

FORDEMA



(FORUM DOSEN EKONOMI MANAJEMEN dan AKUNTANSI)

Volume 5 Nomor 2, November 2005

- | | |
|--|-------------|
| 1. <i>Price Dependence in Two-Sector Economy With Constant Cost</i>
<i>A Theoretical Explanation of The Obligation To Pay Zakah.</i>
Munrokhim Misanam | 1095 - 1102 |
| 2. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Perubahan Profitabilitas dan
Pertumbuhan Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta
Sa'adah Siddik | 1103 - 1114 |
| 3. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Aglomerasi di Kota Palembang.
Junaldi Tarwiyanto | 1115 - 1133 |
| 4. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kemampuan Pelayanan Koperasi
Serta Dampaknya Terhadap Loyalitas Pelanggan Anggota.
Fatimah | 1135 - 1156 |
| 5. <i>Underpricing</i> dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Penawaran
Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta.
Isnurhadi, Sjaruddin | 1157 - 1173 |
| 6. Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Return Saham di Bursa
Efek Jakarta Berdasarkan Peristiwa Krisis Keuangan pada Tahun 1997
Ibrahim Rachman | 1175 - 1189 |
| 7. Pengalihan Pajak Dengan Surat Paksa Untuk Meningkatkan Penerimaan
Pajak Penghasilan
Andi | 1191 - 1199 |
| 8. Pengaruh Informasi Akuntansi Dalam Prospektus Terhadap
Keberhasilan <i>Initial Public Offering (IPO)</i> di Pasar Modal Indonesia
Helmi Yazid | 1201 - 1218 |
| 9. Penerapan PSAK No. 46 Terhadap Laporan Keuangan Pada
Perusahaan <i>Food and Beverage</i> yang <i>Go public</i> Serta Pengaruh
Implementasinya Pada Rasio Keuangan Perusahaan
Kencana Dewi, Kristien Islamanti | 1219 - 1231 |
| 10. Pengaruh Penerapan Good Corporate Governmance Terhadap Tingkat
Kesehatan Perbankan.
Suci Kumala Sarry, Mukhtarudin | 1233 - 1245 |

LEMBAGA PENERBIT
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH PALEMBANG

Fordema Vol. 5 No. 2 Hal 1095-1245 Palembang 1 November 2005 ISSN 1412-0437

FORDEMA

(Forum Dosen Ekonomi Manajemen dan Akuntansi)

Volume 5 Nomor 2, November 2005

DEWAN REDAKSI

Pimpinan Umum / Penanggung Jawab / Pimpinan Redaksi
Sunardi

Wakil Ketua Penyunting

Wani Fitriah

Dewan Penyunting

Munrokkhim (Universitas Islam Indonesia),
Edy Suandi Hamid (Universitas Islam Indonesia),
Bambang Widagdo (Universitas Muhammadiyah Malang),
Hj. Nurlina Tarmizi (Universitas Sriwijaya),
Diah Natalisa (Universitas Sriwijaya),
Sa'adah Siddik (Universitas Muhammadiyah Palembang),
Fatimah (Universitas Muhammadiyah Palembang),
Mustofa Marli Batubara (Universitas Muhammadiyah Palembang),
Ibrahim Rachman (Universitas Muhammadiyah Palembang),
Diah Isnaini Asiati (Universitas Muhammadiyah Palembang),
dan M. Soleh Idrus (Universitas Muhammadiyah Palembang).

Penyunting Pelaksana

Belliwati Kosim

Hj. Kholilah

Amidi

Betri

Mizan

Redaksi Pelaksana

Fauziah

FORDEMA diterbitkan sejak 2001, dengan frekuensi 2 kali setahun.
Redaksi menerima karangan ilmiah tentang hasil-hasil penelitian,
survey, dan telaah pustaka yang erat hubungannya dengan bidang Ekonomi.

Alamat Redaksi / Penerbit :

Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Palembang

Jl. Jend. A. Yani 13 Ulu Palembang (30263)

Telp (0711) 511433 (hunting) Fax (0711) 518018

Pengantar Redaksi

Pembaca Fordema yang terhormat,

Assalamu'alaikum Wr. Wb.

Alhamdulillah, puji dan syukur kita panjatkan kehadirat Allah SWT, karena edisi demi edisi jurnal FORDEMA dapat menemui kita. Pada edisi ke enam ini kami boleh berbangga dengan hadirnya para penulis yang hampir delapan puluh persen lebih merupakan penulis dari berbagai Perguruan Tinggi di Sumatera dan Jawa.

FORDEMA kali ini menyajikan berbagai artikel yang menarik di bidang ekonomi seperti **Munrokhim Misanam** tentang Price Dependence In Two-Sector Economy With Constant Cost (A Theoretical Explanation of The Obligation To Pay Zakah), yang menyajikan hasil pemikiran sendiri bahwa Islam is making people with higher income (sector one) to pay charity to the poor (people in sector two). **Junaidi Tarwiyanto** tentang, Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Aglomerasi di Kota Palembang. Penelitian **Fatimah** dengan judul Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kemampuan Pelayanan Koperasi Serta Dampaknya Terhadap Pelanggan Anggota. **Ibrahim Rachman** tentang, Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta Berdasarkan Peristiwa Krisis Keuangan Pada Tahun 1997. Sedangkan **Isnurhadi** dan **Sjaruddin** menghasilkan karya penelitian dengan judul Underpricing dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta.

Tak kalah sangat menariknya hasil penelitian dari bidang Akuntansi, **Sa'adah Siddik** mengupas Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Perubahan Profitabilitas dan Pertumbuhan Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Penagihan Pajak Dengan Surat Paksa Untuk Meningkatkan Penerimaan Pajak Penghasilan merupakan penelitian oleh **Andi**. Hasil karya **Helmi Yazid** tentang Pengaruh Informasi Akuntansi Dalam Prospektus Terhadap Keberhasilan Initial Public Offering (IPO) di Pasar Modal Indonesia. Kerja sama antara **Kencana Dewi** dan **Kristien Islamanti** menghasilkan karya ilmiah dengan judul Penerapan PSAK No.46 Terhadap Laporan Keuangan Pada Perusahaan Food and Beverage yang Go Public Serta Pengaruh Implementasinya Pada Rasio Keuangan Perusahaan, dan sumbangan karya ilmiah terakhir oleh **Suci Kumala Sarry** dan **Mukhtarudin** dengan judul Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance Terhadap Tingkat Kesehatan Perbankan.

Tiada gading yang tak retak, berbagai kritik dan saran yang membangun selalu kami harapkan. Terima kasih dan semoga artikel-artikel ini bermanfaat bagi pembaca semua.

Wassalamu'alaikum Wr. Wb

Palembang, November 2005

Redaksi

1. *Price Dependence in A Theoretical Explanation*
Munrokhim Misanam
2. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Pertumbuhan Perusahaan
Sa'adah Siddik
3. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kemampuan Pelayanan Koperasi Serta Dampaknya Terhadap Pelanggan Anggota
Junaidi Tarwiyanto
4. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Aglomerasi di Kota Palembang
Fatimah
5. *Underpricing dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta*
Isnurhadi, Sjaruddin
6. Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta Berdasarkan Peristiwa Krisis Keuangan Pada Tahun 1997.
Ibrahim Rachman
7. Penagihan Pajak Dengan Surat Paksa Untuk Meningkatkan Penerimaan Pajak Penghasilan.
Andi
8. Pengaruh Informasi Akuntansi Dalam Prospektus Terhadap Keberhasilan Initial Public Offering (IPO) di Pasar Modal Indonesia.
Helmi Yazid
9. Penerapan PSAK No.46 Terhadap Laporan Keuangan Pada Perusahaan Food and Beverage yang Go Public Serta Pengaruh Implementasinya Pada Rasio Keuangan Perusahaan.
Kencana Dewi, Kristien Islamanti
10. Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance Terhadap Tingkat Kesehatan Perbankan.
Suci Kumala Sarry, Mukhtarudin

F O R D E M A

(Forum Dosen Ekonomi Manajemen dan Akuntansi)

Volume 5 Nomor 2, November 2005

DAFTAR ISI

1. *Price Dependence in Two-Sector Economy With Constant Cost
A Theoretical Explanation of The Obligation To Pay Zakah.* 1095 - 1102
Munrokhim Misanam
2. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Perubahan Profitabilitas dan
Pertumbuhan Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta
Sa'adah Siddik 1103 - 1114
3. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Aglomerasi di Kota Palembang.
Junaidi Tarwiyanto 1115 - 1133
4. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kemampuan Pelayanan Koperasi
Serta Dampaknya Terhadap Loyalitas Pelanggan Anggota.
Fatimah 1135 - 1156
5. *Underpricing* dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Penawaran
Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta. 1157 - 1173
Isnurhadi, Sjaruddin
6. Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Return Saham di
Bursa Efek Jakarta Berdasarkan Peristiwa Krisis Keuangan pada
Tahun 1997. 1175 - 1189
Ibrahim Rachman
7. Penagihan Pajak Dengan Surat Paksa Untuk Meningkatkan Penerimaan
Pajak Penghasilan. 1191 - 1199
Andi
8. Pengaruh Informasi Akuntansi dalam Prospektus Terhadap
Keberhasilan *Initial Public Offering (IPO)* di Pasar Modal Indonesia.
Helmi Yazid 1201 - 1218
9. Penerapan PSAK No.46 Terhadap Laporan Keuangan Pada Perusahaan
Food and Beverage yang *Go Public* Serta Pengaruh Implementasinya
Pada Rasio Keuangan Perusahaan. 1219 - 1231
Kencana Dewi, Kristien Islamanti
10. Pengaruh Penerapan *Good Corporate Governance* Terhadap Tingkat
Kesehatan Perbankan. 1233 - 1245
Suci Kumala Sarry, Mukhtarudin

dirat Allah SWT, karena edisi
edisi ke enam ini kami boleh
delapan puluh persen lebih
atera dan Jawa.

ng menarik di bidang ekonomi
In Two-Sector Economy With
gation To Pay Zakah), yang
ng people with higher income
or two). **Junaidi Tarwiyanto**
di Kota Palembang. Penelitian
ruhi Kemampuan Pelayanan
Anggota. **Ibrahim Rachman**
Return Saham di Bursa Efek
la Tahun 1997. Sedangkan
dengan judul *Underpricing* dan
rdana di Bursa Efek Jakarta.

ari bidang Akuntansi, **Sa'adah**
Perubahan Profitabilitas dan
arta. Penagihan Pajak Dengan
ghasilan merupakan penelitian
h Informasi Akuntansi Dalam
ering (IPO) di Pasar Modal
stien Islamanti menghasilkan
adap Laporan Keuangan Pada
ta Pengaruh Implementasinya
anya ilmiah terakhir' oleh **Suci**
h Penerapan *Good Corporate*

saran yang membangun selalu
ini bermanfaat bagi pembaca

Palembang, November 2005

Redaksi

Ball, William. 2000. *Demystifying the Supplier-Customer Interface*, Work Study, Vol. 49, No. 1.

He, M. 1967. *Elementary Sampling Theory*, New Jersey, Prentice Hall Inc Englewood Cliffs.

Wirasasmita. 1995. *Fungsi Objektif Koperasi*, Institut Manajemen Kopersai Indonesia, Bandung.

_____ 2000. *Strategi Menyiapkan Koperasi Fungsional Dalam Memasuki dan Mengekspansi Usahanya ke Luar*, Makala Seminar, Ciamis.

Valarie A., and Bitner Mary Jo. 1996. *Service Marketing*, International Edition, The McGraw-Hill Book Co, Singapore.

UNDERPRICING DAN FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PENAWARAN SAHAM PERDANA DI BURSA EFEK JAKARTA

Isnurhadi ¹, Sjaruddin ²

Abstract

Many research about initial public offering or shortened by IPO conducted to explain the phenomenon IPO which oppose against the theory of market efficiency, that is initial return experiencing of underpricing. This article is written to add literature [in] the area by taking object of initial public offering research in Stock Exchange Jakarta for the period of 1993-1997. This study show the phenomenon underpricing is also happened in Stock Exchange Jakarta. This finding support the finding of differ from various world corner. Hereinafter, we form the model by including some factor which theoretically and also empirical standing a chance can explain the the phenomenon. There are seven factor taken that are old age the company factor, level of share which on the market, mount the advantage, level of share offer, assess the company, reputation of auditor and reputation of emission guarantor. Result of this study indicate that not all seven factor used in model signifikan statistically. We find that factor is ownership of very signifikan relate to the underpricing, so also with the dirty acceptance factor and level of company value. So also with the factor of reputation of emission guarantor of related to underpricing. Hereinafter, this study find that company age correlate the negativity by underpricing but not signifikan, so also with the factor mount the advantage correlate the positif but not signifikan and positive coresponding auditor reputation but not signifikan.

Key Words : *Initial public offering dan underpricing*

Pemahaman akan pasar perdana sangat penting tidak hanya bagi investor dan penjamin (*underwriter*) namun juga bagi para manajer keuangan (*financial manager*). Di samping itu pula, manajer keuangan suatu perusahaan yang sudah menjual sahamnya di bursa (*going public*) harus memahami fungsi daripada pasar perdana sebab banyak perusahaan yang beralih dari perusahaan nonpublik

menjadi perusahaan public (*going public*) dan kembali lagi menjadi perusahaan nonpublik (*going private*).

Berkaitan dengan *going public*, ada suatu anggapan umum bahwa sebagian besar penjualan saham perdana atau *initial public offering* (IPO) mengalami *underpricing*. Hal ini juga diperkuat oleh banyak penelitian. *Underpricing* menyebabkan perusahaan yang akan menjual saham perdana

(*initial public offering*) menjadi tidak bergairah karena hasil dari penjualan saham perdana tidak mencerminkan nilai intrinsik saham yang bersangkutan. Selanjutnya pula, fenomena *underpricing* ini merupakan suatu tantangan terhadap teori efisiensi pasar yang menyebutkan bahwa pasar bersifat efisien terhadap informasi yang berkenaan dengan saham yang bersangkutan.

Penilaian harga saham perdana didasarkan sebagian atas informasi keuangan dan akuntansi yang ada pada prospektus. Misalnya, aset bersih perusahaan setelah perusahaan menerbitkan saham dan catatan historis keuntungan di masa lampau akan menjadi parameter yang sangat penting bagi investor dalam rangka menaksir harga yang wajar suatu perusahaan yang akan menjual saham perdananya di pasar. Selanjutnya, penjelasan tentang mengapa perusahaan melakukan penjualan saham ke publik, digunakan untuk apa dana yang diperoleh dari hasil penjualan saham, diskusi tentang prospek ekonomi di masa datang dan perkiraan-perkiraan tentang pendapatan dan dividen yang ada di dalam prospektus memberikan informasi yang sangat berharga bagi investor potensial. Namun, pada saat yang sama banyak sekali ketidak-pastian di dalam penentuan harga saham perdana akibat daripada kurangnya *monitoring* oleh bursa terhadap kinerja perusahaan sebelum *go public* dan juga risiko yang melekat yang berhubungan dengan perkembangan perusahaan yang demikian cepat.

Studi awal tentang IPO semata-mata ditujukan untuk menyelidiki potensi

keuntungan yang bisa didapat oleh investor bila membeli saham pada pasar perdana. Hasil penelitian secara konsisten menunjukkan bahwa secara rata-rata, IPO memberikan *return* yang positif secara signifikan dalam jangka pendek dan pada umumnya dipercaya bahwa hal ini terjadi akibat daripada terjadinya *underpricing* saham-saham perdana yang dilakukan oleh penjamin. Banyak studi yang melihat implikasinya terhadap teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Kesimpulan umum yang diperoleh adalah konsisten dengan EMH, harga menyesuaikan dengan cepat terhadap *underpricing*, dan investor yang membeli saham yang baru terbit di pasar sekunder (misalnya, satu minggu atau satu bulan setelah pasar perdana) tidak mendapatkan *return* di atas normal (*excess return*).

Penelitian yang lebih baru (Beatty and Ritter), (Ritter), (Rock) meneliti lebih dalam lagi tidak hanya sebatas bukti-bukti *underpricing*, akan tetapi mencoba mendapatkan jawaban dan memberikan suatu argumentasi teoritis yang menjelaskan *underpricing* dari sudut informasi asimetri diantara pedagang. Investor (pedagang) pada IPO sudah mendapat informasi sebelumnya (*ex ante*) tentang harga pasar ekuilibrium atau tidak mendapatkan informasi sebelumnya. Jika IPO *underprice*, investor yang sudah mendapat informasi akan membeli saham perdana, menyebabkan penerbitan saham baru tersebut kemungkinan besar akan mendapat pelanggan yang berlebihan (*oversubscribed*) sehingga dibutuhkan pengalokasian atau peninjataan saham.

gan yang bisa didapat oleh investor jika membeli saham pada pasar perdana. Hasil penelitian secara konsisten menunjukkan bahwa secara rata-rata IPO memberikan *return* yang positif yang signifikan dalam jangka pendek dan umumnya dipercaya bahwa *underpricing* saham-saham perdana disebabkan oleh penjamin. Banyak penelitian melihat implikasinya terhadap Efficient Market Hypothesis (EMH). Secara umum yang diperoleh konsisten dengan EMH, harga saham naik dengan cepat terhadap *underpricing*, dan investor yang membeli saham yang baru terbit di pasar perdana (misalnya, satu minggu atau dua minggu setelah pasar perdana) tidak mendapatkan *return* di atas normal (*abnormal return*).

Penelitian yang lebih baru (Ritter and Ritter), (Ritter), (Rock) dan lainnya lebih dalam lagi tidak hanya membuktikan *underpricing*, akan tetapi mencoba mendapatkan jawaban yang memberikan suatu argumentasi yang menjelaskan *underpricing* sebagai akibat dari informasi asimetri di antara investor. Investor (pedagang) pada pasar perdana sudah mendapat informasi sebelum IPO (*ex ante*) tentang harga pasar saham IPO atau tidak mendapatkan informasi sebelumnya. Jika IPO *underpriced*, investor yang sudah mendapat informasi akan membeli saham perdana yang menyebabkan penerbitan saham IPO tersebut kemungkinan besar akan mendapat pelanggan yang berlebihan (*oversubscribed*) sehingga dibutuhkan alokasi atau penjatahan saham.

Pedagang yang tidak mendapatkan informasi sebelumnya akan mendapatkan penjatahan sesuai yang mereka pesan.

Sebaliknya, jika penerbitan saham mengalami *overpriced*, investor yang memiliki informasi akan menghindari pembelian saham menyebabkan hanya investor yang tidak memiliki informasi yang melakukan pemesanan saham. Rata-rata *underpricing* yang dialami saham perdana (IPO) dianggap sebagai kompensasi bagi investor yang tidak memiliki informasi dalam rangka merayu mereka untuk tetap berpartisipasi di dalam pasar perdana.

Dalam penelitian ini tidak hanya besarnya *underpricing* yang akan diselidiki namun yang lebih penting lagi akan dicari penyebab-penyebabnya berdasarkan teori-teori yang ada maupun studi-studi empiris yang sudah dilakukan di banyak negara baik negara maju seperti Amerika Serikat, Inggris, Perancis, Jerman, Jepang maupun negara berkembang seperti Malaysia, Taiwan, Thailand, Philipina dan seterusnya.

Review Literatur dan Hipotesis

Review Literatur

Secara internasional terbukti bahwa IPO mengalami *underpricing* dalam jangka pendek namun dalam jangka panjang sebagian IPO mengalami *underpricing* dan sebagian lagi *overpricing*. Sebagian besar penelitian tentang IPO dilakukan di pasar modal negara-negara maju seperti di Amerika Serikat dan Eropah. Ibbotson and Jaffe (1975) menemukan bahwa

rata-rata *initial returns* yang diperoleh investor yang berpartisipasi pada pasar perdana sebesar 16.83%. Ritter (1991) melaporkan rata-rata *initial returns* sebesar 14.32%. dan Ibbotson, Sindelar, and Ritter (1994) menjumpai rata-rata *initial returns* of 15.30%. Ketiga penelitian ini dilakukan di Amerika Serikat.

Penelitian di negara-negara maju lainnya di Eropah ditemukan juga bahwa pasar perdana (IPO) mengalami *underpricing*. Husson and Jacquillat (1990) menemukan bahwa rata-rata *initial returns* 4.0% di Perancis. Levis (1993) melaporkan rata-rata *initial returns* 14.3% di Inggris. Kunz and Aggarwal, (1994) menemukan rata-rata *initial returns* 35.8% di Switzerland. Kooli and Suret (2001) melaporkan IPOs mengalami *underpricing* secara signifikan bila dibandingkan dengan perusahaan yang melakukan penerbitan lanjutan (*seasoned equity offering*) yang mempunyai kapitalisasi pasar yang sama untuk sample 445 IPOs yang terjadi antara Januari 1991 dan Desember 1998. Sebagai perbandingan, kajian-kajian di negara-negara berkembang (*emerging market*) menunjukkan bahwa IPO mengalami *underpricing* yang lebih besar lagi. Dawson (1987) melaporkan bahwa rata-rata *initial return* 13.80% di Hong Kong, 39.4% di Singapore dan 166.67% di Malaysia. Di Chile, rata-rata *initial return* 16.3% seperti dilaporkan oleh Aggarwal dkk (1993). Myers and Paudyal (1996) meneliti *initial return* and kinerja jangka panjang saham perusahaan-perusahaan yang diprivatisasi dan perusahaan-perusahaan swasta di

Inggris. IPO perusahaan-perusahaan yang diprivatisasi memberikan *underpricing* yang signifikan yaitu 38.7%, sementara untuk perusahaan swasta hanya 3.4%. Paudyal et al. (1998) melakukan studi terhadap IPO di Malaysia. Mereka menemukan bahwa IPO perusahaan yang diprivatisasi mengalami *underpricing* yang jauh lebih besar dibanding perusahaan swasta.

Dari kajian-kajian terdahulu terhadap fenomena IPO baik yang dilakukan di negara-negara maju seperti Amerika Serikat, Inggris, Perancis, Jepang maupun di negara-negara berkembang dapat ditarik suatu kesimpulan bahwa dalam jangka pendek IPO mengalami *underpricing*. Hal ini merupakan fenomena menarik karena dapat dijadikan bahan bagi investor untuk berpartisipasi di pasar perdana karena memberikan tingkat *return* yang cukup besar.

Hipotesis

Dari kerangka penelitian tersebut di atas berikut ini diturunkan beberapa hipotesis yang akan diuji untuk melihat seberapa baik model yang dibentuk dan sejauhmana tingkat signifiansi daripada masing-masing variabel yang dipilih.

- H1: Saham perdana yang diterbitkan perusahaan mengalami *underpricing*
- H2: Umur perusahaan mempunyai hubungan negatif dengan besarnya *underpricing*.

- H3: Besarnya saham yang ditawarkan mempunyai hubungan negatif dengan *underpricing*.
- H4: Besar tingkat keuntungan mempunyai hubungan negatif dengan *underpricing*.
- H5: Besarnya hasil emisi saham mempunyai hubungan negatif dengan *underpricing*.
- H6: Nilai perusahaan sebelum emisi mempunyai hubungan positif dengan *underpricing*.
- H7: Reputasi auditor mempunyai hubungan positif dengan *underpricing*.
- H8: Reputasi penjamin emisi mempunyai hubungan positif dengan *underpricing*.

Metodologi Penelitian

Penelitian ini menggunakan data skunder. Dengan demikian sampel yang diambil adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1994 sampai dengan 1997 di Bursa Efek Jakarta. Penarikan sampel dilakukan dengan sensus sebab semua perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1993-1997 dijadikan sampel. Dari penarikan sampel tersebut diperoleh sebanyak 125 perusahaan yang melakukan IPO. Dari 125 sampel tersebut akan dipilih sedemikian rupa sehingga diperoleh suatu sampel yang memenuhi semua kriteria yang diperlukan terutama yang berhubungan dengan kelengkapan data untuk analisis. Sampel akhir yang diolah berjumlah 96 perusahaan.

Analisis data digunakan dua langkah. Langkah pertama dilakukan

analisis untuk menentukan apakah terjadi *underpricing* pada IPO. Langkah kedua untuk melihat faktor-faktor yang dapat menerangkan akan fenomena *underpricing* tersebut. Untuk melihat terjadinya *underpricing*, pertama-tama harus dihitung terlebih dahulu *initial return* dari IPO tersebut. *Initial return* saham ke *i* didefinisikan sebagai prosentase *return* dari harga saham perdana sampai pada harga hari pertama saham diperdagangkan di pasar sekunder. Rumus untuk menghitungnya adalah sebagai berikut:

$$r_{i1} = \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{i0}} \times 100\%$$

Dimana P_{i1} adalah harga pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder untuk saham ke *i* sedangkan P_{i0} adalah harga saham perdana. Bila jarak waktu antara harga penentuan harga IPO dengan hari pertama perdagangan memakan waktu yang panjang misalnya lebih dari satu bulan maka diperlukan penyesuaian dengan pergerakan pasar dalam hal ini misal *return* indeks komposit. Namun, di sini harga tidak perlu disesuaikan dengan pergerakan pasar karena jarak antara penentuan harga perdana sampai dengan hari pertama perdagangan sangat singkat untuk pasar keuangan Indonesia. *Underpricing* ditentukan apabila hasil dari perhitungan rumus di atas menunjukkan hasil negatif sedangkan bila hasilnya positif maka tidak terjadi *underpricing* melainkan *overpricing*. Untuk menguji apakah secara statistik

terjadi *underpricing* untuk IPO yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta maka digunakan uji statistik t test.

Selanjutnya langkah kedua adalah memeriksa faktor-faktor apa saja yang bertanggungjawab terhadap variabilitas *initial return*. Di dalam langkah kedua ini dilakukan analisis multivariate dengan cara membuat model regresi berganda. Faktor-faktor yang berdasarkan teori ataupun kajian empiris diregresikan dengan *initial return/underpricing*. Variabel dependen yang digunakan pada penelitian ini adalah variabel *underpricing* atau *initial return* (IR). Variabel independen terdiri dari umur perusahaan (AGE), kepemilikan (OWSH) yaitu prosentase saham yang ditawarkan ke publik, tingkat laba (PROFIT), penerimaan kasar (PROCEED) yaitu besarnya penawaran umum, besarnya perusahaan (SIZE), auditor (AUDIT) yaitu variabel dummy sama dengan 1 bila auditor mempunyai reputasi baik dan 0 bila tidak, dan penjamin (UNDERW) yaitu juga variabel dummy sama dengan 1 bila penjamin mempunyai reputasi baik dan 0 bila tidak.

Adapun model yang dibentuk adalah sebagai berikut:

$$IR = \alpha_i + \beta_1 AGE_i + \beta_2 OWSH_i + \beta_3 PROFIT_i + \beta_4 PROCEED_i + \beta_5 SIZE_i + \beta_6 AUDIT_i + \beta_7 UNDERW_i + \varepsilon_i$$

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Untuk periode 1993 sampai dengan 1997, dari sampel sebanyak 125 perusahaan yang menerbitkan saham (*initial public offering*), sebanyak 99 perusahaan yang memberikan *return* positif kepada investor di hari pertama perdagangan. Besarnya tingkat *return* berkisar antara 0,45% sampai 200%. Sebanyak 14 perusahaan memberikan *return* negatif yang berkisar antara -25,64% sampai -3,91%. Sebanyak 12 perusahaan lainnya tidak memberikan *return* sama sekali kepada investor sebab *return* awalnya sebesar 0%.

Rata-rata tingkat *return* awal di Bursa Efek Jakarta adalah sebesar 12,12%, simpangan baku sebesar 23,07% dengan nilai minimum -25,64 dan nilai maksimum 200%. Hasil ini terjadi dengan nilai t-statistik sebesar 5,873 dan signifikan pada 1%. Hal ini menyatakan bahwa rata-rata *return* awal secara nyata berbeda dengan nol. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa fenomena *underpricing* terjadi di Bursa Efek Jakarta untuk periode 1993 sampai 1997.

Penelitian yang dilakukan oleh Dawson dan Hiraki (1985) di Jepang dengan menggunakan sampel 106 perusahaan yang menerbitkan saham baru pada periode 1979 hingga 1984 menunjukkan bahwa *return* awal adalah sebesar 51,90%. Hal ini tidak berbeda jauh dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Pettway dan Kaneko (1997) pada 147 perusahaan yang melakukan penerbitan saham di Jepang

untuk periode 1981 hingga 1993 dengan rata-rata *return* sebesar 49,50%.

Selanjutnya, Hamao et al. (2000) melakukan kajian atas 456 penerbitan awal saham baru untuk periode 1989 hingga 1995 mendapati bahwa *return* awal yang jauh lebih rendah daripada hasil kajian yang dilakukan Dawson dan Hiraki (1985) dan Pettway dan Kaneko (1997), yaitu sebesar 15,70%. Kemudian, Beckman et al. (2001) juga melakukan kajian atas 216 penerbitan saham baru untuk periode 1980 hingga 1998, mereka menemukan *return* awal yang lebih kecil daripada kajian Dawson dan Hiraki (1985) dan Pettway dan Kaneko (1997), tetapi lebih besar daripada hasil kajian Hamao et al. (2000) yaitu sebesar 31,50%.

Di Jerman, Uhlir menemukan *return* sebesar 21,50% atas kajian 97 penawaran awal untuk periode 1977 hingga 1987 dan Ljungqvist (1997) yang melakukan kajian terhadap 180 penawaran awal untuk periode 1970 hingga 1993 mendapatkan *return* awal sebesar 9,20%. Di Kanada Jog dan Riding (1987) melakukan kajian atas 100 penawaran awal untuk periode 1971 hingga 1983 menemukan *return* awal sebesar 11%. Selanjutnya Kooli dan Suret (2004) juga melakukan penelitian di Kanada menemukan bahwa *return* awal adalah sebesar 20,57% atas 445 penawaran awal untuk periode 1991 hingga 1998.

Penelitian di Negara sedang membangun seperti India yang dilakukan oleh Singh dan Mittal (2003) atas 500 penawaran awal untuk priode 1992

hingga 1996 menda
sebanyak 83,22%. D
dan Unite (2001) me
pada 104 penawaran a
1987 hingga 1997 m
awal 22,70%. Selanj
Wetyavivorn dan K
melakukan kajian
penawaran awal unt
hingga 1989 menemu
sebesar 58,10%.
Singapore, Koh dan
meneliti 66 penawa
periode 1973 hingga 1
return awal sebesar 27
al. (1996b) melakukan
dap 128 penawaran a
1973 hingga 1992 m
awal sebesar 31,39%.
(1993) meneliti 132
untuk periode 1980
menemukan *return*
80,30%. Yong (1997
penawaran awal unt
hingga 1994 menemu
sebesar 75,03% dan di
(1998) menemukan *ret*
15,15% untuk 106 pena
periode 1989 hingga 19

periode 1981 hingga 1993 dengan *return* sebesar 49,50%.

Selanjutnya, Hamao et al. melakukan kajian atas 456 penawaran awal saham baru untuk periode 1989 hingga 1995 mendapati *return* awal yang jauh lebih rendah daripada hasil kajian yang dilakukan Dawson dan Hiraki (1985) dan Kaneko (1997), yaitu sebesar 5,70%. Kemudian, Beckman et al. juga melakukan kajian atas 100 penawaran saham baru untuk periode 1980 hingga 1998, mereka menemukan *return* awal yang lebih kecil daripada hasil kajian Dawson dan Hiraki (1985) dan Pettway dan Kaneko (1997), yaitu sebesar 15,70% lebih besar daripada hasil kajian Beckman et al. (2000) yaitu sebesar 5,70%.

Di Jerman, Uhlir menemukan *return* sebesar 21,50% atas kajian 97 penawaran awal untuk periode 1977 hingga 1987 dan Ljungqvist (1997) yang melakukan kajian terhadap 180 penawaran awal untuk periode 1970 hingga 1993 mendapatkan *return* awal sebesar 9,20%. Di Kanada Jog dan Kaneko (1987) melakukan kajian atas 100 penawaran awal untuk periode 1971 hingga 1983 menemukan *return* awal sebesar 11%. Selanjutnya Kooli dan Kaneko (2004) juga melakukan penelitian dan menemukan bahwa *return* awal adalah sebesar 20,57% atas 445 penawaran awal untuk periode 1991 hingga 1998.

Penelitian di Negara sedang berkembang seperti India yang dilakukan Singh dan Mittal (2003) atas 100 penawaran awal untuk periode 1992

hingga 1996 mendapati *return* awal sebanyak 83,22%. Di Filipina, Sullivan dan Unite (2001) melakukan penelitian pada 104 penawaran awal untuk periode 1987 hingga 1997 menemukan *return* awal 22,70%. Selanjutnya di Thailand, Wetyavivorn dan Koo-Smith (1991) melakukan kajian terhadap 32 penawaran awal untuk periode 1988 hingga 1989 menemukan *return* awal sebesar 58,10%. Kemudian di Singapore, Koh dan Walter (1989) meneliti 66 penawaran awal untuk periode 1973 hingga 1987 menemukan *return* awal sebesar 27,20% dan Lee et al. (1996b) melakukan penelitian terhadap 128 penawaran awal untuk periode 1973 hingga 1992 menemukan *return* awal sebesar 31,39%. Di Malaysia, Isa (1993) meneliti 132 penawaran awal untuk periode 1980 hingga 1991 menemukan *return* awal sebesar 80,30%. Yong (1997) meneliti 224 penawaran awal untuk periode 1990 hingga 1994 menemukan *return* awal sebesar 75,03% dan di Indonesia Hanafi (1998) menemukan *return* awal sebesar 15,15% untuk 106 penawaran awal pada periode 1989 hingga 1994.

Dari berbagai kajian yang telah dilakukan orang di beberapa negara maju maupun negara sedang berkembang ternyata fenomena memang terjadi di bursa efek masing-masing negara. Hanya saja besaran *under-pricing* tersebut yang berbeda-beda untuk masing-masing negara tersebut tergantung pada periode penelitian dan besarnya sampel yang digunakan pada penelitian tersebut. Selain itu ada kecenderungan bahwa *return* awal untuk penerbitan saham baru pada akhir tahun 1980an lebih tinggi daripada *return* awal penerbitan saham baru pada periode akhir 1990an.

Sebelum data diproses lebih lanjut dalam bentuk regresi linear maka dilakukan uji diagnostik terhadap 99 sampel dimana terjadi *underpricing*. Adapun uji diagnostik yang dilakukan terdiri dari uji normalitas, uji multikolinieritas, uji homoskedastisitas dan uji outlier. Hasilnya menunjukkan hanya 96 sampel saja yang layak dimasukkan ke dalam analisis regresi. Tabel 3 memberikan gambaran statistik deskriptif dari semua variabel yang akan diolah.

Tabel 1
Hasil Statistik Variabel Penawaran Awal pada Bursa Efek Jakarta
untuk Periode 1993-1997

Variabel	Sample	Rata-rata	S. Deviasi	Minimum	Maksimum
Return Awal	96	.142	.131	.005	.535
Umur	96	16.990	10.665	4.000	55.000
Kepemilikan	96	.264	.094	.028	.660
Laba	96	5.632	4.353	.170	24.710
Penerimaan	96	10.828	.458	9.681	12.404
Ukuran	96	26.256	1.276	23.920	31.180
Auditor	96	.875	.332	.000	1.000
Penjamin	96	.344	.477	.000	1.000

Hasil Analisis Model Regresi atas sampel yang digunakan dalam penelitian ini menunjukkan nilai F-statistik adalah 2,876 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,009. Ini menunjukkan bahwa model yang dibentuk secara keseluruhan cukup baik karena paling tidak ada variabel independen yang secara nyata tidak sama dengan nol. Selanjutnya, hasil regresi juga mendapati nilai $R^2 = 0,186$ dan Adjusted $R^2 = 0,121$. Angka ini relatif rendah yang mempunyai makna bahwa model yang dibentuk hanya mampu menjelaskan variabilitas variabel dependen sebesar 18% saja.

Selanjutnya, variabel umur perusahaan mempunyai nilai t-statistik sebesar -0,31 (tidak signifikan), kepemilikan $t = 2,87$ (signifikan pada 1%), tingkat laba $t = 0,35$ (tidak signifikan), penerimaan kotor $t = -2,93$ (signifikan pada 1%), besarnya perusahaan $t = 3,14$ (signifikan pada 1%), auditor $t = 0,32$ (tidak signifikan) dan penjamin $t = 1,66$ (signifikan pada 10%).

Hasil pengujian di atas menunjukkan bahwa tidak semua hipotesis yang dibentuk disokong oleh data. Dari delapan hipotesis yang dibentuk hanya lima hipotesis saja yang didukung oleh data yaitu hipotesis pertama mengenai *underpricing*, hipotesis ketiga (kepemilikan), hipotesis 5 (penerimaan kotor), hipotesis 6 (ukuran perusahaan) dan hipotesis 8 (reputasi penjamin). Hipotesis 2 (umur perusahaan), hipotesis 4 (tingkat laba) dan hipotesis 7 (reputasi auditor) tidak didukung oleh data.

Underpricing

Hipotesis pertama menjawab pertanyaan apakah fenomena *underpricing* masih terjadi di pasar perdana di bursa efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *return* awal bagi saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta untuk periode 1993 hingga 1997 memberikan *return* rata-rata sebesar 12,12% dengan simpangan baku 23,07%. Hasil ini terjadi dengan t-

statistik sebesar 5,00 dengan tingkat signifikansi 1%. Hasil ini menunjukkan bahwa *return* awal secara nyata tidak sama dengan nol. Ini menunjukkan bahwa fenomena *underpricing* masih terjadi di Bursa Efek Jakarta untuk periode 1993-1997.

Return awal ini menunjukkan hasil yang lebih baik daripada hasil kajian sebelumnya oleh Aussenegg (2000) untuk periode 1984 hingga 1997. Riding (1987), Jogipati (1993), dan Kryzacki (2002) di Finlandia, Westerholm (2002), Derrien dan Womack (2002) dan Jacquillat (1996) dan Muzyka (1993), dan Belletante (1992) dan Eijgenhuijsen dan Ljungqvist et al. (2000) (1989) di Belanda. Hasil ini lebih besar daripada yang dilakukan di negara lain yang dilakukan oleh Aggarwal dan Celis dan Maturana (2000) Almeida dan Duque (2000) dan Ansotequi dan Fatouros (2003) di Spanyol dan Otero (2003) di Spanyol. Namun demikian, hasil ini tidak jauh berbeda dengan yang dilakukan oleh Lee dan Australia, Emilsen et al. (1999) dan Norway dari kumpulan Kandel et al. (1999) dan (2003) di Israel. Juga menunjukkan hasil kajian yang dilakukan (1998) atas 106 perusahaan di Bursa Efek Jakarta yang menunjukkan *return* awal sebesar 15,00%.

Bursa Efek Jakarta

Minimum	Maksimum
.005	.535
4.000	55.000
.028	.660
.170	24.710
9.681	12.404
23.920	31.180
.000	1.000
.000	1.000

Hasil pengujian di atas menunjukkan bahwa tidak semua hipotesis untuk disokong oleh data. Dari hipotesis yang dibentuk hanya hipotesis saja yang didukung oleh data. Hipotesis pertama mengenai underpricing, hipotesis ketiga (kepemilikan), hipotesis 5 (penerimaan kotor), hipotesis 6 (ukuran perusahaan) dan hipotesis 8 (reputasi penjamin). Hipotesis 2 (umur perusahaan), hipotesis 4 (reputasi perusahaan) dan hipotesis 7 (reputasi perusahaan) tidak didukung oleh data.

Underpricing

Hipotesis pertama menjawab pertanyaan apakah fenomena *underpricing* masih terjadi di pasar perdana di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *return* awal bagi perusahaan yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta untuk periode 1993 hingga 1997 memberikan *return* rata-rata sebesar 12,12% dengan simpangan baku sebesar 10,07%. Hasil ini terjadi dengan t-

statistik sebesar 5,873 dan tingkat signifikansi 1%. Hal ini berarti *return* awal secara nyata tidak sama dengan nol. Ini menunjukkan bahwa fenomena *underpricing* masih wujud di Bursa Efek Jakarta untuk periode 1993 hingga 1997.

Return awal pada penelitian ini menunjukkan hasil yang lebih besar daripada hasil kajian yang dilakukan oleh Aussenegg (2003) di Austria untuk periode 1984 hingga 2002, Jog dan Riding (1987), Jog dan Srivastava (1993), dan Kryzakowski dan Rakita (2002) di Finlandia, Keloharju (1993), Westerholm (2002), Chahine (2002), Derrien dan Womack (2003), Husson dan Jacquillat (1989), Leleux dan Muzyka (1993), dan Palliard dan Belletante (1992) di Perancis, Eijgenhuijsen dan Buijs (1993), Ljungqvist et al. (2003) dan Wessels (1989) di Belanda. Hasil kajian ini juga lebih besar daripada hasil kajian yang dilakukan di negara membangun yang dilakukan oleh Aggarwal et al. (1993), Celis dan Maturana (1998) di Chile, Almeida dan Duque (2000) di Portugal dan Ansotequi dan Fabregat (2000) dan Otero (2003) di Spanyol.

Namun demikian, hasil kajian ini tidak jauh berbeda dengan hasil kajian yang dilakukan oleh Lee et al. (1996a) di Australia, Emilsen et al. (2000) di Norway dari kumpulan negara maju, Kandel et al. (1999) dan Amihud et al. (2003) di Israel. Juga lebih kecil dari hasil kajian yang dilakukan oleh Hanafi (1998) atas 106 penawaran awal di Bursa Efek Jakarta yang mendapat hasil *return* awal sebesar 15,15%.

Hal ini disebabkan oleh beberapa kemungkinan 1) adanya campur tangan pemerintah dalam bursa efek, 2) keadaan pasar modal Indonesia dalam keadaan *booming* pada sekitar tahun 1989 dan 1990 dengan jumlah perusahaan yang melakukan penerbitan saham baru mencapai 67 perusahaan. Ini konsisten dengan fenomena *underpricing* yang terjadi di negara-negara tetangga dimana *underpricing* di tahun 1990an lebih rendah dibanding dengan *underpricing* pada akhir tahun 1980an.

Umur Perusahaan

Hipotesis ini mengenai hubungan umur perusahaan dengan *underpricing*. Hasil pengujian hubungan kedua variabel ini sama dengan hasil kajian Chawdry dan Sherman (1994) yang tidak menemukan adanya hubungan antara umur perusahaan dengan *return* awal pada penawaran awal saham. Namun, hasil kajian tidak mendukung hasil temuan Barclay dan Smith (1995), Carter dan Manaster (1990), Carter dan Dark (1992), Christy et al. (1996) dan Carter et al. (1998). Hal ini berlaku mungkin disebabkan oleh adanya perbedaan data dan lokasi sampel serta perbedaan periode penelitian. Beatty (1989) menemukan hubungan positif yang signifikan antara kedua variabel sedangkan Caster dan Manaster (1990) dan Singh dan Mittal (2003) menemukan hubungan negatif signifikan.

Kepemilikan

Analisis ini berkenaan dengan hubungan variabel kepemilikan dan *underpricing*. Hasil kajian ini sama dengan hasil kajian yang dilakukan oleh Beatty (1989), Jegadesh et al. (1993), tetapi berbeda dari hasil kajian yang dilakukan oleh Caster dan Dark (1992), Ljungqvist (1997) dan Sing dan Mittal (2003) yang menunjukkan adanya hubungan yang negatif antara kedua variabel.

Tingkat Keuntungan

Analisis ini menunjukkan hubungan antara perkiraan tingkat laba dengan *underpricing*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perkiraan tingkat laba perusahaan sebelum penerbitan saham yang dinyatakan dalam ROA tidak mempunyai hubungan nyata dengan *underpricing*. Hasil ini tidak mendukung temuan Kim et al. (2003) yang menemukan adanya hubungan negatif signifikan antara kedua variabel.

Tidak adanya hubungan tersebut mungkin disebabkan investor sudah mengira bahwa laporan keuangan perusahaan yang menerbitkan saham baru kurang menunjukkan kinerja yang sebenarnya. Oleh sebab itu para investor tidak lagi memperhatikan ROA yang tercantum pada prospektus dalam menentukan pembelian saham perusahaan. Para investor mungkin lebih memperhatikan ROA perusahaan beberapa tahun sebelum perusahaan melakukan penjualan saham perdana. Sagir (1994) menyebutkan bahwa harga

awal saham yang ditawarkan oleh perusahaan harus didasarkan kepada laporan rugi laba (*income statement*) dan neraca (*balance sheet*) yang terperinci dan benar untuk tempoh minimum tiga tahun, agar setiap calon pelabur saham permulaan boleh percaya dan tidak merasa tertipu.

Pendapatan Kotor

Hipotesis ini menghubungkan antara variabel pendapatan kotor yang diterima perusahaan dari hasil menjual saham dengan *underpricing*. Hasil penelitian ini menunjukkan hubungan yang negatif signifikan. Hasil ini mendukung temuan dari Carter dan Dark (1992) dan Kim et al. (1993) yang juga menemukan hubungan yang negatif antara kedua variabel.

Ukuran Perusahaan

Analisis ini menunjukkan hubungan antara besarnya perusahaan yang menerbitkan saham dengan *underpricing*. Penelitian ini menemukan hubungan yang positif signifikan. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Schultz (1993), Lee et al. (1996) dan Hensler et al. (1997) yang menemukan hubungan yang positif antara kedua variabel.

Reputasi Auditor

Analisis ini membahas beda antara auditor yang mempunyai reputasi tinggi dengan auditor yang mempunyai reputasi rendah terhadap *underpricing*.

Penelitian ini menunjukan hubungan yang nyata antara reputasi auditor dengan *underpricing*.

Hasil ini menunjukkan bahwa sebelumnya yang merupakan investor kurang memperhatikan keuangan perusahaan yang tidak menunjukkan kinerja yang baik walaupun laporan keuangan oleh auditor yang mempunyai reputasi tinggi/rendah. Mahmud et al. (2003) membuktikan bahwa auditor memberikan informasi yang akurat tentang aktivitas perusahaan secara lengkap, dan tidak bias. Hal ini wajar pada laporan keuangan. Oleh sebab itu, auditor harus memperhatikan keakuratan laporan klien bukan pada kepentingan pribadi. Selain itu laporan keuangan harus memberikan informasi yang tidak bisa dibandingkan dengan keputusan para investor (Sutikno & Sabeni, 2000).

Reputasi Penjamin Emisi

Analisis ini menunjukkan hubungan antara reputasi penjamin emisi yang mempunyai reputasi tinggi dan rendah terhadap *underpricing*. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya hubungan antara reputasi penjamin emisi dengan *underpricing*. Hasil penelitian menunjukkan perbedaan antara penjamin emisi yang mempunyai reputasi tinggi dengan yang mempunyai reputasi rendah. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *return* awal yang dijanjikan oleh penjamin emisi yang mempunyai reputasi tinggi adalah 17,61% sedangkan

Penelitian ini menunjukkan tidak adanya hubungan yang nyata antara reputasi auditor dengan *underpricing*.

Hasil ini memperkuat hasil sebelumnya yang menemukan bahwa investor kurang memperhatikan laporan keuangan perusahaan yang dipercaya tidak menunjukkan kinerja yang baik, walaupun laporan keuangan itu diaudit oleh auditor yang mempunyai reputasi tinggi/rendah. Mahmud (1996) menyebutkan bahwa auditor tidak bisa memberikan informasi perkembangan aktivitas perusahaan secara objektif dan lengkap, dan tidak bisa memberi nilai wajar pada laporan keuangan perusahaan. Oleh sebab itu, auditor memfokuskan perhatiannya kepada kepentingan klien bukan pada kepentingan investor. Selain itu laporan keuangan menunjukkan informasi yang tidak relevan dan tidak bisa dibandingkan untuk pembuatan keputusan para penggunanya (Sutikno & Sabeni, 2000).

Reputasi Penjamin Emisi

Analisis ini membahas beda penjamin emisi yang mempunyai reputasi tinggi dan reputasi rendah terhadap *underpricing*. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh reputasi penjamin emisi dengan *underpricing*. Hasil perhitungan statistik menunjukkan perbedaan antara penjamin emisi yang mempunyai reputasi tinggi dengan yang rendah adalah 5%. Hasil penelitian menunjukkan rata-rata *return* awal yang dijamin oleh penjamin emisi yang mempunyai reputasi tinggi adalah 17,61% sedangkan yang dijamin

oleh penjamin emisi yang mempunyai reputasi rendah hanya 12,41%.

Simpulan

Penelitian ini mengkaji penerbitan saham baru yang dicatatkan di Bursa Efek Jakarta untuk periode 1993 hingga 1997. Hasil penelitian menunjukkan bahwa fenomena *underpricing* masih wujud pada penawaran saham perdana dengan rata-rata *return* awal sebesar 12,12% (signifikan pada tahap 1%). Faktor yang diperkirakan mempengaruhi *underpricing* adalah umur perusahaan, kepemilikan saham perusahaan, tingkat keuntungan, penerimaan kotor dan besar perusahaan, auditor, dan penjamin emisi. Dari tujuh faktor itu, empat faktor didukung oleh data, sedangkan yang lainnya tidak. Faktor yang didukung oleh data ialah; 1) kepemilikan saham perusahaan (signifikan $p < .05$); 2) penerimaan kasar (signifikan $p < .01$); 3) ukuran perusahaan (signifikan $p < .01$); dan 4) penjamin emisi (signifikan $p < .10$).

Dalam kajian ini tidak diperoleh bukti empiris yang menunjukkan bahwa umur perusahaan berpengaruh terhadap *underpricing*, seperti yang berlaku di negara lain. Juga tidak diperoleh bukti yang menunjukkan bahwa tingkat keuntungan mempengaruhi *return* awal seperti yang dikemukakan oleh Kim et al. (1993), di Korea. Hasil kajian ini juga tidak memperoleh bukti yang menunjukkan bahwa auditor yang profesional bisa digunakan sebagai isyarat terhadap kualitas perusahaan penerbit saham, dan mengurangi ketidak-pastian harga

saham baru, seperti kajian yang dibuat oleh Holland dan Horton, 1993; Hughes et al., 1991; Leland dan Pyle, 1977. Hal ini mungkin karena investor tidak percaya terhadap laporan keuangan perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana walaupun laporan keuangan itu sudah diaudit oleh auditor yang mempunyai reputasi tinggi.

Kepustakaan

- Aggarwal, R., Leal, R., & Hernandez, L. 1993. The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America, *Financial Management*, 22, 42-53.
- Aggarwal, R., & Rivoli, P. 1990. Fads in the initial public offering market? *Financial Management*, 19, 45-57.
- Allen, F., & Faulhaber, G. R. 1989. Signalling by underpricing in the IPO market, *Journal of Financial Economics*, 23, 303 - 323.
- Almeida, M., & Duque, J. 2000. Ownership structure and initial public offerings in small economics: *The case of Portugal*, Universidade Technica de Lisboa, *Unpublished working paper*.
- Amihud, Y., Hauser, S., & Kirsh, A. 2003. Allocations, adverse selection, and cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange, *Journal of Financial Economics*, 68, 137-158.
- Ansotegui, O. C., & Fabregat, J. F. 2000. Initial public offerings on the Spanish Stock Exchange, ESADE, *Unpublished working paper*.
- Aussenegg, W. 2000. **Short and long run performance of IPOs in the Austrian Stock Market**, Vienna Institute of Technology, *Unpublished working paper*.
- Baron, D. P. 1982. A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues, *Journal of Finance*, Vol. XLVII, 955 - 976.
- Barry, C. B., & Jennings, R. H. 1993. The opening price performance of initial public offerings of common stock, *Financial Management*, Spring, 54-63.
- Barry, C. B., & Brown, S. 1984. Differential information and the small firm effect, *Journal of Financial Economic*, 13, 283-294.
- Beatty, R. (1989). Auctioning the pricing of initial public offerings, *Journal of Financial Review*, 64(4).
- Beatty, R., & Ritter, K. 1986. Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, 232.
- Beckman, J., Garner, R., & Okamura, H. 1996. Reputation, financial performance, and financial underpricing of initial public offerings, *Pacific-Basin Financial Journal*, 9, 51-61.
- Benveniste, L. M., & Spindt, P. S. 1989. How investment bankers determine the allocation of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, 20, 301-332.
- Canina, L. 1996. Initial public offerings, the hospital industry, and underpricing overperformance, *Administrative Science Quarterly*, 41, 28.
- Celis, C., & Maturana, M. 1996. Initial public offerings and underpricing, *Abante*, 1, 7-31.

Hauser, S., & Kirsh, A. 2003. Allocations, adverse selection, and cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange, *Journal of Financial Economics*, 68, 137-158.

O. C., & Fabregat, J. F. 2000. Initial public offerings on the Spanish Stock Exchange, MADE, Unpublished working paper.

W. 2000. Short and long performance of IPOs in the Austrian Stock Market, Vienna Institute of Technology, Unpublished working paper.

P. 1982. A model of the demand for investment banking services and distribution prices for new issues, *Journal of Finance*, Vol. XVII, 955 – 976.

& Jennings, R. H. 1993. Opening price performance of initial public offerings of common stock, *Financial Management*, Spring, 54-63.

B., & Brown, S. 1984. Differential information and the firm effect, *Journal of Financial Economic*, 13, 283-

Beatty, R. (1989). Auditor reputation and the pricing of initial public offerings, *The Accounting Review*, 64(4), 693-707.

Beatty, R., & Ritter, J. R. 1986. Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, 15, 213-232.

Beckman, J., Garner, J., Marshall, B., & Okamura, H. 2001. The influence of underwriter reputation, keiretsu affiliation, and financial health on the underpricing of Japanese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, 513-534.

Benveniste, L. M., & Spindt, P. A. 1989. How investment bankers determine the offer price and allocation of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, 24, 343 – 362.

Canina, L. 1996. Initial public offerings in the hospitality industry – underpricing and overperformance, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 18-28.

Celis, C., & Maturana, G. 1998. Initial public offerings in Chile, *Revista Abante*, 1, 7-31.

Dawson, S. 1987. Secondary stock market performance of initial public offerings, Hong Kong, Singapore, and Malaysia: 1978-1984, *Journal of Business Finance & Accounting*, 14(1), 65-76.

Dawson, S. M., & Hiraki, T. 1985. Selling unseasoned new shares in Hong Kong and Japan: A test of primary market efficiency and underpricing, Hong Kong, *Journal of Business Management*.

Gujarati, D. 1999. *Essentials of econometrics*, McGraw Hill International Editions.

Grinblatt, M., & Hwang, C.Y. 1989. Signalling and the pricing of new issues, *Journal of Finance*, Vol. XLIV, 393-420.

Hair, J. F., Anderson R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. 1998. *Multivariate data analysis*, Prentice Hall. New Jersey.

Hamao, Y., Packer, F., & Ritter, J. 2000. Institutional affiliation and the role of venture capital: Evidence from initial public offerings in Japan, *Pacific-Basin Finance Journal*, 8, 529-558.

Hanafi, M., & Husnan, S. 1991. Prilaku harga saham dipasar perdana: Pengamatan di Bursa Efek Jakarta selama 1990,

- Manajemen Usahawan Indonesia**, No.11 TH XX, 12-15
- Hanafi, M. 1998. Efisiensi emisi saham baru di Bursa Efek Jakarta (1989-1994), **Kelola-Gadjah Mada University Business Review**, No.17, 88 – 106.
- Husnan, S. 1994. The first issues market: Comparison on the two different period in the Indonesian market, **Paper Presented on The Sixth PACAP Conference**, July.
- Husnan, S. 1991a. Effisiensi pasar modal Indonesia, **Jurnal Ekonomi Keuangan Indonesia**. 4, 16-39.
- Husnan, S. 1991b. Pasar modal Indonesia makin efisienkah? Pengamatan selama tahun 1990, **Manajemen dan Usahawan Indonesia**, No.6 TH XX.
- Husnan, S., Hamanto, M., Basuki, H., & Sartono, A. 1992. Penelitian harga saham di pasar perdana pasar modal Indonesia, **PAU Studi Ekonomi Universitas Gajah Mada**.
- Ibbotson, R. G. 1975. Price performance of common stock new issues, **Journal of Financial Economics**, 2, 235-272.
- Ibbotson, R., Sindelar, J.R., & Ritter, J.R. 1988. Initial public offerings, **Journal of Applied Corporate Finance**, 1, 37-45.
- Ibbotson, R. G., & Ritter, J. R. 1995. Initial public offerings. Dlm, Finance, Jarrow, V., Maksinovic, V. & Ziemba, W. T. (pnyt.) Elsevier, 993-1016, Amsterdam.
- Irawan A. C., & Ridwan, 1996. IPO sebagai alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan, **Manajemen Usahawan Indonesia**, No.04 TH XXV, April.
- Isa, M., & Ahmad, R. 1996. Performance of new issues on the Malaysian Stock Market, **Malaysian Journal of Economics Studies**, 33, 53-66.
- Jelic, R., & Briston, R. 2003. Privatization initial public offerings: The polish experience, **Forthcoming, European Financial Management**
- Jog, V. M., & Riding, A. 1987. Underpricing in Canadian initial public offerings, **Financial Analysis Journal**, 43, 48-55.
- Kandel, S., Sarig, O., & The demand analysis of **Review of Financial Studies**, 12, 227-247.
- Kaneko, T., & Pettwa Auction versus Japanese IPOs **Finance Journal**
- Keloharju, M. 1993. legal liability, and performance of **Journal of Economics**, 34,
- Koh, F., & Walter, T. 19 of Rock's model unseasoned issu **Financial Economics** 272.
- Kooli, M., & Suret, J. aftermarket pe initial public offer **Journal of Financial Management** 66.
- Kunz, R. M., & Aggarwal, initial public underpriced: E Switzerland, **Banking & Finance** 723.
- Lee, P. J., Taylor, S. L., & 1999. IPO explanations: Imp investor applic

Sindelar, J.R., & Ritter,
1988. Initial public offerings,
*Journal of Applied Corporate
Finance*, 1, 37-45.

... & Ritter, J. R. 1995.
Initial public offerings. Dlm,
... Jarrow, V., Maksinovic,
... Ziemba, W. T. (pnyt.)
... 993-1016,
... dam.

... & Ridwan, 1996. IPO
... alternatif sumber
... bagi perusahaan,
... Usahawan
... No.04 TH XXV,

... ad, R. 1996. Performance
... issues on the Malaysian
... Market, *Malaysian
Journal of Economics*
... 33, 53-66.

... Briston, R. 2003.
... initial public
... The polish
... *Forthcoming,*
... *Financial
Management*

... & Riding, A. 1987.
... pricing in Canadian initial
... offerings, *Financial
Analysis Journal*, 43, 48-55.

Kandel, S., Sarig, O., & Wohl, A. 1999.
The demand for stocks: An
analysis of IPO auctions,
Review of Financial Studies,
12, 227-247.

Kaneko, T., & Pettway, R. H. 2003.
Auction versus book-building of
Japanese IPOs, *Pacific-Basin
Finance Journal*, 11, 439-462.

Keloharju, M. 1993. Winner's curse,
legal liability, and the long-run
performance of IPOs in Finland,
*Journal of Financial
Economics*, 34, 251-277.

Koh, F., & Walter, T. 1989. A direct test
of Rock's model of the pricing of
unseasoned issues, *Journal of
Financial Economics*, 23, 251-
272.

Kooli, M., & Suret, J. M. 2004. The
aftermarket performance of
initial public offerings in Canada,
*Journal of Multinational
Financial Management*, 14, 47-
66.

Kunz, R. M., & Aggarwal, R. 1994. Why
initial public offerings are
underpriced: Evidence from
Switzerland, *Journal of
Banking & Finance*, 18, 705-
723.

Lee, P. J., Taylor, S. L., & Walter, T. S.
1999. IPO underpricing
explanations: Implications from
investor application and

allocation schedules, *Journal of
Financial and Quantitative
Analysis*, Vol 34, No.4, 425-
444.

Ljungqvist, A. P. 1997. Pricing, initial
public offerings: Further
evidence from Germany,
European Economic Review,
41, 1309-1320.

Loughran, T., Ritter, J. R., & Rydqvist, K.
1994. Initial public offerings:
International insights, *Pacific-
Basin Finance Journal*, 2, 165-
199.

Mahmud, H. Z. 1996. Persepsi
masyarakat tentang profesi
akuntan, *Konvensi Nasional
Akuntansi*, 3, 59-78.

Masulis, R., & Korwar, A. 1986.
Seasoned equity offerings: An
empirical investigation, *Journal
of Financial Economics*, 15,
91-118.

McDonald, J. G., & Fisher, A. K. 1972.
New-issue stock price behavior,
The Journal of Finance, 27(1),
97-102.

Menon, K., & William, D. 1991. Auditor
credibility and initial public
offerings, *Accounting Review*,
66(2), 313-322.

- Miller, M., & Rock, K. 1985. Dividend policy under asymmetric information, **Journal of Finance**, 40, 1031-1051.
- Mohamad, S., Nassir, A. Md., & Ariff, M. 1994. Analysis of underpricing in the Malaysian new issues market during 1975 – 1990: Are new issues excessively underpriced?, **Capital Market Review, The KLSE and Riiam**, Vol.2, No.2, 17-28.
- Muscarella, C. J., & Vetsuypens, M. R. 1989. A simple test of Baron's model of IPO underpricing, **Journal of Financial Economics**, 25(1), 125-135.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, **Journal of Financial Economics**, Vol. 13, 187-221.
- Otero, S. A. 2003. Initial public offerings: The Spanish case, Oviedo University, **Unpublished working paper**.
- Pettway, R. 1998. The impact of Japanese price-competitive IPO auctions versus the US underwriter-priced IPOs, **University of Missouri – Columbia, Unpublished working paper**.
- Pettway, R. H., & Kaneko, T. 1996. The effects of removing price limits and introducing auction upon short-term IPO returns: The case of Japanese IPOs, **Pacific-Basin Finance Journal**, 4, 241-258.
- Reilly, F. K. 1973. Further evidence on short-run results for new issues investors, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 8, 83-90.
- Ritter, J. R. 1991. The long-run performance of IPOs, **Journal of Finance**, Vol. XLVI, 3 – 27
- Ritter, J. R. 2003. Differences between European and American IPO markets, **Forth coming, European Financial Management**.
- Rock, K. 1986. Why new issues are underpriced, **Journal of Financial Economics**, 15, 187-212.
- Schultz, P. H., & Zaman, M. A. 1994. Aftermarket support and underpricing of initial public offerings, **Journal of Financial Economics**, 35, 199-219.
- Schultz, P. H. 1993. Unit initial public offerings, **Journal of Financial Economics**, 34, 199-229.
- Singh, B., & Mit... Underpricing experience, **of Applied** No.2, 29-42
- Su, D., & Fleisher... empirical underpricing **Pacific-Basi** Journal, 7, 1
- Tinic, S. M. 1988. public offer... stock, **Journ** XLIII, 789-82
- Titman, S., & Tru... Information valuation o **Journal of Economics**,
- Uhlir, H. 1989. Going dlm. Gui... Kingsman, B. (pnyt.). A Re **Efficiency Markets**, Springer-New

L., & Kaneko, T. 1996. The effects of removing price limits on introducing auction upon short-term IPO returns: The case of Japanese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal*, 4, 241-

1973. Further evidence on short-run results for new issues offerings, *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 8,

R. 1991. The long-run performance of IPOs, *Journal of Finance*, Vol. XLVI, 3 - 27

2003. Differences between European and American IPO markets, Forth coming, *European Financial Management*.

1986. Why new issues are underpriced, *Journal of Financial Economics*, 15, 187-

H., & Zaman, M. A. 1994. Market support and underpricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, 35, 199-219.

H. 1993. Unit initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, 34, 199-229.

Singh, B., & Mittal, R. K. 2003. Underpricing of IPOs: Indian experience, *The ICAI Journal of Applied Finance*, Vol.9, No.2, 29-42.

Su, D., & Fleisher, B. M. 1999. An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, 173-202.

Tinic, S. M. 1988. Anatomy of initial public offerings of common stock, *Journal of Finance*, Vol. XLIII, 789-821.

Titman, S., & Trueman, B. 1986. Information quality and the valuation of new issues, *Journal of Accounting and Economics*, 8, 159-172.

Uhlir, H. 1989. Going public in F. R. G. dlm. Guimaraes R.M.C., Kingsman, B. G. & Taylor, S. J. (pnyt.). *A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets*, (pp. 323-348), Springer-New York.

Utama, S. 1992. Pengujian efisiensi pasar bentuk lemah di Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan model univariate Box-Jenkins, *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, 6, 2-7.

Welch, I. 1989. Seasoned offerings, limitation costs, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Finance*, Vol. XLIV, 421 - 449.

Yong, O. 1991. Performance of new issues of securities in Malaysia, *The Malaysian Accountant*, 3 - 6.

Yong, O. 1997. Initial public offering: The Malaysian experience 1990-1994. dlm. Bos, T. & Fetherston, T. (pnyt.). *Advances in Pacific-Basin Financial Markets*, 3, 177-188.