaian harga saham dan nilai perusahaan yang sesungguhnya sehingga mengurangi ketidakpastian investor dan calon investor dalam memperkirakan imbal hasil yang akan diterimanya.
6. Investasi merupakan suatu proses yang menyangkut risiko. Sedangkan perlindungan yang diberikan pemerintah hanyalah menjamin investor untuk memperoleh informasi yang lengkap mengenai risiko yang dihadapi; diluar risiko-risiko *normal business risk*, misalnya menyangkut integritas finansial para

financial intermediaries, penipuan efek, manipulasi pasar dan keterbukaan emiten. Untuk itu, pemerintah dalam hal ini Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM-LK) sebagai regulator harus menjadi menjadi wasit yang tegas dan fair serta berpegang pada aturan main dan objektif dalam memberikan sanksi pada setiap pelanggaran. Di samping itu, BAPEPAM-LK perlu pula meningkatkan pengawasan sehingga dapat mendeteksi secara dini setiap penyimpangan yang terjadi dalam perdagangan seperti penipuan efek, manipulasi pasar dan perdagangan dengan menggunakan informasi orang dalam.

DAFTAR RUJUKAN

Aida Ainul Mardiyah. 2002[b]. "Pengaruh Anomali IPO di Pasar Perdana Terhadap Initial Return: Pendekatan WIPO sebuah Perspektif Dalam Melihat Anomali". Dalam Susilo, Sri.Y & Miyono, Aris (penyunting). *Proceeding Simposium Nasional Bidang Ilmu Ekonomi, Akuntansi, dan Manajemen*, hlm. 219-151. Yogyakarta: Penerbit Universitas Atma Jaya.

Amihud, Yakov dan Mendelson, Haim. 1986. "Asset Pricing and The Bid Ask Spread". *Journal of Financial Economics*, **17**: 223-249.

Beatty, R.P. 1989. Auditor Reputation and The Pricing of Initial Public Offering. *Accounting Review*, **64** (4): 693-709, October.

Bekaert, Geert dan Wu, Guojun. 2000. Asymmetric Volatility and Risk in Equity Markets. *Review of Financial Studies*, vol.13: 1-42.

Booth, James R., dan Chua, Lena.1996. "Owner Dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing". *Journal of Financial Economics*, **41**: 291-310.

Buck, G.C. 1990. *Capital Raising and Financial Structure*. Richard D Irwin.

Chen, Jing. 2005. *Pervasive Liquidity Risk and Asset Pricing*. Melalui <http://www2.gsb.columbia.edu/doctoral/students/job/jc2017_dis.pdf>.

Coller, M dan T.Yohn. 1997. "Management Forecasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid Ask Spreads". *Journal of Accounting Research*, **35** (2): 181-191.

Choi, Mun-Soo dan Kim,Yong H. 2005. *The Asymmetric Adjustment of IPO Prices to Positive versus Negative Information and The Role of R & D in IPO Pricing*. Melalui <http://www.fma.org/Papers/IPORDChicagoCoiKim.pdf>.

Ellul, ndrew dan Pagano, Marco. 2003. *IPO Underpricing and After Market Liquidity*. Melalui <http://www.inirs.org/capri/papers/191ellul.pdf>.

Fukao. 1988. "In Market Microstructure and Market Liquidity". Jun Muranaga dan Tokiko Shimizu melalui <http://www.is.org./publ/cgfs11Mura_a.pdf>.

Gregoriou, Andros. et.al. 2002. *Information Asymmetry and the Bid-Ask Spread: Evidence from the UK*. Melalui <http://www.lenkerratt.Ocatch. com/spreadJan04.pdf>.

Gunter, et.al. 2002. *Who Knows What When? The Information Content of Pre IPO Market Prices*. March. Melalui <http://www.papers.ssm.com/sol3/papers.cfm/abstract_id+=302279>.

Jogiyanto. 2004. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*. Cetakan Pertama. Yogyakarta : BPFE UGM.

Kim, et al. 1993. "Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea". *Journal of Business Financial and Accounting*, **20** (2): 195-211.

Mazzota, Stefano. 2003. *How Important is Asymmetric Variance for International*

Asset Pricing?. Melalui <http://www.fma.org/Zurich/Papers/310158.pdf>.

Misnen Ardiansyah. 2004. "Pengaruh Variabel Keuangan Terhadap Return Awal dan Return 15 Hari Setelah IPO serta Moderasi Besaran Perusahaan terhadap Hubungan antara Variabel Keuangan dengan Return Awal dan Return 15 Hari Setelah IPO di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 7 (2): 125-153.

Richardson,VJ. 1998. "Information Asymmetry and Earnings Management: Some Evidence". *Working Paper*, University of Kansas.

Silvia Siregar.2002. *Pengaruh Pertumbuhan Hutang, Asimetri Informasi dan IOS Terhadap Penilaian Pasar atas Discretionary Accruals. Simposium Nasional Akuntansi 5.* Semarang 5-6 September, hal : 39-58.

Siti Nurhidayati dan Nur Indrianto. 1998. "Analisis Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underpriced Pada Penawaran Perdana Di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, vol.13(1) : 21-38.

Sterling, D.H. 1987. "The Strategy Behind IPO Pricing". *Cash Flow*. March: 32-36.

Suharyadi dan Purwanto S.K.2003. *Statistika untuk Ekonomi dan Keuangan Modern.* Buku I. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.

Taylor, Bryan. 2001. *The Equity Risk Premium.* Melalui<http://www.globalfindata.comarticles/ erp.doc>.

Teoh, S.H, et.al. 1998[a]. "Earnings Management and the Long Run Market Performance of Initial Public Offering". *Journal of Finance*, **53** (6): 1935-1974.

Wiwik Utami.2005. "Dampak Pengungkapan Sukarela Dan Manajemen Laba Terhadap Biaya Modal Ekuitas Dengan Asimetri Informasi sebagai Variabel Intervening". *Disertasi*, hal :134-137.

Wu, Guojun.2001. "The Determinants of Asymmetric Volatility". *Review of Financial Studies*, **14**: 837-859.