

**ANALISIS PENGARUH INFORMASI AKUNTANSI
SEBAGAI *PROXY* ATAS *EX ANTE UNCERTAINTY*
TERHADAP TINGKAT *UNDERPRICED* SAHAM
DI BURSA EFEK JAKARTA**



SKRIPSI

Oleh :

Nama : Arum Noerlianty Rohmah

No. Mahasiswa : 00312138

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA**

2004

**ANALISIS PENGARUH INFORMASI AKUNTANSI
SEBAGAI *PROXY* ATAS *EX ANTE UNCERTAINTY*
TERHADAP TINGKAT *UNDERPRICED* SAHAM
DI BURSA EFEK JAKARTA**

SKRIPSI

disusun dan diajukan untuk memenuhi sebagai salah satu syarat untuk
mencapai derajat Sarjana Strata-1 jurusan Akuntansi
pada Fakultas Ekonomi UII

Oleh :

Nama : Arum Noerlianty Rohmah

No. Mahasiswa : 00312138

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA**

2004

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“ Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Dan apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman/sangsi apapun sesuai peraturan yang berlaku.”

Yogyakarta, 13 maret 2004

Penyusun,

(Arum Noerlianty Rohmah)

**ANALISIS PENGARUH INFORMASI AKUNTANSI
SEBAGAI *PROXY* ATAS *EX ANTE UNCERTAINTY*
TERHADAP TINGKAT *UNDERPRICED* SAHAM
DI BURSA EFEK JAKARTA**

Hasil Penelitian

diajukan oleh

Nama : Arum Noerlianty Rohmah
Nomor Mahasiswa : 00312138
Jurusan : Akuntansi

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing

Pada tanggal 12 Februari 2004

Dosen Pembimbing,



(Dra. Prapti Antarwiyati, M.Si.,Ak.)

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

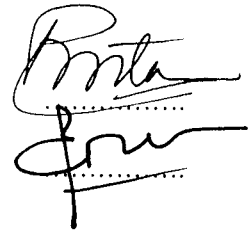
"ANALISIS PENGARUH INFORMASI AKUNTANSI SEBAGAI PROXY ATAS EX ANTE UNCERTAINTY TERHADAP TINGKAT UNDERPRICED SAHAM DI BURSA EFEK JAKARTA

**Di susun Oleh: ARUM NOERLIANTY ROHMAN
Nomor mahasiswa: 00312138**

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**
Pada tanggal : 13 Maret 2004

Penguji/Pembimbing Skripsi : DRA. PRAPTI ANTARWIYATI, M.SI, AK

Penguji : DRA. ERNA HIDAYAH, M.SI, AK



Mengetahui
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia



Drs. H. Suwarsono, MA

KATA PENGANTAR

Bismillaahirrahmaanirrahiim

Segala puji bagi Allah SWT Yang hanya Dia yang patut disembah, atas limpahan rahmat dan hidayah-Nya. Semoga kita tergolong manusia yang senantiasa pandai bersyukur kepada-Nya. Shalawat dan salam semoga selalu tercurah kepada junjungan kita Rasullullah SAW beserta keluarga, sahabat dan para pengikutnya hingga akhir masa. Semoga kita termasuk umat yang pandai mengikuti teladannya. Amin.

Alhamdulillah hanya dengan petunjuk, kekuatan dan kemudahan yang diberikan-Nya, akhirnya penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **“Analisis Pengaruh Informasi Akuntansi sebagai *Proxy* atas *Ex Ante Uncertainty* terhadap Tingkat *Underpriced* Saham di Bursa Efek Jakarta.”**

Skripsi ini disusun untuk memenuhi salah satu persyaratan guna memperoleh gelar Sarjana Ekonomi, Jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.

Terselesainya skripsi ini tidak terlepas dari bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih dan penghormatan kepada :

1. Dra. prapti Antarwiyati, M.Si, Ak., selaku dosen pembimbing atas arahan dan bimbingannya sehingga skripsi ini bisa terselesaikan dengan baik.
2. Dra. Erna Hidayah, M.Si, Ak., selaku dosen penguji atas masukan dan saran demi kesempurnaan skripsi ini.

3. Ayah dan Ibu tercinta, atas doa yang senantiasa mereka panjatkan dalam sujud-sujud panjang tahajud malam, dan atas cinta, kasih sayang serta dorongan semangat untuk selalu menjadi manusia tegar.
4. Adik-adikku tersayang Iva dan Anida, juga Simbah tersayang, atas perhatian dan kelucuan yang selalu menumbuhkan rasa rindu untuk pulang.
5. Mas Eryka Bagus Irawan, atas doa, perhatian, dorongan semangat dan teladan yang menjadi inspirasi untuk selalu menjadi yang terbaik.
6. Keluarga Tamsis: Mamah, Papah, Mbak Elyn, Mas Yoga, Dek Hendro dan Dek Sari, atas kehangatan yang diberikan sehingga di sana terasa sebagai rumah ke dua.
7. “Manusia-manusia aneh penghuni kost MK”: Citra, Maya, Nuri, Iin, Ragil, Betty, Mbak Santi, Mbak Hera dan adek-adek kost, atas kebersamaan untuk saling berbagi suka dan duka, tangis dan tawa, “duit dan makanan”, sehingga sedih rasanya sudah harus berpisah dengan kalian.

Semoga dengan segala amal dan ketulusan yang telah diberikan, Allah SWT berkenan membalas dengan rahmat dan karunia-Nya. Amin.

Akhirnya penulis berharap skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak yang membutuhkannya.

Jogjakarta, Maret 2004

Penulis

*Katakanlah,
"Wahai Tuhanku Raja Segala Raja,
lewat sunah-Mu Engkaulah yang memberikan kekuasaan kepada orang-
orang yang Engkau kehendaki,
dan mengambil kekuasaan dari orang yang Engkau kehendaki,
Engkau mengangkat derajat orang yang Engkau kehendaki,
Ataupun merendahkannya.
Ditangan-Mulah segala kebaikan.
Engkaulah mahakuasa atas segala hal".
(QS. Ali-Imran : 26)*

*Bukankah Kami telah lapangkan dadamu?
dan Kami telah menyingkirkan bebanmu,
beban yang memberatkan punggungmu,
lalu Kami angkat martabatmu.
Sungguh bersama kesukaran pasti ada kemudahan,
Dan bersama kesukaran pasti ada kemudahan.
Karena itu, bila selesai satu tugas, mulailah tugas yang lain
dengan sungguh-sungguh.
Hanya kepada Tuhanmu hendaknya kamu berharap.
(QS. Asy-Syarh : 1-8)*

Penulis persembahkan karya ini kepada :

Ayah dan Ibuku tercinta

Adik-adikku tersayang

dan calon suamiku tersayang

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME.....	iii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iv
KATA PENGANTAR.....	vii
HALAMAN MOTTO.....	ix
HALAMAN PERSEMBAHAN.....	x
DAFTAR ISI.....	xi
DAFTAR TABEL.....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
ABSTRAKSI.....	xvi
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Rumusan Masalah.....	4
1.3. Tujuan Penelitian.....	5
1.4. Manfaat Penelitian.....	5
1.5. Sistematika Penulisan.....	6
BAB II TINJAUAN PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS....	8
2.1. Penawaran Umum Perdana.....	8
2.2. Perilaku Harga Saham-Saham IPO.....	11

	2.3.	Penyebab Fenomena <i>Underpricing</i> (Model Baron dan Model Rock).....	12
	2.4.	Variabel-Variabel Akuntansi sebagai <i>Proxy</i> atas Tingkat Risiko.....	15
	2.5.	Peranan Informasi Akuntansi sebagai <i>Proxy</i> atas <i>Ex Ante Uncertainty</i> dari Saham Perusahaan yang Melakukan IPO.....	22
	2.6.	Penelitian Terdahulu.....	25
	2.7.	Kerangka Pemikiran dan Perumusan Hipotesis.....	27
BAB III		METODE PENELITIAN.....	29
	3.1.	Populasi dan Penentuan Sampel.....	29
	3.2.	Data dan Sumber Data.....	30
	3.3.	Variabel Penelitian dan Pengukurannya.....	31
	3.4.	Model Empiris dan Hipotesis Statistik.....	33
BAB IV		ANALISA DATA.....	36
	4.1.	Hasil Pengujian Hipotesis 1.....	38
	4.2.	Hasil Pengujian Hipotesis 2.....	40
	4.3.	Hasil Pengujian Hipotesis 3.....	43
	4.4.	Hasil Pengujian Hipotesis 4.....	45
	4.5.	Hasil Pengujian Hipotesis 5.....	47
	4.6.	Hasil Pengujian Hipotesis 6 (Hasil Pengujian Simultan).....	49

BAB V	PENUTUP.....	51
	5.1 Kesimpulan.....	51
	5.2 Keterbatasan Penelitian.....	53
	5.3 Saran Untuk Penelitian Mendatang.....	54
	DAFTAR PUSTAKA.....	55
	LAMPIRAN.....	56

DAFTAR TABEL

Tabel 4.1.	Hasil Regresi.....	37
------------	--------------------	----

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Daftar Sampel.....	56
Lampiran 2	Rekapitulasi Data.....	57
Lampiran 3	Hasil Perhitungan Nilai Variabel Dependen Tingkat <i>Underpricedl</i>	58
Lampiran 4	Hasil Perhitungan Nilai Variabel Independen <i>Financial Leverage</i>	59
Lampiran 5	Hasil Perhitungan Nilai Variabel Independen <i>Operating Leverage</i>	60
Lampiran 6	Hasil Perhitungan Nilai Variabel Independen <i>Firm Size</i>	61
Lampiran 7	Hasil Perhitungan Nilai Variabel Independen <i>Firm Growth</i>	62
Lampiran 8	Hasil Regresi dengan Program <i>Software SPSS for Windows</i> <i>Realease 10.0</i>	63

ABSTRAK

Untuk memenuhi kebutuhan dananya, perusahaan dapat melakukan *go public* dengan menjual sahamnya ke masyarakat. Penjualan saham kepada masyarakat untuk pertama kali ini disebut sebagai penawaran umum perdana atau *Initial Public offering* (IPO). Fenomena yang menarik untuk diteliti adalah bahwa pada umumnya saham-saham IPO merupakan saham yang *underpriced*.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel akuntansi yang terkandung dalam prospektus terhadap tingkat *underpriced* saham perusahaan yang melakukan IPO.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana yang tercatat di BEJ untuk periode 2000-2002. sample penelitian sebanyak 40 perusahaan yang dipilih dengan metode *purposive sampling*. Data yang diperlukan merupakan data sekunder yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* dan *JSX Statistic* Pojok BEJ UII. Hasil penelitian dianalisis dengan menggunakan model regresi berganda.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel-variabel akuntansi yang terdapat dalam prospektus tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpriced* saham IPO. Hal ini disebabkan karena investor Indonesia, yang merupakan investor jangka pendek, tidak menggunakan informasi-informasi akuntansi tersebut sebagai dasar pengambilan keputusan investasi.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Sejalan dengan perkembangannya, perusahaan akan terus berusaha melakukan ekspansi usaha. Untuk melakukan ekspansi usaha tersebut perusahaan tentu saja akan membutuhkan dana yang relatif besar. Pemenuhan kebutuhan dana yang besar tersebut dapat dipenuhi dengan dua alternatif cara, yaitu melalui hutang dengan melakukan pinjaman atau melalui penerbitan saham dengan melakukan *go public* di pasar modal. Jika perusahaan menerbitkan saham maka perusahaan tersebut tidak lagi hanya dimiliki oleh pemilik lama (*founders*) tetapi juga dimiliki oleh masyarakat.

Ketika perusahaan pertama kali melakukan penawaran sahamnya di pasar modal, masalah yang paling menarik untuk diteliti adalah masalah penentuan harga saham di pasar perdana tersebut. Hal ini menarik karena pada umumnya harga saham pada saat penawaran perdana atau IPO (*Initial Public Offering*) dinilai terlalu rendah (*underpriced*). Beberapa peneliti telah menganalisis sebab-sebab fenomena *underpricing* ini (Ritter [1984], Ritter [1991], Husnan [1993]), bahwa harga saham IPO yang *underpriced* adalah hasil dari ketidakpastian harga saham pada pasar sekunder (*ex ante uncertainty*).

Pada saat penawaran perdana tidak ada harga pasar saham sampai dimulainya penjualan saham di pasar sekunder. Pada saat tersebut calon investor hanya memiliki informasi yang terbatas pada informasi yang diungkapkan dalam prospektus penawaran. Dalam prospektus terkandung informasi keuangan maupun non keuangan, seperti jumlah lembar saham, tujuan IPO, penggunaan dana, pernyataan hutang, kewajiban, prospek, ikhtisar data keuangan penting, dan proyeksi indikator-indikator keuangan untuk tahun mendatang.

Dapat dikatakan sebagian besar informasi yang terkandung dalam prospektus adalah informasi akuntansi. Maksud disajikannya informasi akuntansi tersebut adalah untuk membantu investor/calon investor mengapresiasi perusahaan emiten, yaitu membantu dalam membuat keputusan yang rasional mengenai risiko dan nilai saham yang ditawarkan perusahaan tersebut (Kim, et al., 1995: p. 450). Dengan tersedianya informasi yang berguna (berkualitas) investor dapat menentukan harga saham secara wajar. Harga saham adalah fungsi dari nilai perusahaan. Untuk mengukur seberapa jauh relevansi atau kegunaan suatu informasi dapat diketahui dengan mempelajari kaitan antara tingkat *underpriced* dengan keberadaan informasi tersebut. Hal ini dapat dijelaskan dari definisi tingkat *underpriced* yang merupakan *initial return*, yaitu selisih antara harga penutupan saham pada hari pertama perdagangan di bursa

dengan harga penawaran perdana, dibagi dengan harga penawaran perdana.¹

Keberhasilan analisis dalam menggunakan informasi yang tersedia dalam prospektus tergantung keberhasilannya dalam menyeleksi informasi manakah yang relevan untuk digunakan. Beberapa penelitian telah menguji manfaat informasi akuntansi yang diungkapkan dalam prospektus namun masih terbatas pada pengujian terhadap ukuran-ukuran akuntansi yang sama, yaitu *financial leverage* dan ROA. How et al. (1995) menguji manfaat variabel *financial leverage* yang hasilnya menyatakan bahwa variabel tersebut tidak berpengaruh secara signifikan dalam penentuan harga saham. Di Indonesia, ditemukan bahwa variabel profitabilitas dan *financial leverage* tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan *initial return* (Trisnawati [1996], Payamta [2000], Imam Ghozali & Mudrik Al Mansur [2002]). Hasil-hasil penelitian tersebut umumnya tidak sesuai dengan penjelasan teoritis dari studi literatur. Dari studi literatur dinyatakan bahwa informasi-informasi akuntansi yang terdapat dalam prospektus direkomendasikan sebagai sumber informasi yang potensial dalam mengapresiasi perusahaan emiten. Hal ini dapat dipahami karena variabel-variabel akuntansi merupakan ukuran untuk mengestimasi tingkat risiko perusahaan. Diantara variabel-variabel yang secara konsisten

¹ Ukuran *underpricing* yang digunakan disini adalah *initial return*, bukan *abnormal return*, karena *underpricing* hanya dilihat dari berapa *capital gains* yang dinikmati oleh investor pada hari pertama saham tersebut diperdagangkan di bursa tanpa dibandingkan dengan *return* pasar dan/atau memperhatikan perbedaan faktor risiko (Ernyan, & Husnan [2002], *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 17, no. 4, 2002, 374)

berhubungan dengan risiko perusahaan adalah *financial leverage*, *operating leverage*, *company size*, *earnings or profitability ratios* dan *growth* (Gumanti, 2003: pp. 249-269).

Penelitian kali ini akan dilakukan dengan mengambil periode tahun 2000-2002 dan menggunakan variabel-variabel: *financial leverage*, *operating leverage*, *firm size*, *firm growth*, dan *profitability*, yang mana untuk kurun waktu tersebut penelitian terhadap variabel-variabel di atas belum pernah dilakukan oleh penelitian terdahulu. Sebagai catatan, penelitian terhadap variabel *operating leverage* dan *firm growth* belum pernah dilakukan di pasar modal Indonesia.

Dari uraian di atas, penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul "**Analisis Pengaruh Informasi Akuntansi sebagai *Proxy* atas *Ex Ante Uncertainty* terhadap Tingkat *Underpriced* Saham di Bursa Efek Jakarta**".

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut : Apakah variabel-variabel *financial leverage*, *operating leverage*, *firm size*, *firm growth* dan *profitability*, yang terkandung dalam prospektus, mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpriced* saham perusahaan yang melakukan IPO?

1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh variabel-variabel *financial leverage*, *operating leverage*, *firm size*, *firm growth* dan *profitability* yang terkandung dalam prospektus terhadap tingkat *underpriced* saham perusahaan yang melakukan IPO.

1.4. Manfaat Penelitian

1. Bagi penulis

Penelitian ini akan menambah wawasan tentang peran keberadaan informasi akuntansi dalam prospektus bagi proses pembentukan harga saham, serta dapat mengaplikasikan teori yang diterima selama kuliah ke dalam dunia ekonomi yang bersifat praktis.

2. Bagi investor

Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai referensi mengenai informasi akuntansi dalam prospektus yang berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpriced* saham, sehingga dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi pada perusahaan yang *go public*.

3. Bagi pihak-pihak yang berkaitan dengan pasar modal Indonesia (Bapepam, PT BEJ, calon emiten dan profesi terkait)

Hasil penelitian ini dapat dijadikan masukan dalam meningkatkan perannya memenuhi kebutuhan pihak pemakai informasi.

4. Bagi akademisi dan peneliti

Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai dasar untuk melakukan pengembangan penelitian lebih lanjut.

1.5. Sistematika Penulisan

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini berisi latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Bab ini menerangkan tentang landasan teori, hasil penelitian terdahulu, kerangka pemikiran dan perumusan hipotesis.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini menjelaskan tentang populasi dan penentuan sampel, sumber data, variabel penelitian yang digunakan dan pengukurannya, serta model empiris dan hipotesis statistik yang digunakan.

BAB IV ANALISA DATA

Bab ini menguraikan hasil analisa data beserta pembahasannya.

BAB V PENUTUP

Bab ini berisi kesimpulan, keterbatasan penelitian, dan saran untuk penelitian mendatang.

BAB II
TINJAUAN PUSTAKA
DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1. Penawaran Umum Perdana

Jika perusahaan menjual efek kepada masyarakat melalui pasar modal untuk pertama kalinya, maka penjualan ini disebut sebagai penawaran umum perdana (*Initial Public Offering, IPO*). Dengan melakukan IPO, suatu perusahaan akan berubah statusnya dari perusahaan tertutup (*private company*) menjadi perusahaan terbuka (*public company*). Husnan (1996: p. 63) menyatakan bahwa dengan menerbitkan saham di pasar modal berarti perusahaan tidak hanya dimiliki oleh pemilik lama (*founders*) tetapi juga oleh masyarakat. Hal ini memungkinkan pemilik lama memperoleh harga yang wajar (*fair price*) atas saham yang ditawarkan perusahaan. *Fair price* terjadi karena proses penawaran saham di pasar modal melibatkan banyak pelaku pasar modal yang membuat informasi lebih transparan. Persaingan antar investor akan mengakibatkan harga yang wajar.

Suatu penawaran umum bermanfaat baik bagi perusahaan, pihak manajemen, dan masyarakat umum. Bagi perusahaan, penawaran umum merupakan media untuk mendapatkan dana untuk ekspansi bisnis. Tidak ada kewajiban pelunasan dan pembayaran bunga tetap. Bagi manajemen,

dengan penawaran umum berarti peningkatan profesionalisme. Sedangkan bagi masyarakat berarti memperoleh kesempatan untuk turut serta memiliki perusahaan.

Ada berbagai alasan perusahaan menjual saham melalui pasar modal. Sjahrir (1995: p. 22) mengemukakan bahwa perusahaan menawarkan sahamnya melalui pasar modal dengan berbagai alasan berikut ini:

1. kebutuhan akan dana untuk melunasi hutang baik jangka panjang maupun jangka pendek sehingga mengurangi beban biaya.
2. meningkatkan modal kerja.
3. membiayai perluasan perusahaan (pembangunan pabrik baru, menambah kapasitas produksi).
4. memperluas jaringan pemasaran dan distribusi.
5. meningkatkan teknologi produksi.
6. membayar sarana penunjang seperti pabrik, perawatan kantor, dan lain-lain.

Selain itu, menurut Usman, dkk. (1990: p. 29), perusahaan memanfaatkan pasar modal untuk menarik dana pada umumnya didorong oleh beberapa tujuan sebagai berikut:

1. melakukan perluasan usaha.
2. memperbaiki struktur modal.
3. melakukan divestasi atau pengalihan pemegang saham.

Weston dan Brigham (1993: p. 715-716), Brigham dan Gapenski (1993: p. 505-506) mengemukakan beberapa keuntungan yang dapat diperoleh perusahaan yang melakukan IPO selain mendapatkan dana secara cepat, yaitu:

1. membuka jalan bagi pemegang saham untuk melakukan diversifikasi kepemilikan saham sehingga dapat mengurangi risiko yang ditanggung pendiri perusahaan.
2. meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham.
3. kemudahan meningkatkan modal dimasa mendatang.

Selain hal-hal yang menguntungkan tersebut di atas, terdapat pula hal-hal yang kurang menguntungkan dari rencana IPO, antara lain seperti yang dikemukakan Sitompul (1996: p. 19-21) bahwa biaya IPO harus dipertimbangkan sebagai suatu hal yang penting karena cukup besar. Para eksekutif perusahaan juga harus memusatkan perhatian pada program IPO selama beberapa bulan. Selain itu Bappepam mewajibkan keterbukaan penawaran, yaitu bahwa setiap prospektus dilarang memuat keterangan yang tidak benar tentang fakta material yang diperlukan, agar prospektus tidak memberikan gambaran yang menyesatkan. IPO ataupun penjualan di pasar sekunder akan mengurangi kontrol dari pemegang saham lama. Selain itu sebagai perusahaan publik, berbagai keputusan harus disetujui terlebih dahulu oleh para pemegang saham. Hal ini tentunya mengurangi *privacy* manajemen perusahaan. Setelah *go public*, perusahaan akan mendapat tekanan untuk meningkatkan kinerjanya.

2.2. Perilaku Harga Saham-Saham IPO

Harga saham pada hakikatnya merupakan penerimaan besarnya pengorbanan yang harus dilakukan oleh setiap investor untuk penyertaan dalam perusahaan. Harga ini di pasar sekunder akan bergerak sesuai dengan kekuatan permintaan dan penawaran yang terjadi atas saham. Tinggi rendahnya harga saham lebih banyak dipengaruhi oleh pertimbangan pembeli dan penjual akan kondisi internal dan eksternal perusahaan.

Secara teoritis, harga suatu saham merupakan nilai sekarang dari arus kas yang akan diterima oleh pemilik saham dikemudian hari (Hanafi dan Husnan, 1991: p. 12). Oleh karena itu, untuk menaksir harga saham yang wajar hanya dapat dilakukan dengan tepat bila arus kas yang akan diterima tersebut dapat diestimasi secara tepat pula. Dalam praktiknya, tidak ada satu cara yang dapat memberikan hasil estimasi terbaik terhadap keadaan masa depan yang mengandung unsur ketidakpastian. Untuk keperluan analisis saham, telah dikembangkan beberapa pendekatan dalam penilaian dan penentuan harga saham. Pendekatan tersebut pada dasarnya untuk membantu *judgment* analisis. Analisis terhadap harga saham meliputi analisis fundamental dan analisis teknikal.

Penawaran saham pertama kali di pasar modal (IPO) merupakan suatu masalah yang menarik bagi para peneliti. Hal ini karena pada umumnya harga saham waktu IPO dinilai terlalu rendah (*underpriced*). Penelitian Suad Husnan (1991) yang mengambil kurun waktu 1987 – 1990

di Bursa Efek Jakarta menunjukkan bahwa pada umumnya harga perdana saham ditetapkan terlalu rendah. Imam Ghozali (2002) dalam penelitiannya yang mengambil periode tahun 1997 – 2000, menunjukkan bahwa dari 45 emiten yang listing di BEJ selama periode tersebut sebesar 25,18 % mengalami *underpriced*. Pada penelitian kali ini diketahui bahwa dari 59 emiten yang listing di BEJ pada periode 2000 – 2002 hanya 3 emiten yang sahamnya tidak mengalami *underpriced*.

Investor yang rasional dan analis sekuritas menghubungkan harga aktual sekuritas dengan nilai intrinsik berdasarkan informasi yang dimiliki investor mengenai kondisi perusahaan emiten. Jika harga saham dinilai *undervalued*, maka pada saat perdagangan di bursa, investor akan terdorong untuk melakukan pembelian atau menahan bila saham tersebut telah dimiliki. Sebaliknya, jika harga saham dinilai *overvalued*, maka pada saat perdagangan di bursa para investor akan menjual saham yang dimilikinya atau menghindari pembelian saham tersebut. Adanya koreksi pasar mengakibatkan harga saham yang *undervalued* cenderung naik dan harga saham yang *overvalued* akan cenderung turun saat diperdagangkan di pasar sekunder. Keduanya akan bergerak mendekati nilai intrinsiknya.

2.3. Penyebab Fenomena *Underpricing* (Model Baron dan Model Rock)

Telah disebutkan di atas bahwa pada umumnya harga saham pada saat IPO dinilai terlalu rendah (*underpriced*). Fenomena *underpricing* di pasar modal Indonesia ini diamati oleh Hanafi dan Husnan (1991: p. 12-

15). Penjelasan literatur tentang fenomena *underpricing* adalah adanya informasi yang asimetri antara perusahaan emiten dengan penjamin emisi (model Baron) atau antara *informed investor* dengan *uninformed investor* (model Rock).

Dalam model Baron, penjamin emisi dianggap mempunyai informasi yang lebih baik dibanding perusahaan emiten sendiri. Penjamin emisi akan memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk mendapatkan kesepakatan yang optimal dengan emiten yaitu dengan memperkecil risiko keharusan untuk membeli sisa saham yang tidak laku dijual, dan emiten harus menerima harga yang murah atas penawaran sahamnya.

Walaupun emiten dan penjamin emisi secara bersama-sama mengadakan kesepakatan dalam menentukan harga perdana saham, namun sebenarnya mereka masing-masing mempunyai kepentingan yang berbeda. Sebagai pihak yang membutuhkan dana, emiten menginginkan harga perdana yang tinggi. Karena dengan harga perdana yang tinggi emiten berharap akan segera merealisasikan proyeknya. Dilain pihak, penjamin emisi berusaha meminimalkan risiko yang ditanggungnya. Dalam tipe penjaminan *full commitment* seperti yang berlaku di pasar modal Indonesia, pihak penjamin emisi akan membeli saham yang tidak terjual di pasar perdana. Keadaan ini membuat penjamin emisi tidak berkeinginan untuk membeli saham yang tidak laku terjual. Upaya yang dilakukan adalah dengan bernegosiasi dengan emiten agar saham-saham tersebut tidak terlalu tinggi harganya, bahkan cenderung *underpriced*. Karena

penjamin emisi lebih sering berhubungan dengan pasar, maka dimungkinkan mempunyai informasi yang lebih banyak bila dibandingkan dengan pihak emiten. Emiten adalah pendatang baru yang belum mengetahui keadaan pasar sebenarnya. Kondisi asimetri informasi inilah yang menyebabkan terjadinya *underpriced*, dimana penjamin emisi adalah pihak yang memiliki kelebihan informasi dan menggunakan ketidaktahuan emiten untuk memperkecil risiko. (Husnan, 1991; Cheung et al, 1994).

Model Rock menyatakan bahwa informasi asimetri terdapat pada kelompok *informed investor* dan *uninformed investor*. Kelompok *informed investor* yang memiliki lebih banyak informasi akan membeli saham-saham IPO yang *underpriced* saja. Sedangkan kelompok *uninformed investor* yang kurang memiliki informasi mengenai perusahaan emiten melakukan penawaran dengan sembarangan baik pada saham yang *underpriced* maupun *overpriced*. Akibatnya kelompok *uninformed investor* memperoleh proporsi saham-saham IPO yang *overpriced* lebih besar daripada kelompok *informed*. Menyadari bahwa mereka menerima saham-saham IPO yang tidak proporsional, kelompok *uninformed* akan meninggalkan pasar perdana. Untuk memungkinkan kelompok ini mendapatkan *return* saham yang wajar, sehingga kelompok ini bersedia berpartisipasi dalam pasar perdana, maka saham IPO harus cukup *underpriced* (Cheung dan Krinsky, 1994: p. 739).

2.4. Variabel-Variabel Akuntansi sebagai *Proxy* atas Tingkat Risiko

Sejumlah studi empiris telah menunjukkan hasil yang konsisten dan signifikan tentang pengaruh variabel akuntansi sebagai pengukur return saham. Begitu juga, penjelasan secara teoritis menunjukkan bahwa variabel akuntansi merupakan alat untuk mengukur nilai suatu perusahaan, salah satunya mengenai sahamnya. Lebih jauh lagi, seorang investor dapat menghasilkan suatu *abnormal return* dengan melakukan analisis fundamental.

Beberapa literature menyatakan bahwa variabel akuntansi mempunyai potensi untuk digunakan dalam proses penentuan harga saham saat IPO. Beaver et al. (1970) berpendapat bahwa "... ukuran-ukuran risiko akuntansi dapat digunakan dalam pengambilan keputusan investasi ketika ukuran risiko tidak tersedia. Dua jenis situasi yang seperti itu adalah: ketika perusahaan melakukan *go public* untuk pertama kali..." (p. 680, tambahan). Foster (1986) menjelaskan "ada beberapa konteks dimana estimasi nilai perusahaan diperlukan, yaitu antara lain ..., (b) saat penentuan harga saham ketika perusahaan melakukan *go public*..." (p. 422, tambahan).

Telah banyak penelitian yang menyarankan pengujian terhadap kegunaan variabel akuntansi dalam penilaian harga saham saat IPO. Kim et al. (1995) telah memberikan petunjuk tentang pentingnya variabel akuntansi yang terkandung dalam prospektus dalam penentuan harga saham IPO di Korea dan USA. Sejumlah penelitian terdahulu tidak

menguji secara spesifik mengenai hubungan antara informasi akuntansi dengan tingkat *underpriced*, meskipun sebagian besar dari penelitian tersebut telah memasukkan beberapa variabel akuntansi dalam model yang dirumuskannya. Sehingga, hal ini tentu saja masih menjadi suatu pertanyaan yang menarik untuk diteliti mengenai nilai relevansi variabel-variabel akuntansi yang terkandung dalam prospektus dalam penentuan harga saham perusahaan yang melakukan IPO.

a. *Financial Leverage*

Financial leverage dalam penelitian ini diwakili oleh *leverage ratio* yang merupakan perbandingan antara total hutang dengan total aktiva. Jika hutang dimasukkan dalam struktur modal maka akan mengakibatkan *earnings* lebih mudah berubah. Hal ini mengakibatkan meningkatnya tingkat risiko, dan akibatnya investor akan menuntut *return* yang lebih tinggi pula. Kim et al. (1994) menemukan hubungan positif yang signifikan antara *financial leverage* dengan *initial excess return* pada saham IPO di Korea. Sedangkan How et al. (1995) menemukan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara *financial leverage* dengan tingkat *underpriced* saham IPO di Australia.

Rasio total hutang terhadap total aktiva, yang pada umumnya disebut juga rasio utang (*debt ratio*), mengukur persentase dana yang disediakan oleh kreditur. Total hutang mencakup baik hutang lancar maupun hutang jangka panjang. Kreditur lebih menyukai rasio

hutang yang rendah karena semakin rendah rasio ini, maka semakin besar perlindungan terhadap kerugian kreditur dalam peristiwa likuidasi. Di sisi lain, investor akan menginginkan *leverage* yang lebih besar karena akan dapat meningkatkan laba yang diharapkan.

b. Operating Leverage

Gumanti (2003) merekomendasikan ukuran *capital intensity* sebagai wakil dari variabel *operating leverage*. *Capital intensity* merupakan rasio antara *total assets* dengan *sales*. Brigham dan Gapenski (1991) mengemukakan bahwa rasio ini menunjukkan besarnya aktiva yang dibutuhkan untuk memperoleh hasil penjualan. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin besar jumlah aktiva yang digunakan untuk memperoleh hasil penjualan, yang kemudian dapat dikatakan bahwa perusahaan mempunyai utilitas atau pemanfaatan aktiva yang rendah. Kondisi perusahaan yang demikian menunjukkan tingkat risiko yang lebih tinggi sehingga akibatnya investor akan menuntut *return* yang lebih tinggi pula.

O'Brien dan Vanderheiden (1987) juga mengemukakan bahwa rasio *capital intensity* memungkinkan untuk analisa yang lebih baik dibandingkan rasio *operating leverage* yang lain, seperti rasio aktiva tetap terhadap aktiva total. Hal ini dikarenakan rasio *capital intensity* menghasilkan taksiran yang lebih beralasan atas intensivitas modal secara fisik. Semakin tinggi rasio *capital intensity* berarti bahwa perusahaan beroperasi pada intensivitas aset yang

rendah. Dengan demikian, semakin tinggi rasio ini berarti perusahaan semakin tidak atraktif dalam menghasilkan penjualan, yang kemudian hal ini menunjukkan tingkat risiko yang semakin tinggi pula. Atas tingkat risiko yang semakin tinggi tersebut maka investor akan menuntut *return* yang lebih tinggi pula.

Dari beberapa hasil penelitian terdahulu, yang dilakukan di luar pasar modal Indonesia, telah disimpulkan oleh Gumanti (2003), bahwa semakin tinggi *capital intensity* maka akan semakin tinggi *initial return* yang akan diterima.

c. Firm Size

Pernyataan bahwa ukuran perusahaan dapat digunakan sebagai *proxy* atas total risiko perusahaan didasarkan pada asumsi bahwa semakin mapan suatu perusahaan maka akan semakin rendah tingkat risikonya, karena sebagian besar masyarakat mengetahui dan akan semakin mudah untuk menilai perusahaan tersebut. Hal ini juga dapat dipahami karena semakin besar perusahaan cenderung mempunyai harga saham dan ROE yang lebih stabil.

Ukuran perusahaan dapat diukur melalui skala penjualan maupun skala penawaran. Jika suatu perusahaan mempunyai skala penjualan lebih rendah saat sebelum IPO dibanding saat IPO, maka tingkat *underpriced* saham IPO-nya akan lebih tinggi (Ibbotson et al. [1994]).

Skala penawaran juga dapat digunakan sebagai *proxy* atas risiko perusahaan. Barry dan Brown (1984) menemukan bahwa semakin besar ukuran penawaran saham IPO maka semakin rendah tingkat risiko dan semakin rendah pula tingkat ketidakpastian harga saham tersebut di pasar sekunder.

Dari beberapa penelitian terdahulu sebagaimana disebutkan oleh Gumanti (2003), menunjukkan hasil yang tidak konsisten mengenai hubungan antara ukuran perusahaan dengan *initial return* saham. Penelitian yang telah dilakukan di Indonesia oleh Sautma (1998) menunjukkan koefisien positif untuk *sales* dan koefisien negatif untuk *gross proceed* (skala penawaran).

Dalam penelitian ini dipilih skala penawaran sebagai wakil dari ukuran perusahaan. Alasan dipilihnya ukuran tersebut dibandingkan dengan skala penjualan adalah karena peneliti ingin menguji kembali apakah skala penawaran dapat menunjukkan ukuran perusahaan yang sesungguhnya. Sedangkan untuk skala penjualan dapat dipahami sebagai ukuran perusahaan karena perusahaan yang mempunyai skala penjualan lebih besar tentu saja merupakan perusahaan yang sudah lebih mapan.

d. Firm Growth

Pertumbuhan perusahaan dapat ditunjukkan melalui pertumbuhan penjualan atau melalui pertumbuhan aktiva. Dalam penelitian kali ini dipilih ukuran pertumbuhan penjualan karena

dianggap lebih menunjukkan besarnya hasil yang diperoleh dari operasi perusahaan.

Fewings (1975) dan Turnbull (1977) mengemukakan bahwa pertumbuhan (baik yang ditunjukkan oleh aset ataupun penjualan) mencerminkan elemen yang substansial atas tingkat ketidakpastian perusahaan. Semakin stabil dan konstan pertumbuhan suatu perusahaan maka semakin rendah tingkat risikonya. Perusahaan yang mempunyai *growth* yang stabil biasanya dapat mempertahankan bisnisnya dan mempunyai umur operasi lebih lama.

Pada umumnya, IPO ditandai dengan adanya kenaikan *sales* secara tajam. Tingginya pertumbuhan mengakibatkan meningkatnya ketidakpastian dan tingkat risiko perusahaan. Dari hasil penelitian terdahulu sebagaimana telah dirangkum oleh Gumanti (2003) menunjukkan bahwa hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan *initial return* setelah IPO adalah positif.

e. Profitability

Tingkat profitabilitas perusahaan emiten perlu diuji karena keputusan investor tentang efektivitas operasi bisnis perusahaan dinilai dari profitabilitas perusahaan dimasa lalu. Profitabilitas yang tinggi dianggap dapat mengurangi ketidakpastian harga saham di pasar sekunder. Perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi dianggap lebih mampu memanager bisnisnya, sehingga menghasilkan tingkat risiko yang lebih kecil. Jadi dapat diambil kesimpulan awal

bahwa semakin *profitable* suatu perusahaan emiten maka akan semakin rendah tingkat risiko perusahaan, sehingga semakin rendah pula *return* yang akan diterima oleh investor.

Rasio-rasio profitabilitas adalah sekelompok rasio yang memperlihatkan pengaruh gabungan dari likuiditas, manajemen aktiva, dan hutang, terhadap hasil operasi. Ada beberapa ukuran atau rasio untuk melihat tingkat profitabilitas perusahaan, yaitu: *Profit Margin on Sales*, *Basic Earning Power (BEP ratio)*, *Return on Assets (ROA)*, dan *Return on Equity (ROE)*.

Dalam penelitian kali ini dipilih ukuran *Return on Equity (ROE)* atau disebut juga pengembalian atas ekuitas saham biasa. Ukuran ini merupakan rasio laba bersih terhadap ekuitas saham biasa, yang mengukur tingkat pengembalian atas investasi yang ditanam oleh pemegang saham. Rasio ini dipilih karena ROE dianggap bisa sekaligus mewakili rasio-rasio yang lain. Besarnya ROE tergantung pada besarnya ROA dan penggunaan kewajiban (*leverage*). Persamaan rasio ROE dapat dijabarkan sebagai berikut:

$$\text{ROE} = \text{ROA} \times \text{multiplier equity}$$

$$\text{ROE} = (\text{marjin laba} \times \text{perputaran total aktiva}) \times \text{multiplier equity}$$

2.5. Peranan Informasi Akuntansi sebagai *Proxy* atas *Ex Ante Uncertainty* dari Saham Perusahaan yang Melakukan IPO

Masih menjadi pertanyaan apakah variabel akuntansi memang mempunyai nilai yang relevan dalam penentuan harga saham perusahaan yang melakukan IPO. Anderson et al. (1995) menekankan bahwa keberhasilan dalam pengujian ketidakpastian harga saham setelah IPO sangat tergantung pada keberhasilan dalam memilih variabel yang digunakan. Jadi, masih menjadi pertanyaan juga apakah ukuran risiko akuntansi dapat digunakan dalam penentuan harga saham IPO.

Menurut SFAC No. 1 of FASB (1978: p. 5), tujuan utama dari akuntansi adalah menyediakan informasi yang berguna bagi pengambilan keputusan, misalnya tentang gambaran perusahaan, sehingga nantinya akan dapat diambil suatu keputusan yang rasional.

Dari beberapa penelitian terdahulu didapat kesimpulan bahwa variabel akuntansi dapat digunakan dalam penilaian perusahaan. Kaplan (1978) menyimpulkan bahwa variabel akuntansi dapat digunakan untuk mengukur *return* saham. Variabel akuntansi berpengaruh terhadap *unexpected return* dan tingkat risiko saham.

Secara teoritis, beberapa variabel akuntansi, seperti *earnings*, ROE, dan nilai buku dapat digunakan untuk menggambarkan nilai suatu perusahaan dan mempunyai relevansi dalam penilaian harga saham. Analisis teoritis ini didasarkan pada anggapan bahwa variabel akuntansi

digunakan sebagai faktor penting dalam menentukan nilai sesungguhnya dari suatu perusahaan, termasuk tingkat risiko perusahaan tersebut.

Pada tahapan ini menjadi jelas bahwa informasi akuntansi mempunyai nilai relevan untuk penentuan harga saham, yaitu didukung oleh kegunaannya dalam mengukur tingkat risiko suatu perusahaan. Tetapi tentu saja diperlukan pengidentifikasian informasi akuntansi yang manakah yang secara tepat berhubungan dengan risiko perusahaan. Beaver et al. menyatakan bahwa *dividend payout ratio*, *asset growth*, *financial leverage*, *liquidity*, *asset size*, *earnings variability* dan *earnings covariaibility* berhubungan dengan risiko pasar dan dapat digunakan untuk memprediksi risiko sistematis. Sejumlah peneliti juga telah menguji dan mendukung kesimpulan bahwa ada hubungan antara beberapa variabel akuntansi tersebut dengan tingkat risiko (Lev [1974], Myers [1977], Ryan [1997]).

Telah diketahui bahwa ukuran risiko akuntansi dapat berperan sebagai *proxy* atas total risiko perusahaan, dan antara risiko sistematis dan total risiko saling berhubungan. Maka ukuran risiko akuntansi dapat dikatakan juga berhubungan dengan risiko yang tidak sistematis. Sehingga dapat dikatakan pula informasi akuntansi, dalam hal ini ukuran risiko akuntansi, merupakan pengukur tingkat risiko saham sekaligus tingkat risiko perusahaan.

Penelitian yang dilakukan di Indonesia juga mengindikasikan bahwa beberapa variabel akuntansi berhubungan secara signifikan dengan

risiko sistematis, yaitu antara lain: *net profit margin*, *firm total assets*, *current assets to total assets*, *net worth to total assets*, *long-term debt to total assets* dan *quick ratio* (Tandelin [1997]). Dari hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa informasi akuntansi dianggap relevan untuk mengukur tingkat risiko saham di Indonesia.

Dari penelitian Machfoedz (1994) juga menunjukkan bahwa variabel akuntansi dalam laporan keuangan yang dipublikasikan merupakan sumber informasi bagi investor di pasar modal Indonesia dalam menilai suatu saham. Hal ini menunjukkan bahwa risiko sistematis dari perusahaan yang *go public* di Indonesia berhubungan dengan informasi akuntansi.

Sebagaimana telah diungkapkan sebelumnya bahwa ketika perusahaan melakukan *go public* untuk pertama kali, investor hanya mempunyai informasi yang terbatas pada informasi dalam prospektus saja. Sedangkan masalah mendasar dalam penawaran perdana ini adalah adanya ketidakpastian harga saham di pasar sekunder (*ex ante uncertainty*). Pembentukan harga pada hari pertama perdagangan oleh investor hanya didasarkan pada informasi yang terdapat dalam prospektus. Di sinilah peran variabel-variabel akuntansi sebagai *proxy* atas total risiko perusahaan digunakan pula sebagai *proxy* atas ketidakpastian harga (*ex ante uncertainty*) tersebut. Dengan demikian dapat ditarik kesimpulan bahwa variabel-variabel akuntansi tersebut dapat digunakan untuk menguji tingkat *underpriced* saham perusahaan yang melakukan IPO.

2.6. Penelitian Terdahulu

1. Jeong-Bon Kim, Itzhak Krinsky dan Jason Lee (1995).

Mereka melakukan penelitian dengan judul "*The Role of Financial Variables in The Pricing of Korean Initial Public Offerings*". Tujuan penelitian ini adalah menyelidiki peranan variabel-variabel keuangan yang diungkapkan dalam prospektus dalam penentuan harga pasar saham perusahaan-perusahaan Korea yang melakukan IPO. Variabel-variabel keuangan tersebut adalah laba per saham, ukuran penawaran, dan variabel *dummy* yang menunjukkan tipe-tipe penawaran saham. Untuk dapat mengendalikan variasi *cross-sectional* dari *industry effect*, peneliti memasukkan variabel indeks rata-rata industri pada tanggal penawaran, dalam memprediksi penentuan harga pasar saham perusahaan sesudah IPO. Peneliti membagi 260 perusahaan yang melakukan IPO pada periode Januari 1985-Maret 1990 kedalam perusahaan yang melakukan IPO sebelum dan sesudah liberalisasi yang dianggap mengurangi peran pemerintah.

Peneliti yang sama (1993: pp. 195-211) melakukan penelitian yang berjudul "*Motives for Going Public and Underpricing: New Finding from Korea*". Penelitian ini dilatarbelakangi oleh alasan-alasan mendasar mengapa suatu perusahaan memasuki pasar IPO. Alasan pertama adalah pendiri ingin mendiversifikasikan portofolionya, dan alasan yang kedua adalah perusahaan tidak mempunyai alternatif sumber pendanaan lain untuk membiayai proyek investasinya. Dalam

penelitian itu digunakan variabel-variabel *signaling* yang diduga mempengaruhi penentuan harga pasar saham perusahaan setelah IPO. Variabel-variabel *signaling* tersebut adalah kualitas *underwriter*, *proceeds* yang ditujukan untuk investasi dan retensi kepemilikan.

Dengan memasukkan variabel-variabel *signaling* ke dalam model, ditemukan bahwa pengaruh semua variabel dalam model berbeda secara signifikan untuk sebelum dan sesudah liberalisasi. Tidak satupun variabel-variabel *signaling* baik secara individu atau bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap penentuan harga pasar saham sesudah IPO. Kesimpulan atas penelitian ini adalah bahwa model gagal mendeteksi hubungan antara harga pasar dan variabel-variabel *signaling*.

2. Trisnawati (1996)

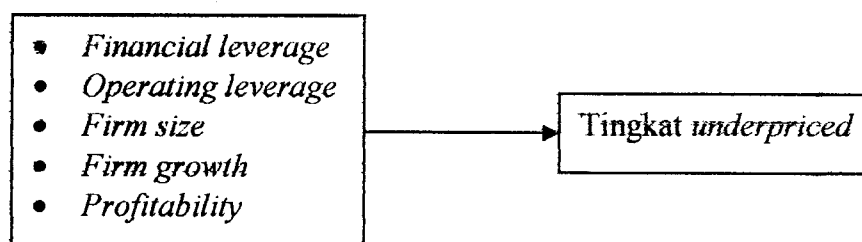
Di Indonesia, Trisnawati telah menguji pengaruh informasi pada prospektus (variabel reputasi auditor, reputasi *underwriter*, prosentase penawaran saham pada saat IPO, umur perusahaan, profitabilitas, dan *financial leverage*) terhadap *initial return*, dalam penelitiannya yang berjudul "Pengaruh Informasi Prospektus terhadap *Return Saham di Pasar Perdana*". Hasilnya menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan signifikan antara informasi pada prospektus dengan *initial return* kecuali untuk variabel umur perusahaan.

3. Payamta (2000)

Payamta juga telah melakukan penelitian untuk meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi fenomena *underpricing* yang terjadi pada saham IPO selama kurun waktu 1994-1996, dalam jurnalnya yang berjudul "Pengaruh Variabel-variabel Keuangan dan *Signaling* terhadap Penentuan Harga Pasar Saham di Bursa Efek Jakarta". Dari hasil penelitian tersebut diketahui bahwa variabel keuangan yang berupa *financial leverage* dan ROA berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham selama tujuh hari pengamatan setelah IPO. Sedangkan untuk variabel EPS, *proceeds* sebagai ukuran penawaran, dan kualitas *underwriter* ternyata tidak cukup berpengaruh terhadap harga saham selama tujuh hari pengamatan.

2.7. Kerangka Pemikiran dan Perumusan Hipotesis

Dari kerangka teoritis di atas, maka kerangka pemikiran yang menggambarkan hubungan antara variabel *independen* dengan variabel *dependen* dapat dijelaskan dalam bentuk bagan dibawah ini:



Berdasarkan latar belakang masalah, perumusan masalah dan tinjauan pustaka di atas, maka hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut :

1. Diduga variabel-variabel *financial leverage*, *operating leverage*, *firm growth*, *firm size* dan *profitability* secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpriced* saham IPO. Hipotesis dari masing-masing variabel dirumuskan sebagai berikut:
 - HA 1 : *Financial leverage* mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat *underpriced*.
 - HA 2 : *Operating leverage* mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat *underpriced*.
 - HA 3 : *Firm Size* mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap tingkat *underpriced*.
 - HA 4 : *Firm Growth* mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat *underpriced*.
 - HA 5 : *Profitability* mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap tingkat *underpriced*.
2. Diduga variabel-variabel *financial leverage*, *operating leverage*, *firm growth*, *firm size* dan *profitability* secara serempak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpriced* saham IPO.
 - HA 6 : *Financial leverage*, *operating leverage*, *firm size*, *firm growth*, dan *profitability* secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpriced*.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana yang telah tercatat di BEJ untuk periode tahun 2000-2002. Periode tiga tahun tersebut diambil karena dipandang sebagai periode terkini dan mewakili kondisi BEJ yang relatif stabil selama masa pasca krisis ekonomi.

Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ yang dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Sampel dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik dengan kriteria sampel yang ditentukan. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah:

- Perusahaan melakukan listing di BEJ pada periode tahun 2000, 2001 dan 2002.
- Harga saham mengalami *underpriced*.
- Emiten bukan termasuk perusahaan perbankan (kelompok perbankan dikeluarkan dari sampel karena mempunyai karakteristik yang berbeda sehingga dapat menyebabkan bias dalam pengujian *financial leverage*).¹

¹ Alasan penggunaan kriteria tersebut dikemukakan oleh Payamta (2000) dalam penelitiannya yang berjudul "Pengaruh Variabel-variabel Keuangan dan *Signaling* terhadap Penentuan Harga Saham di Bursa Efek Jakarta".

Proses seleksi sampel tersebut dilakukan dengan tahapan seperti disajikan dibawah berikut ini.

Emiten yang listing di BEJ tahun 2000 – 2002	59
Tidak termasuk sampel :	
Emiten yang tidak <i>underpriced</i>	(3)
Emiten yang prospektus dan data ukuran akuntansinya tidak tersedia	(9)
Emiten yang termasuk perusahaan perbankan	(7)
Emiten yang dipilih sebagai sampel	40

Dari proses seleksi sampel di atas diketahui bahwa emiten yang terpilih sebagai sampel penelitian sebanyak 40 perusahaan. Daftar nama perusahaan-perusahaan tersebut disajikan dalam lampiran 1.

3.2. Data dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi data mengenai harga penawaran perdana, harga penutupan hari pertama di pasar sekunder, nilai emisi saham, total hutang, total aktiva, sales selama dua tahun berturut-turut sebelum listing, dan nilai ROE. Data-data sekunder tersebut diperoleh dari *JSX-Statistic* dan *Indonesian Capital Market Directory*. Rekapitulasi data yang digunakan disajikan dalam lampiran 2.

3.3. Variabel Penelitian dan Pengukurannya

Variabel dependen : tingkat *underpriced* saham IPO

Tingkat *underpriced* saham dihitung sebagai perbandingan antara selisih harga penawaran perdana dengan *closing price* pada hari pertama di pasar sekunder, dengan harga penawaran perdananya.

$$UP1 = \frac{\text{closing price} - \text{harga penawaran perdana}}{\text{harga penawaran perdana}}$$

Hasil perhitungan variabel dependen tingkat *underpriced* untuk masing-masing emiten disajikan dalam lampiran 3.

Variabel independen : *financial leverage, operating leverage, firm size, firm growth, dan profitability*

- *Financial leverage*, diwakili oleh *Debt Ratio* atau *Leverage Ratio*, yaitu rasio total hutang terhadap total aktiva.

$$\text{leverage ratio} = \frac{\text{total hutang}}{\text{total aktiva}}$$

Hasil perhitungan variabel independen *financial leverage* untuk masing-masing emiten disajikan dalam lampiran 4.

- *Operating leverage*, diwakili oleh *Capital Intensity*, yaitu rasio total aktiva terhadap penjualan.

$$\text{capital intensity} = \frac{\text{total aktiva}}{\text{penjualan}}$$

Hasil perhitungan variabel independen *operating leverage* untuk masing-masing emiten disajikan dalam lampiran 5.

- *Firm size*, diwakili oleh skala penawaran saham saat penawaran perdana (*gross proceed*), yaitu hasil kali jumlah saham yang ditawarkan dengan harga penawaran perdananya.

$gross\ proceed = \text{jumlah lembar saham} \times \text{harga penawaran perdana}$

dari hasil perhitungan data *gross proceed* didapat range data yang terlalu besar jika dibandingkan dengan range data untuk keempat variabel independen yang lain. Untuk memperkecil range data agar didapat hubungan yang logis untuk kelima variabel independen, digunakan nilai logaritma natural dari nilai *gross proceed* tersebut. Hasil perhitungan variabel independen *firm size* untuk masing-masing emiten disajikan dalam lampiran 6.

- *Firm growth*, diwakili oleh rasio pertumbuhan penjualan, yaitu rasio selisih antara penjualan tahun saat listing dengan penjualan tahun lalu, terhadap penjualan tahun lalu.

$$\text{pertumbuhan penjualan} = \frac{\text{penjualan th (n)} - \text{penjualan th (n-1)}}{\text{penjualan th (n-1)}}$$

Hasil perhitungan variabel independen *firm growth* untuk masing-masing emiten disajikan dalam lampiran 7.

- *Profitability*, diwakili oleh pengukuran pengembalian atas ekuitas saham biasa (*Return on common Equity* atau ROE), yaitu rasio laba bersih terhadap ekuitas saham biasa.

$$ROE = \frac{\text{laba bersih}}{\text{ekuitas saham biasa}}$$

Hasil perhitungan variabel independen *profitability* untuk masing-masing emiten disajikan dalam lampiran 2.

3.4. Model Empiris dan Hipotesis Statistik

Untuk melakukan pembuktian terhadap hipotesis pertama sampai dengan hipotesis kelima (H1 – H5) digunakan uji-t. Uji-t digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel bebas terhadap variabel terikat. Hipotesis statistik yang dirumuskan dalam hipotesis nol dan hipotesis alternatif adalah sebagai berikut:

1. $H_0 : b_1 = 0$, artinya tidak terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *financial leverage* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.
 $H_A : b_1 > 0$, artinya terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *financial leverage* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.
2. $H_0 : b_2 = 0$, artinya tidak terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *operating leverage* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.
 $H_A : b_2 > 0$, artinya terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *operating leverage* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.

3. $H_0 : b_3 = 0$, artinya tidak terdapat pengaruh negatif yang signifikan dari variabel bebas *firm size* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.

$H_A : b_3 < 0$, artinya terdapat pengaruh negatif yang signifikan dari variabel bebas *firm size* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.

4. $H_0 : b_4 = 0$, artinya tidak terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *firm growth* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.

$H_A : b_4 > 0$, artinya terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *firm growth* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.

5. $H_0 : b_5 = 0$, artinya tidak terdapat pengaruh negatif yang signifikan dari variabel bebas *profitability* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.

$H_A : b_5 < 0$, artinya terdapat pengaruh negatif yang signifikan dari variabel bebas *profitability* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.

Sebagai tambahan, dalam penelitian ini juga akan dilakukan pengujian untuk mengetahui pengaruh dari variabel-variabel bebas tersebut secara simultan atau serentak terhadap variabel terikat. Pengujian tersebut dilakukan dengan menggunakan uji-F. Hipotesis statistik yang

dirumuskan dalam hipotesis nol dan hipotesis alternatif adalah sebagai berikut:

6. $H_0 : b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = b_5 = 0$, artinya tidak terdapat hubungan yang signifikan dari variabel bebas *financial leverage*, *operating leverage*, *firm size*, *firm growth* dan *profitability* secara simultan terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.

H_A : sekurang-kurangnya ada 1 koefisien regresi $\neq 0$, artinya terdapat hubungan yang signifikan dari variabel bebas *financial leverage*, *operating leverage*, *firm size*, *firm growth* dan *profitability* secara simultan terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.

BAB IV

ANALISA DATA

Dalam bab ini akan diuraikan hasil analisis terhadap sampel penelitian. Hasil penelitian dianalisis dengan menggunakan model regresi linier berganda untuk menguji pengaruh variabel-variabel bebas yang terdiri dari: *financial leverage*, *operating leverage*, *firm size*, *firm growth* dan *profitability*, terhadap variabel terikat tingkat *underpriced*. Model regresi linier berganda tersebut menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$UP_1 = a + b_1 FL + b_2 OL + b_3 FS + b_4 FG + b_5 P + e$$

UP₁ : tingkat *underpriced* hari pertama penutupan

a : konstanta

*b*₁-*b*₅ : koefisien regresi untuk setiap variable independen

FL : *Financial Leverage*

OL : *Operating Leverage*

FS : *Firm Size*

FG : *Firm Growth*

P : *Profitability*

e : *error term*

Untuk melakukan penghitungan atau pengujian dengan menggunakan model regresi linier berganda dapat digunakan program *software SPSS for Windows Realease 10.0*. Pengolahan data dengan

menggunakan program tersebut menghasilkan persamaan regresi sebagai berikut:

$$UP_1 = 1,4203 - 1,0673 FL + 0,0088 OL + 0,0516 FS + 0,0501 FG - 0,0046 P + e$$

Dari persamaan regresi di atas, konstanta sebesar 1,4203 tersebut dapat diinterpretasikan bahwa jika variabel-variabel *financial leverage* (FL), *operating leverage* (OL), *firm size* (FS), *firm growth* (FG) dan *profitability* (P) dianggap konstan, maka rata-rata tingkat *underpriced* saham IPO yang listing di BEJ selama periode penelitian sebesar 142,03 %.

Dalam penelitian ini, hasil analisis diuraikan melalui hasil pengujian terhadap masing-masing hipotesis penelitian yang telah dirumuskan sebelumnya. Interpretasi dari koefisien regresi (b_1 - b_5) persamaan di atas akan diuraikan dalam pembahasan hasil pengujian masing-masing hipotesis (H1-H5) dalam sub-sub bab selanjutnya. Rangkuman hasil olah data selengkapnya disajikan dalam tabel 4.1. berikut:

Tabel 4.1.

Hasil Regresi

Variabel Bebas	Koefisien Regresi (b)	t hitung	Sig. t
<i>Financial leverage</i>	-1.0673	-0.852	0.400
<i>Operating leverage</i>	0.0088	0.929	0.359
<i>Firm size</i>	0.0516	0.232	0.818
<i>Firm growth</i>	0.0501	0.934	0.357
<i>Profitability</i>	-0.0046	-0.695	0.492

$$R^2 = 0.071$$

$$F_{hitung} = 0.523$$

$$\text{Sig. } F = 0.757$$

4.1. Hasil Pengujian Hipotesis 1

Dalam sub bab ini diuraikan mengenai hasil pengujian hipotesis 1 (H1) dari hasil uji-t dengan melalui langkah-langkah yang telah disebutkan dalam sub bab sebelumnya. Berikut hasil pengujian hipotesis 1:

- H_{0_1} : “Tidak terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *financial leverage* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.
- H_{A_1} : “Terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *financial leverage* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.
- Untuk tingkat signifikan α sebesar 5% dan *degree of freedom, df* $n-k = 34$, nilai t_{tabel} sebesar 1,692. Sedangkan dari hasil olah data dengan program SPSS diketahui nilai t_{hitung} sebesar -0,852 (lihat tabel 4.1.).
- Dari hasil olah data dengan menggunakan program SPSS juga didapat nilai signifikansi variabel *financial leverage* (Sig.t) = 0,400 yang lebih besar daripada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ (lihat tabel 4.1.).
- H_{0_1} diterima atau H_{A_1} ditolak karena $t_{\text{hitung}} < t_{\text{tabel}}$ dan $\text{Sig.t} > \alpha$.

Dari hasil olah data dengan menggunakan program SPSS diketahui bahwa variabel *financial leverage* memiliki koefisien regresi dengan arah negatif sebesar $-1,0673$ (lihat tabel 4.1.). Hal ini berarti bahwa hubungan antara variabel bebas *financial leverage* dengan variabel terikat tingkat *underpriced* adalah negatif. Oleh karena itu, dari hasil penelitian ini dapat diinterpretasikan bahwa jika *financial leverage* meningkat sebesar 100 % maka tingkat *underpriced* akan menurun sebesar 107 %, dengan asumsi variabel independen yang lain relatif konstan.

Berdasarkan pembahasan di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa H_0 diterima atau H_{A1} ditolak, yang artinya tidak terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *financial leverage* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.

Hasil pengujian ini konsisten dengan hasil penelitian Imam Ghozali dan Mudrik Al Mansyur (2002), bahwa variabel bebas *financial leverage* mempunyai koefisien bertanda negatif terhadap variabel terikat tingkat *underpriced*. Peneliti menyatakan bahwa tanda negatif ini berarti jika tingkat hutang emiten semakin besar maka tingkat *underpriced* semakin kecil. Hal ini menunjukkan bahwa investor pasar modal Indonesia, khususnya yang membeli saham di pasar perdana adalah investor jangka pendek bukan investor jangka panjang. Hasil penelitian yang menemukan tidak adanya pengaruh yang signifikan tersebut konsisten dengan hasil penelitian Trisnawati (1996).

Sedangkan dari hasil penelitian Imam Ghozali dan Mudrik Al Mansyur di atas ditemukan bahwa variabel *financial leverage* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel tingkat *underpriced*. Hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan hasil penelitian Kim et al. (1994) yang menemukan adanya hubungan positif yang signifikan antara variabel *financial leverage* dengan variabel *initial excess return* pada saham IPO Korea.

Meskipun dalam penelitian ini ditemukan bahwa variabel *financial leverage* tidak mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap variabel tingkat *underpriced*, namun secara teori tidak demikian. Gumanti (2003) dalam jurnalnya mengemukakan bahwa jika hutang dimasukkan dalam struktur modal maka akan mengakibatkan *earnings* akan lebih *volatile*. Hal ini mengakibatkan meningkatnya tingkat risiko sehingga investor akan menuntut *return* yang lebih tinggi pula.

4.2. Hasil Pengujian Hipotesis 2

Dalam sub bab ini diuraikan mengenai hasil pengujian hipotesis 2 (H2) dari hasil uji-t dengan melalui langkah-langkah yang telah disebutkan dalam sub bab sebelumnya. Berikut hasil pengujian hipotesis 2:

- $H0_2$: “Tidak terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *operating leverage* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.

- H_{A2} : “Terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *operating leverage* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.
- Untuk tingkat signifikan α sebesar 5% dan *degree of freedom, df* = $n-k = 34$, nilai t_{tabel} sebesar 1,692. Sedangkan dari hasil olah data dengan program SPSS diketahui nilai t_{hitung} sebesar 0,929 (lihat tabel 4.1.).
- Dari hasil olah data dengan menggunakan program SPSS juga didapat nilai signifikansi variabel *operating leverage* (Sig.t) = 0,359 yang lebih besar daripada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ (lihat tabel 4.1.).
- H_0 diterima atau H_{A2} ditolak karena $t_{\text{hitung}} < t_{\text{tabel}}$ dan $\text{Sig.t} > \alpha$.

Dari hasil olah data dengan menggunakan program SPSS diketahui bahwa variabel *operating leverage* memiliki koefisien regresi dengan arah positif sebesar 0,0088 (lihat tabel 4.1.). Hal ini berarti bahwa hubungan antara variabel bebas *operating leverage* dengan variabel terikat tingkat *underpriced* adalah positif. Oleh karena itu, dari hasil penelitian ini dapat diinterpretasikan bahwa jika *operating leverage* meningkat sebesar 100 % maka tingkat *underpriced* akan meningkat pula sebesar 0,88 %, dengan asumsi variabel independen yang lain relatif konstan.

Berdasarkan pembahasan di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa H_0 diterima atau H_{A2} ditolak, yang artinya tidak terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *operating leverage* terhadap variabel terikat

tingkat *underpriced* saham IPO. Walaupun dalam penelitian ini disimpulkan bahwa variabel bebas *operating leverage*, yang dalam hal ini diwakili oleh variabel *capital intensity*, tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat tingkat *underpriced*, namun hasil analisis menunjukkan bahwa hubungan antara dua variabel tersebut adalah positif.

Hal ini sesuai dengan teori yang ada, seperti yang dikemukakan oleh Brigham dan Gapenski (1991) bahwa rasio ini menunjukkan besarnya aktiva yang dibutuhkan untuk memperoleh hasil penjualan. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin besar jumlah aktiva yang digunakan untuk memperoleh hasil penjualan, yang kemudian dapat dikatakan bahwa perusahaan mempunyai utilitas atau pemanfaatan aktiva yang rendah. Kondisi perusahaan yang demikian menunjukkan tingkat risiko yang lebih tinggi sehingga akibatnya investor akan menuntut *return* yang lebih tinggi pula.

Teori yang mendukung hal tersebut juga dikemukakan oleh O'Brien dan Vanderheiden (1987), bahwa semakin tinggi rasio *capital intensity* berarti bahwa perusahaan beroperasi pada intensifitas aset yang rendah. Jadi semakin tinggi rasio ini berarti perusahaan semakin tidak atraktif dalam menghasilkan penjualan, yang kemudian hal ini menunjukkan tingkat risiko yang semakin tinggi pula. Atas tingkat risiko yang tinggi tersebut investor akan menuntut *return* yang semakin tinggi pula.

Lebih dari yang dikemukakan di atas, beberapa hasil penelitian terdahulu, yang dilakukan di luar di pasar modal Indonesia, telah dirumuskan oleh Gumanti (2003) dalam jurnalnya bahwa semakin tinggi

rasio *capital intensity* maka semakin tinggi pula *initial return* yang akan diterima.

4.3. Hasil Pengujian Hipotesis 3

Dalam sub bab ini diuraikan mengenai hasil pengujian hipotesis 3 (H3) dari hasil uji-t dengan melalui langkah-langkah yang telah disebutkan dalam sub bab sebelumnya. Berikut hasil pengujian hipotesis 3:

- H_0_3 : “Tidak terdapat pengaruh negatif yang signifikan dari variabel bebas *firm size* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.
- H_{A_3} : “Terdapat pengaruh negatif yang signifikan dari variabel bebas *firm size* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.
- Untuk tingkat signifikan α sebesar 5% dan *degree of freedom, df* = $n-k = 34$, nilai t_{tabel} sebesar 1,692. Sedangkan dari hasil olah data dengan program SPSS diketahui nilai t_{hitung} sebesar 0,232 (lihat tabel 4.1.).
- Dari hasil olah data dengan menggunakan program SPSS juga didapat nilai signifikansi variabel *firm size* (Sig.t) = 0,818 yang lebih besar daripada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ (lihat tabel 4.1.).
- H_0_3 diterima atau H_{A_3} ditolak karena $t_{\text{hitung}} < t_{\text{tabel}}$ dan $\text{Sig.t} > \alpha$.

Dari hasil olah data dengan menggunakan program SPSS diketahui bahwa variabel *firm size*, yang dalam penelitian ini diwakili oleh ukuran penawaran saham, memiliki koefisien regresi dengan arah positif sebesar 0,0516 (lihat tabel 4.1.). Hal ini berarti bahwa hubungan antara variabel bebas *firm size* dengan variabel terikat tingkat *underpriced* adalah positif. Oleh karena itu, dari hasil penelitian ini dapat diinterpretasikan bahwa jika *firm size* meningkat sebesar 100 % maka tingkat *underpriced* akan meningkat pula sebesar 5,16 %, dengan asumsi variabel independen yang lain relatif konstan.

Berdasarkan pembahasan di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa H_0 diterima atau H_A ditolak, yang artinya tidak terdapat pengaruh negatif yang signifikan dari variabel bebas *firm size* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.

Dari hasil analisis juga menunjukkan bahwa hubungan antara dua variabel tersebut adalah positif. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sautma (1998) dan Rizka (1995).

Walaupun dalam faktanya ditemukan hasil penelitian yang demikian, hal ini juga tidak sesuai dengan teori yang ada. Seperti yang dikemukakan oleh Barry dan Brown (1984) bahwa skala penawaran dapat digunakan sebagai *proxy* atas risiko perusahaan. Hal tersebut didasarkan pada asumsi yang menganggap bahwa semakin besar nilai emisi saham menunjukkan semakin besar atau mapan suatu perusahaan. Semakin besar ukuran penawaran saham IPO maka semakin rendah tingkat risiko dan semakin

rendah pula tingkat ketidakpastian harga saham tersebut di pasar sekunder. Rendahnya tingkat risiko tersebut akan menuunkan *return* yang dituntut oleh investor.

4.4. Hasil Pengujian Hipotesis 4

Dalam sub bab ini diuraikan mengenai hasil pengujian hipoetesis 4 (H4) dari hasil uji-t dengan melalui langkah-langkah yang telah disebutkan dalam sub bab sebelumnya. Berikut hasil pengujian hipotesis 4:

- H_{04} : “Tidak terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *firm growth* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.
- H_{A4} : “Terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *firm growth* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.
- Untuk tingkat signifikan α sebesar 5% dan *degree of freedom*, $df = n - k = 34$, nilai t_{tabel} sebesar 1,692. Sedangkan dari hasil olah data dengan program SPSS diketahui nilai t_{hitung} sebesar 0,934 (lihat tabel 4.1.).
- Dari hasil olah data dengan menggunakan program SPSS juga didapat nilai signifikansi variabel *firm growth* (Sig.t) = 0,357 yang lebih besar daripada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ (lihat tabel 4.1.).
- H_{04} diterima atau H_{A4} ditolak karena $t_{\text{hitung}} < t_{\text{tabel}}$ dan $\text{Sig.t} > \alpha$.

Dari hasil olah data dengan menggunakan program SPSS diketahui bahwa variabel *firm growth* memiliki koefisien regresi dengan arah positif sebesar 0,0501 (lihat tabel 4.1.). Hal ini berarti bahwa hubungan antara variabel bebas *firm growth* dengan variabel terikat tingkat *underpriced* adalah positif. Oleh karena itu, dari hasil penelitian ini dapat diinterpretasikan bahwa jika *firm growth* meningkat sebesar 100 % maka tingkat *underpriced* akan meningkat pula sebesar 5,01 %, dengan asumsi variabel independen yang lain relatif konstan.

Berdasarkan pembahasan di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa H_{04} diterima atau H_{A4} ditolak, yang artinya tidak terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *firm growth* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO. Walaupun dalam penelitian ini ditemukan bahwa variabel bebas *firm growth*, yang dalam hal ini diwakili oleh variabel pertumbuhan penjualan, tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat tingkat *underpriced*, namun hasil analisis menunjukkan bahwa hubungan antara dua variabel tersebut adalah positif.

Hasil ini sesuai dengan teori yang ada, seperti yang dikemukakan oleh Fewings (1975) dan Turnbull (1977) bahwa pertumbuhan (baik yang ditunjukkan oleh aset ataupun penjualan) mencerminkan elemen yang substansial atas tingkat ketidakpastian perusahaan. Perusahaan yang pertumbuhannya cenderung konstan atau stabil dinilai tingkat risikonya lebih rendah, karena dianggap perusahaan tersebut akan mampu bertahan hidup lebih lama. Tingkat pertumbuhan dengan fluktuasi terlalu tinggi

mencerminkan ketidakpastian yang semakin tinggi pula. Akibatnya, investor akan menuntut *return* yang semakin tinggi pula atas tingkat risiko yang tinggi tersebut.

4.5. Hasil Pengujian Hipotesis 5

Dalam sub bab ini diuraikan mengenai hasil pengujian hipotesis 5 (H5) dari hasil uji-t dengan melalui langkah-langkah yang telah disebutkan dalam sub bab sebelumnya. Berikut hasil pengujian hipotesis 5:

- H_0_5 : “Tidak terdapat pengaruh negatif yang signifikan dari variabel bebas *profitability* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.
- H_A_5 : “Terdapat pengaruh negatif yang signifikan dari variabel bebas *profitability* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.
- Untuk tingkat signifikansi α sebesar 5% dan *degree of freedom*, $df = n - k = 34$, nilai t_{tabel} sebesar 1,692. Sedangkan dari hasil olah data dengan program SPSS diketahui nilai t_{hitung} sebesar -0,695 (lihat tabel 4.1.).
- Dari hasil olah data dengan menggunakan program SPSS juga didapat nilai signifikansi variabel *profitability* (Sig.t) = 0,492 yang lebih besar daripada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ (lihat tabel 4.1.).
- H_0_5 diterima atau H_A_5 ditolak karena $t_{\text{hitung}} < t_{\text{tabel}}$ dan $\text{Sig.t} > \alpha$.

Dari hasil olah data dengan menggunakan program SPSS diketahui bahwa variabel *profitability* memiliki koefisien regresi dengan arah negatif sebesar $-0,0046$ (lihat tabel 4.1.). Hal ini berarti bahwa hubungan antara variabel bebas *profitability* dengan variabel terikat tingkat *underpriced* adalah positif. Oleh karena itu, dari hasil penelitian ini dapat diinterpretasikan bahwa jika *profitability* meningkat sebesar 100 % maka tingkat *underpriced* akan menurun sebesar 0,46 %, dengan asumsi variabel independen yang lain relatif konstan.

Berdasarkan pembahasan di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa H_0 diterima atau H_A ditolak, yang artinya tidak terdapat pengaruh negatif yang signifikan dari variabel bebas *profitability* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO. Walaupun dalam penelitian ini ditemukan bahwa variabel bebas *profitability*, yang dalam hal ini diwakili oleh ROE, tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat tingkat *underpriced*, namun hasil analisis menunjukkan bahwa hubungan antara dua variabel tersebut adalah negatif.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Kim et al. (1994) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif yang insignifikan antara variabel *profitability* dan *initial return* pada saham IPO Korea. Tetapi pada penelitian lain yang dilakukan oleh Pettway dan Kaneko (1996) ditemukan hasil dengan koefisien *profitability* positif.

Walaupun dalam penelitian ini ditemukan bahwa variabel bebas *profitability*, yang dalam hal ini diwakili oleh variabel *Return on Equity*

(ROE), tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat tingkat *underpriced*, namun hasil analisis menunjukkan bahwa hubungan antara dua variabel tersebut adalah negatif.

Hal ini sesuai dengan teori yang ada, seperti yang dikemukakan oleh Beatty dan Zajac (1995) bahwa emiten dengan laba negatif dinilai mempunyai risiko yang lebih tinggi, sehingga investor akan menuntut *return* yang lebih tinggi pula.

4.6. Hasil Pengujian Hipotesis 6

Dalam sub bab ini diuraikan mengenai hasil pengujian hipotesis 6 (H6) dari hasil uji-F dengan melalui langkah-langkah yang telah disebutkan dalam sub bab sebelumnya. Berikut hasil pengujian hipotesis 6:

- H_{0_6} : “Tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel-variabel bebas *financial leverage*, *operating leverage*, *firm size*, *firm growth* dan *profitability* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.
- H_{A_6} : “Terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel bebas *financial leverage*, *operating leverage*, *firm size*, *firm growth* dan *profitability* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.
- Untuk tingkat signifikan α sebesar 5% dan *degree of freedom*, $df = n-k-1 = 34$, nilai F_{tabel} sebesar 2,4936. Sedangkan dari hasil

olah data dengan program SPSS diketahui nilai F_{hitung} sebesar 0,523 (lihat tabel 4.1.).

- Dari hasil olah data dengan menggunakan program SPSS juga didapat nilai signifikansinya (Sig.F) = 0,757 yang lebih besar daripada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ (lihat tabel 4.1.).
- $H0_6$ diterima atau HA_6 ditolak karena $F_{hitung} < F_{tabel}$ dan $Sig.F > \alpha$.

Dari hasil olah data dengan menggunakan program SPSS diketahui bahwa variabel-variabel bebas *financial leverage*, *operating leverage*, *firm size*, *firm growth* dan *profitability* secara simultan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO. Sedangkan nilai R^2 yang dihasilkan sebesar 0,071 yang berarti bahwa hanya 7,1 % dari variasi variabel terikat tingkat *underpriced* dapat dijelaskan oleh variabel-variabel bebas secara simultan (lihat tabel 4.1.).

BAB V

PENUTUP

5.1. Kesimpulan

Dari hasil penelitian terhadap 40 perusahaan yang melakukan listing di Bursa Efek Jakarta selama kurun waktu tahun 2000 – 2002, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *financial leverage* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.
2. Hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *operating leverage* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO. Namun demikian, hasil penelitian menunjukkan hubungan yang positif atau searah antara kedua variabel.
3. Hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh negatif yang signifikan dari variabel bebas *firm size* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO. Dari hasil analisis juga menunjukkan bahwa hubungan antara dua variabel tersebut adalah positif.
4. Hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel bebas *firm growth* terhadap variabel

terikat tingkat *underpriced* saham IPO. Namun demikian, hasil penelitian menunjukkan hubungan yang positif atau searah antara kedua variabel.

5. Hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh negatif yang signifikan dari variabel bebas *profitability* terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.
6. Hasil pengujian hipotesis 6 menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel-variabel tersebut secara simultan terhadap variabel terikat tingkat *underpriced* saham IPO.
7. Hasil pengujian menunjukkan bahwa kelima variabel bebas tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat tingkat *underpriced*; padahal secara teoritis kelima variabel tersebut adalah variabel yang cukup relevan untuk mengukur tingkat risiko perusahaan. Hal ini mungkin disebabkan karena kondisi pasar modal Indonesia yang masih belum merupakan pasar yang efisien, di mana informasi yang ada di pasar tidak mempengaruhi harga saham secara signifikan. Para investor belum menggunakan informasi akuntansi yang tersedia dalam prospektus sebagai dasar untuk menentukan harga saham secara wajar.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Hasil penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan sebagai berikut:

1. Penelitian dimaksudkan untuk menguji secara khusus pengaruh informasi akuntansi dalam prospektus sebagai proxy atas *ex ante* uncertainty, seperti yang direkomendasikan oleh Gumanti (2003) untuk kembali diteliti. Akhirnya pemilihan variabel penelitian tidak cukup melalui telaah yang lebih seksama.
2. Penelitian ini hanya mengambil periode penelitian selama 3 tahun yaitu antara tahun 2000 – 2002 sehingga mungkin sampel kurang representatif.
3. Penelitian ini hanya melihat pengaruh secara umum sampel perusahaan yang go publik selama periode penelitian dan tidak membedakan pengaruh jenis industri.

5.3. Saran Untuk Penelitian Mendatang

Oleh karena keterbatasan penelitian yang telah disebutkan di atas, maka temuan penelitian ini perlu pengkajian yang lebih seksama dimasa mendatang dengan mengurangi atau menghilangkan segala keterbatasannya. Adapun saran untuk penelitian berikutnya adalah sebagai berikut:

1. Dalam memilih variabel penelitian seharusnya melalui telaah yang lebih seksama sehingga variabel-variabel yang dipilih benar-benar merupakan proxy yang relevan dan mewakili.

2. Perlu mempertimbangkan untuk menambah periode penelitian sehingga hasilnya akan lebih representatif.
3. Perlu mempertimbangkan untuk meneliti pengaruh jenis industri agar dapat memberikan informasi yang lebih baik bagi investor dalam mengambil keputusan investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene F., dan Louis C., Gapensski, 1993, *“Intermediate Financial Management”*, Fourth Edition, New York: The Dyrden Press.
- Ernyan, & Husnan, 2002, “Perbandingan *Underpricing* Penerbitan Saham Perdana Perusahaan Keuangan dan Non Keuangan di Pasar Modal Indonesia; Pengujian Hipotesis Asimetri Informasi”, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Pp. 372-383.
- Fraser, 1995, *“Understanding Financial Statement”*, Fourth Edition, New Jersey: Prentice Hall
- Ghozali, & Al Mansyur, 2002, “Analisis Faktor-Faktor yang Menentukan tingkat *Underpriced* di Bursa Efek Jakarta”, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. April, pp. 74-88.
- Gumanti, 2003, *“Can Accounting Information Act as a Proxy for Ex Ante Uncertainty in Initial Public Offerings?”*, *Gadjah Mada International Journal of Business*. Mei, pp. 249-269.
- Payamta, 2000, “Pengaruh Variabel-Variabel Keuangan dan *Signaling* terhadap Penentuan Harga Pasar Saham di Bursa Efek Jakarta”, *JAAI*. Desember, pp153-180.
- Rizka, Y., 1995, “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Underpricing* pada Penawaran Perdana Emisi yang Listing di BEJ Periode 1989 - 1994”. Tesis S-2. Yogyakarta: UGM.
- Trisnawati, Rina, 1996, “Pengaruh Informasi Prospektus terhadap Return Saham di Pasar Perdana”. Tesis S-2. Yogyakarta: UGM.
- Widjaya, M. F. D. Indrajati, 1997, “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Underpricing* Harga Perdana Periode 1994 – 1997 di BEJ”. Tesis S-2. Yogyakarta: UGM.

Lampiran 1

Daftar Sampel

No.	Nama Perusahaan	Kode Saham	Tanggal Efektif	Tanggal Listing
1	Adindo Foresta Indonesia Tbk	ADFO	06/01/00	02/02/00
2	Krida Perdana Indah Graha Tbk	KPIG	27/01/00	30/03/00
3	Dharma Samudra Fishing Industry Tbk	DSFI	25/02/00	24/03/00
4	Surya Intrindo Makmur Tbk	SIMM	09/03/00	28/03/00
5	Asiaplast Industries Tbk	APLI	31/03/00	26/04/00
6	Dana Supra Era Pacific Tbk	DEFI	18/04/00	17/05/00
7	Panin Sekuritas Tbk	PANS	16/05/00	31/05/00
8	Summitplast Interbenua Tbk	SMPL	26/05/00	20/06/00
9	Fotune Mate Tbk	FMII	16/06/00	20/06/00
10	Gowa Makassar Tourism Devlp. Tbk	GMTD	09/11/00	-
11	Andhy Chandra AP Tbk	ACAP	17/11/00	-
12	Dyvia Com Intrabumi Tbk	DNET	21/11/00	-
13	Tempo Inti Media Tbk	TMPO	06/12/00	-
14	Tempo Inti Media Tbk	TMPO	06/08/01	04/01/01
15	Plastpack Prima Industri	PLAS	26/10/01	14/03/01
16	Indosiar Visual Mandiri Tbk	IDSR	09/11/01	20/03/01
17	Indofarma Tbk	INAF	16/04/01	12/04/01
18	Kopitime Dot Com Tbk	KOPI	20/04/01	19/04/01
19	Indoexchange Dot Com Tbk	INDX	15/05/01	16/05/01
20	Daeyu Orchid Indonesi Tbk	DOID	14/06/01	14/06/01
21	Wahana Phonix Mandiri Tbk	WAPO	20/06/01	21/06/01
22	Asia Kapitalindo Securities Tbk	AKSI	10/07/01	12/07/01
23	Arwana Citra Mulia Tbk	ARNA	12/07/01	16/07/01
24	Lapindo Packaging Tbk	LAPD	12/07/01	16/07/01
25	Beton Jaya Manunggal Tbk	BTON	16/07/01	17/07/01
26	Lamicitra Nusantara Tbk	LAMI	16/07/01	17/07/01
27	Metamedia Technologies Tbk	META	16/07/01	17/07/01
28	Akbar Indo Makmur Stimec Tbk	AIMS	17/07/01	19/07/01
29	Karka Yasa Profilia Tbk	KARK	17/07/01	19/07/01
30	Panorama Sentrawisata Tbk	PANR	18/09/01	18/09/01
31	Centrin Online Tbk	CENT	30/10/01	31/10/01
32	Pyridam Farma Tbk	PYFA	11/10/01	12/10/01
33	Roda Panggon Harapan Tbk	RODA	19/10/01	19/10/01
34	Ryane Adibusana Tbk	RYAN	11/10/01	16/10/01
35	Colorpack Indonesia Tbk	CLPI	27/11/01	29/11/01
36	Central Korporindo Tbk	CNKO	14/11/01	20/11/01
37	Infoasia Teknologi Global Tbk	IATG	13/11/01	14/11/01
38	Limas Stokhomindo Tbk	LMAS	21/12/01	27/12/01
39	Anta Express Tour & Travel Service Tbk	ANTA	15/01/02	17/01/02
40	Fishindo Kusuma Sejahtera Tbk	FISH	15/01/02	17/01/02

Lampiran 2

Rekapitulasi Data

No.	Kode Saham	Closing Price (Rp)	Harga Perdana (Rp)	Jumlah Emisi (lbr shm)	Total Hutang (jt Rp)	Total Aktiva (jt Rp)	Sales Th (n) (jt Rp)	Sales Th (n-1) (jt Rp)	ROE (%)
1	ADFO	925	500	56,000,000	134,808	165,793	63,428	88,371	-73.40
2	KPIG	1,450	500	30,000,000	21,068	108,746	11,256	19,080	0.24
3	DSFI	1,150	900	50,000,000	57,566	188,559	230,359	161,460	14.86
4	SIMM	975	500	60,000,000	78,426	208,206	153,106	136,428	12.14
5	APLI	1,100	600	60,000,000	67,300	220,377	139,600	77,292	3.60
6	DEFI	550	500	5,000,000	33,506	69,222	7,226	1,838	1.66
7	PANS	700	550	80,000,000	44,757	131,686	20,398	13,307	11.52
8	SMPL	1,010	800	42,000,000	93,490	204,513	170,341	130,232	13.47
9	FMII	825	500	66,000,000	46,804	250,105	332,605	260,997	10.52
10	GMTD	1,050	575	35,538,000	140,745	196,672	40,653	70,642	8.74
11	ACAP	1,325	875	47,000,000	17,452	126,758	115,195	64,434	10.65
12	DNET	295	250	64,000,000	4,562	31,582	8,198	6,180	2.72
13	TMPO	495	300	125,000,000	9,116	106,251	50,307	51,163	2.19
14	TMPO	495	100	725,000,000	11,485	114,247	60,795	50,307	5.48
15	PLAS	510	100	250,000,000	6,550	22,313	18,343	1,456	4.44
16	IDSR	675	250	1,989,163,003	691,678	647,070	599,423	313,361	-242.75
17	INAF	230	100	3,096,875,000	245,608	538,173	493,371	392,025	37.70
18	KOPI	300	250	560,000,000	17,711	142,676	6,564	4,769	1.44
19	INDX	115	25	1,226,650,000	3,303	29,167	5,400	731	-4.61
20	DOID	150	100	205,770,930	8,362	28,075	58,473	44,848	33.26
21	WAPO	505	100	520,000,000	23,215	61,148	91,394	34,783	11.33
22	AKSI	260	100	720,000,000	30,474	100,018	24,530	7,403	20.05
23	ARNA	140	100	548,851,000	134,684	177,419	92,243	76,669	9.61
24	LAPD	450	100	215,000,000	8,264	10,516	14,276	11,086	31.51
25	BTON	315	100	180,000,000	12,824	25,438	16,494	17,925	3.02
26	LAMI	240	125	1,146,688,000	83,439	227,765	69,920	94,755	6.33
27	META	235	100	435,000,000	6,785	21,237	7,366	222	181.92
28	AIMS	730	100	110,000,000	5,929	13,344	28,809	25,593	1.60
29	KARK	110	100	470,000,000	3,568	35,249	3,182	694	0.50
30	PANR	625	500	400,000	50,374	102,602	246,551	44,494	17.49
31	CENT	380	100	550,000,000	16,002	250,883	66,184	36,836	0.36
32	PYFA	200	100	520,000,000	21,303	66,084	20,945	12,772	3.23
33	RODA	445	100	591,000,000	27,981	77,527	434	6,082	1.00
34	RYAN	580	100	550,000,000	4,492	45,605	26,924	19,390	4.20
35	CLPI	410	100	304,700,000	7,750	19,473	41,827	37,868	41.30
36	CNKO	220	100	2,300,000,000	5,379	46,663	29,687	9,781	11.67
37	IATG	440	100	800,000,000	16,243	78,115	63,827	15,972	3.01
38	LMAS	510	100	693,750,000	1,925	53,534	2,701	182	14.22
39	ANTA	210	100	570,000,000	106,680	179,018	1,125,138	1,159,334	3.99
40	FISH	160	100	480,000,000	60,625	115,557	308,117	82,441	8.61

Lampiran 3

Hasil Perhitungan Nilai Variabel Dependen Tingkat *Underpriced*

No. (1)	Kode Saham (2)	Closing Price (Rp) (3)	Harga Perdana (Rp) (4)	Tingkat Underpriced (5) = $\frac{(3)-(4)}{(4)}$
1	ADFO	925	500	0.850
2	KPIG	1,450	500	1.900
3	DSFI	1,150	900	0.278
4	SIMM	975	500	0.950
5	APLI	1,100	600	0.833
6	DEFI	550	500	0.100
7	PANS	700	550	0.273
8	SMPL	1,010	800	0.263
9	FMII	825	500	0.650
10	GMTD	1,050	575	0.826
11	ACAP	1,325	875	0.514
12	DNET	295	250	0.180
13	TMPO	495	300	0.650
14	TMPO	495	100	3.950
15	PLAS	510	100	4.100
16	IDSR	675	250	1.700
17	INAF	230	100	1.300
18	KOPI	300	250	0.200
19	INDX	115	25	3.600
20	DOID	150	100	0.500
21	WAPO	505	100	4.050
22	AKSI	260	100	1.600
23	ARNA	140	100	0.400
24	LAPD	450	100	3.500
25	BTON	315	100	2.150
26	LAMI	240	125	0.920
27	META	235	100	1.350
28	AIMS	730	100	6.300
29	KARK	110	100	0.100
30	PANR	625	500	0.250
31	CENT	380	100	2.800
32	PYFA	200	100	1.000
33	RODA	445	100	3.450
34	RYAN	580	100	4.800
35	CLPI	410	100	3.100
36	CNKO	220	100	1.200
37	IATG	440	100	3.400
38	LMAS	510	100	4.100
39	ANTA	210	100	1.100
40	FISH	160	100	0.600

Lampiran 4

Hasil Perhitungan Nilai Variabel Independen *Financial Leverage*

No. (1)	Kode Saham (2)	Total Hutang (jt Rp) (3)	Total Aktiva (jt Rp) (4)	Leverage Ratio (5) = (3):(4)
1	ADFO	134,808	165,793	0.813
2	KPIG	21,068	108,746	0.194
3	DSFI	57,566	188,559	0.305
4	SIMM	78,426	208,206	0.377
5	APLI	67,300	220,377	0.305
6	DEFI	33,506	69,222	0.484
7	PANS	44,757	131,686	0.340
8	SMPL	93,490	204,513	0.457
9	FMII	46,804	250,105	0.187
10	GMTD	140,745	196,672	0.716
11	ACAP	17,452	126,758	0.138
12	DNET	4,562	31,582	0.144
13	TMPO	9,116	106,251	0.086
14	TMPO	11,485	114,247	0.101
15	PLAS	6,550	22,313	0.294
16	IDSR	691,678	647,070	1.069
17	INAF	245,608	538,173	0.456
18	KOPI	17,711	142,676	0.124
19	INDX	3,303	29,167	0.113
20	DOID	8,362	28,075	0.298
21	WAPO	23,215	61,148	0.380
22	AKSI	30,474	100,018	0.305
23	ARNA	134,684	177,419	0.759
24	LAPD	8,264	10,516	0.786
25	BTON	12,824	25,438	0.504
26	LAMI	83,439	227,765	0.366
27	META	6,785	21,237	0.319
28	AIMS	5,929	13,344	0.444
29	KARK	3,568	35,249	0.101
30	PANR	50,374	102,602	0.491
31	CENT	16,002	250,883	0.064
32	PYFA	21,303	66,084	0.322
33	RODA	27,981	77,527	0.361
34	RYAN	4,492	45,605	0.098
35	CLPI	7,750	19,473	0.398
36	CNKO	5,379	46,663	0.115
37	IATG	16,243	78,115	0.208
38	LMAS	1,925	53,534	0.036
39	ANTA	106,680	179,018	0.596
40	FISH	60,625	115,557	0.525

Lampiran 5

Hasil Perhitungan Nilai Variabel Independen *Operating Leverage*

No. (1)	Kode Saham (2)	Total Aktiva (jt Rp) (3)	Sales th (n) (jt Rp) (4)	Capital Intensity (5) = (3):(4)
1	ADFO	165,793	63,428	2.614
2	KPIG	108,746	11,256	9.661
3	DSFI	188,559	230,359	0.819
4	SIMM	208,206	153,106	1.360
5	APLI	220,377	139,600	1.579
6	DEFI	69,222	7,226	9.580
7	PANS	131,686	20,398	6.456
8	SMPL	204,513	170,341	1.201
9	FMII	250,105	332,605	0.752
10	GMTD	196,672	40,653	4.838
11	ACAP	126,758	115,195	1.100
12	DNET	31,582	8,198	3.852
13	TMPO	106,251	50,307	2.112
14	TMPO	114,247	60,795	1.879
15	PLAS	22,313	18,343	1.216
16	IDSR	647,070	599,423	1.079
17	INAF	538,173	493,371	1.091
18	KOPI	142,676	6,564	21.736
19	INDX	29,167	5,400	5.401
20	DOID	28,075	58,473	0.480
21	WAPO	61,148	91,394	0.669
22	AKSI	100,018	24,530	4.077
23	ARNA	177,419	92,243	1.923
24	LAPD	10,516	14,276	0.737
25	BTON	25,438	16,494	1.542
26	LAMI	227,765	69,920	3.258
27	META	21,237	7,366	2.883
28	AIMS	13,344	28,809	0.463
29	KARK	35,249	3,182	11.078
30	PANR	102,602	246,551	0.416
31	CENT	250,883	66,184	3.791
32	PYFA	66,084	20,945	3.155
33	RODA	77,527	434	178.634
34	RYAN	45,605	26,924	1.694
35	CLPI	19,473	41,827	0.466
36	CNKO	46,663	29,687	1.572
37	IATG	78,115	63,827	1.224
38	LMAS	53,534	2,701	19.820
39	ANTA	179,018	1,125,138	0.159
40	FISH	115,557	308,117	0.375

Lampiran 6

Hasil Perhitungan Nilai Variabel Independen *Firm Size*

No. (1)	Kode Saham (2)	Harga Perdana (Rp) (3)	Jumlah Emisi (lb shm) (4)	Gross Proceed (5) = (3) x (4)	In Gross Proceed ln (5)
1	ADFO	500	56,000,000	28,000,000,000	10.24
2	KPIG	500	30,000,000	15,000,000,000	9.62
3	DSFI	900	50,000,000	45,000,000,000	10.71
4	SIMM	500	60,000,000	30,000,000,000	10.31
5	APLI	600	60,000,000	36,000,000,000	10.49
6	DEFI	500	5,000,000	2,500,000,000	7.82
7	PANS	550	80,000,000	44,000,000,000	10.69
8	SMPL	800	42,000,000	33,600,000,000	10.42
9	FMII	500	66,000,000	33,000,000,000	10.40
10	GMTD	575	35,538,000	20,434,350,000	9.92
11	ACAP	875	47,000,000	41,125,000,000	10.62
12	DNET	250	64,000,000	16,000,000,000	9.68
13	TMPO	300	125,000,000	37,500,000,000	10.53
14	TMPO	100	725,000,000	72,500,000,000	11.19
15	PLAS	100	250,000,000	25,000,000,000	10.13
16	IDSR	250	1,989,163,003	497,290,750,750	13.12
17	INAF	100	3,096,875,000	309,687,500,000	12.64
18	KOPI	250	560,000,000	140,000,000,000	11.85
19	INDX	25	1,226,650,000	30,666,250,000	10.33
20	DOID	100	205,770,930	20,577,093,000	9.93
21	WAPO	100	520,000,000	52,000,000,000	10.86
22	AKSI	100	720,000,000	72,000,000,000	11.18
23	ARNA	100	548,851,000	54,885,100,000	10.91
24	LAPD	100	215,000,000	21,500,000,000	9.98
25	BTON	100	180,000,000	18,000,000,000	9.80
26	LAMI	125	1,146,688,000	143,336,000,000	11.87
27	META	100	435,000,000	43,500,000,000	10.68
28	AIMS	100	110,000,000	11,000,000,000	9.31
29	KARK	100	470,000,000	47,000,000,000	10.76
30	PANR	500	400,000	200,000,000	5.30
31	CENT	100	550,000,000	55,000,000,000	10.92
32	PYFA	100	520,000,000	52,000,000,000	10.86
33	RODA	100	591,000,000	59,100,000,000	10.99
34	RYAN	100	550,000,000	55,000,000,000	10.92
35	CLPI	100	304,700,000	30,470,000,000	10.32
36	CNKO	100	2,300,000,000	230,000,000,000	12.35
37	IATG	100	800,000,000	80,000,000,000	11.29
38	LMAS	100	693,750,000	69,375,000,000	11.15
39	ANTA	100	570,000,000	57,000,000,000	10.95
40	FISH	100	480,000,000	48,000,000,000	10.78

Lampiran 7

Hasil Perhitungan Nilai Variabel Independen *Firm Growth*

No. (1)	Kode Saham (2)	Sales th (n) (jt Rp) (3)	Sales th (n-1) (jt Rp) (4)	Sales Growth (5) = {(3)-(4)} : (4)
1	ADFO	63,428	88,371	-0.282
2	KPIG	11,256	19,080	-0.410
3	DSFI	230,359	161,460	0.427
4	SIMM	153,106	136,428	0.122
5	APLI	139,600	77,292	0.806
6	DEFI	7,226	1,838	2.931
7	PANS	20,398	13,307	0.533
8	SMPL	170,341	130,232	0.308
9	FMII	332,605	260,997	0.274
10	GMTD	40,653	70,642	-0.425
11	ACAP	115,195	64,434	0.788
12	DNET	8,198	6,180	0.327
13	TMPO	50,307	51,163	-0.017
14	TMPO	60,795	50,307	0.208
15	PLAS	18,343	1,456	11.598
16	IDSR	599,423	313,361	0.913
17	INAF	493,371	392,025	0.259
18	KOPI	6,564	4,769	0.376
19	INDX	5,400	731	6.387
20	DOID	58,473	44,848	0.304
21	WAPO	91,394	34,783	1.628
22	AKSI	24,530	7,403	2.314
23	ARNA	92,243	76,669	0.203
24	LAPD	14,276	11,086	0.288
25	BTON	16,494	17,925	-0.080
26	LAMI	69,920	94,755	-0.262
27	META	7,366	222	32.180
28	AIMS	28,809	25,593	0.126
29	KARK	3,182	694	3.585
30	PANR	246,551	44,494	4.541
31	CENT	66,184	36,836	0.797
32	PYFA	20,945	12,772	0.640
33	RODA	434	6,082	-0.929
34	RYAN	26,924	19,390	0.389
35	CLPI	41,827	37,868	0.105
36	CNKO	29,687	9,781	2.035
37	IATG	63,827	15,972	2.996
38	LMAS	2,701	182	13.841
39	ANTA	1,125,138	1,159,334	-0.029
40	FISH	308,117	82,441	2.737

Regression

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Tingkat underprice	1.74467	1.59863	40
Leverage Ratio	.35448	.23657	40
Capital Intensity	7.91858	28.09592	40
Gross Proceed	10.5456	1.2485	40
Firm Growth	2.31330	5.69520	40
Profitability (ROE)	5.72050	51.60460	40

Correlations

		Tingkat underprice	Leverage Ratio	Capital Intensity	Gross Proceed	Firm Growth	Profitability (ROE)
Pearson Correlation	Tingkat underprice	1.000	-.134	.157	.086	.119	-.008
	Leverage Ratio	-.134	1.000	-.054	-.054	-.160	-.418
	Capital Intensity	.157	-.054	1.000	.069	-.061	-.013
	Gross Proceed	.086	-.054	.069	1.000	-.045	-.232
	Firm Growth	.119	-.160	-.061	-.045	1.000	.490
	Profitability (ROE)	-.008	-.418	-.013	-.232	.490	1.000
Sig. (1-tailed)	Tingkat underprice	.	.204	.167	.298	.232	.481
	Leverage Ratio	.204	.	.370	.371	.162	.004
	Capital Intensity	.167	.370	.	.335	.355	.468
	Gross Proceed	.298	.371	.335	.	.390	.075
	Firm Growth	.232	.162	.355	.390	.	.001
	Profitability (ROE)	.481	.004	.468	.075	.001	.
N	Tingkat underprice	40	40	40	40	40	40
	Leverage Ratio	40	40	40	40	40	40
	Capital Intensity	40	40	40	40	40	40
	Gross Proceed	40	40	40	40	40	40
	Firm Growth	40	40	40	40	40	40
	Profitability (ROE)	40	40	40	40	40	40

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Profitability (ROE), Capital Intensity, Gross Proceed, Leverage Ratio, Firm Growth		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Tingkat underprice

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.267 ^a	.071	-.065	1.64993	2.049

a. Predictors: (Constant), Profitability (ROE), Capital Intensity, Gross Proceed, Leverage Ratio, Firm Growth

b. Dependent Variable: Tingkat underprice

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.112	5	1.422	.523	.757 ^a
	Residual	92.558	34	2.722		
	Total	99.670	39			

a. Predictors: (Constant), Profitability (ROE), Capital Intensity, Gross Proceed, Leverage Ratio, Firm Growth

b. Dependent Variable: Tingkat underprice

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1.4203	2.473		.574	.570		
	Leverage Ratio	-1.0673	1.252	-.158	-.852	.400	.795	1.257
	Capital Intensity	.0088	.009	.154	.929	.359	.988	1.012
	Gross Proceed	.0516	.222	.040	.232	.818	.907	1.103
	Firm Growth	.0501	.054	.178	.934	.357	.748	1.337
	Profitability (ROE)	-.0046	.007	-.150	-.695	.492	.588	1.702

a. Dependent Variable: Tingkat underprice

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions					
				(Constant)	Leverage Ratio	Capital Intensity	Gross Proceed	Firm Growth	Profitability (ROE)
1	1	3.051	1.000	.00	.02	.01	.00	.02	.00
	2	1.414	1.469	.00	.01	.01	.00	.16	.23
	3	.910	1.831	.00	.01	.93	.00	.00	.01
	4	.275	2.625	.00	.00	.03	.00	.81	.47
	5	.075	4.171	.01	.88	.02	.01	.00	.18
	6	.006	22.784	.99	.07	.00	.99	.01	.11

a. Dependent Variable: Tingkat underprice

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	.97044	3.12012	1.74468	.42703	40
Residual	-2.04185	4.87076	8.604E-17	1.54054	40
Std. Predicted Value	-1.813	3.221	.000	1.000	40
Std. Residual	-1.238	2.952	.000	.934	40

a. Dependent Variable: Tingkat underprice