

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Pasar modal Indonesia berkembang dengan pesat sejak ditetapkannya Pakdes '87 dan Pakto '88. Husnan (1994) menyatakan bahwa banyak faktor yang menyebabkan perkembangan tersebut antara lain pertumbuhan ekonomi yang cukup baik dan tingkat bunga yang relatif rendah. Secara umum paket tersebut berisi tentang dikenakan pajak sebesar 15 % atas bunga deposito dan diijinkannya pemodal asing untuk membeli saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Perkembangan pasar modal ini telah meningkatkan kegairahan para pelaku bisnis di pasar modal Indonesia yang sekaligus menarik perhatian para peneliti untuk melakukan penelitian yang berkaitan dengan pasar modal.

Perkembangan pasar modal Indonesia ini dapat dilihat dari pesatnya penambahan jumlah emiten yang terdaftar. Sampai dengan akhir tahun 1983, hanya 24 perusahaan yang terdaftar sebagai emiten. Namun dengan ditetapkannya Pakdes '87 dan Pakto '88, pasar modal Indonesia mengalami '*bullish boom*' yang pertama pada tahun 1989 sampai dengan pertengahan tahun 1990.

Pasar modal merupakan salah satu alternatif pilihan bagi perusahaan yang sedang berkembang untuk mendapatkan tambahan dan dalam rangka pembiayaan / pengembangan usaha perusahaan. Dana yang diperoleh dari

proses *go public* selain digunakan untuk keperluan ekspansi juga untuk keperluan pelunasan hutang yang pada gilirannya diharapkan akan semakin meningkatkan posisi keuangan perusahaan disamping memperkuat struktur modal.

Transaksi penawaran umum penjualan saham pertama kalinya terjadi di Pasar Perdana (*Primary Market*). Kegiatan yang dilakukan dalam rangka penawaran umum saham perdana disebut IPO. Selanjutnya saham dapat diperjualbelikan di Bursa Efek, yang disebut pasar sekunder (*Secondary Market*). Pada umumnya dalam melakukan penjualan saham di pasar perdana, perusahaan menyerahkannya kepada Underwriter. Underwriter adalah perantara antara perusahaan yang membutuhkan dana (emiten) dengan investor sebagai penyedia dana. Underwriter dalam hal ini memiliki 3 fungsi yaitu sebagai pemberi saran (*advisory function*), pembeli saham (*underwriting function*), dan sebagai pemasar saham (*marketing function*).

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. IPO (*Initial Public Offering*) atau disebut juga *Unseasoned Equity Offering* adalah suatu peristiwa

dimana untuk pertamakalinya perusahaan menjual atau menawarkan sahamnya kepada khalayak ramai (*public*) di pasar modal. Sebagian orang masih menganggap bahwa IPO masih merupakan salah satu cara termudah dan termurah bagi perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dana sebagai konsekuensi dari semakin besarnya atau berkembangnya perusahaan serta meningkatkan dana untuk infestasi.

Harga saham penawaran perdana ditentukan berdasarkan kesepakatan antara perusahaan emiten dengan underwriter (Penjamin Emisi Efek), sedangkan harga dipasar sekunder ditentukan oleh permintaan dan penawaran.. Walaupun emiten dan underwriter 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 rencana proyeknya. Dilain pihak, underwriter dimungkinkan untuk memiliki informasi yang lebih banyak bila dibandingkan dengan pihak emiten. Sehingga dengan kondisi *asymetri* inilah yang menyebabkan terjadinya *underpricing*, dimana underwriter merupakan pihak yang memiliki kelebihan informasi dan menggunakan ketidaktahuan emiten untuk memperkecil resiko (Hanafi dan Husnan 1991; Cheung *et al*,1994).

Penelitian dari Husnan (1996) menunjukkan bahwa IPO pada perusahaan- perusahaan privat maupun pada perusahaan milik negara (BUMN) biasanya mengalami *underprice*. Beberapa peneliti menjelaskan

harga pada penawaran perdana lebih rendah daripada harga pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder. Carter dan Manaster (1990) menjelaskan bahwa *underpriced* adalah hasil dari ketidakpastian harga saham pada pasar sekunder. Walaupun terjadi hampir disetiap pasar modal, pengaruh dari penyebab *underpricing* tersebut tidak sama ditiap negara atau pasar modal.

Beberapa penelitian sebelumnya telah menguji faktor-faktor yang menyebabkan terjadinya *underpricing* (How *et al* [1995], Trisnawati [1996], Payamta [2000], Suswanti [2002], Imam Ghozali dan Mudrik Al Mansur [2002]) tetapi sampai sekarang masih belum ada suatu hipotesa yang bisa menjelaskan secara sempurna kenapa *underprice* bisa terjadi.

Penelitian kali ini akan dilakukan pada industri perbankan dan lembaga keuangan lainnya dengan mengambil periode tahun 1999-2002 dan menggunakan variabel-variabel jumlah saham yang masih ditahan pemegang saham lama, skala perusahaan, umur perusahaan, tingkat *financial leverage* perusahaan, dan ROA.

Dari uraian diatas menarik perhatian untuk dianalisa sehingga permasalahan ini diangkat dalam bentuk skripsi yang berjudul :

**“Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat *Underpriced* Saham di BEJ Pada Industri Perbankan dan Lembaga Keuangan Lainnya TH 1999-2002”**

## 1.2 Rumusan Masalah

Penelitian ini akan menguji pengaruh persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham lama, skala perusahaan, umur perusahaan, *Financial Leverage*, dan ROA (*Rate Of Return On Assets*) terhadap tingkat *underpriced* saham pada Industri Perbankan dan Lembaga Keuangan Lainnya di BEJ tahun 1999-20002.

## 1.3 Batasan Masalah

Kriteria perusahaan yang akan dijadikan sampel pada penelitian ini adalah:

1. Industri Perbankan dan Lembaga Keuangan Lainnya yang melakukan IPO tahun 1999-2002 di BEJ.
2. Yang dijadikan sampel penelitian adalah Industri Perbankan dan Lembaga Keuangan Lainnya yang mengalami *underpriced* pada tahun 1999-2002, yaitu harga saham di pasar perdana lebih rendah daripada di pasar sekunder.
3. Perusahaan yang akan diteliti memiliki data-data yang lengkap yaitu harga perdana dan listing untuk menentukan sampel.
4. Memiliki Laporan Keuangan yang lengkap dan sejarah yang dapat diandalkan kebenarannya selama 3 tahun berturut-turut.

#### 1.4 Tujuan dan Manfaat Penelitian

Sesuai dengan perumusan masalah diatas, maka tujuan penelitian ini adalah untuk membuktikan apakah faktor-faktor persentase kepemilikan saham oleh pemegang saham lama, skala perusahaan, umur perusahaan, *Financial Leverage*, dan ROA (*Rate Of Return On Assets*) yang ditawarkan kepada *public* pada saat IPO mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpriced* saham.

Sedangkan manfaat yang akan diperoleh dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

##### 1. Bagi Penulis

Penelitian ini akan menambah wawasan penulis tentang faktor apa sajakah yang mempengaruhi tingkat *underpriced* saham, serta dapat mengaplikasikan teori yang pernah didapatkan selama kuliah.

##### 2. Bagi Investor

Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi pada saat penawaran saham perdana.

##### 3. Bagi pihak-pihak yang berkaitan dengan pasar modal Indonesia

Dapat dijadikan referensi bagi emiten/calon emiten dalam menentukan harga yang tepat saat penawaran saham perdana. Selain itu bagi pihak lain, penelitian ini dapat dijadikan masukan dalam meningkatkan perannya dalam 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 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan faktor-faktor yang mempengaruhinya dirumuskan hipotesis penelitian, yaitu :

- a. HA1 : Prosentase jumlah saham yang ditawarkan kepada publik mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpriced*.
- b. HA2 : Ukuran/skala perusahaan mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpriced*.
- c. HA3 : Umur perusahaan mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpriced*.
- d. HA4 : Tingkat *Financial Leverage* mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpriced*.
- e. HA5 : ROA (*Rate Of Return On Assets*) mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpriced*.

### 1.6 Metode Penelitian

#### 1.6.1 Populasi dan Penentuan

Populasi yang digunakan untuk penelitian ini adalah dari Industri Perbankan dan Lembaga Keuangan Lainnya yang melakukan IPO tahun

1999-2002 di Bursa Efek Jakarta. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang mengalami *underprice* pada periode tersebut.

#### 1.6.2 Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berupa data mengenai perusahaan yang melakukan IPO tahun 1999-2002, harga saham perdana, harga saham di pasar sekunder pada penutupan hari pertama, prosentase jumlah saham yang ditawarkan kepada *public*, skala perusahaan, umur perusahaan dan *Rate Of Return On Assets (ROA)* yang bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, *Jakarta Stock Exchange (JSX)* maupun dari berbagai surat kabar / media masa.

#### 1.6.3 Definisi dan Pengukuran Variabel

a. Variabel bebas dalam penelitian ini diukur sebagai berikut :

##### 1. Persentase saham yang ditawarkan kepada publik saat IPO

Variabel ini diukur dengan membandingkan jumlah saham yang ditawarkan kepada publik saat IPO dengan keseluruhan saham yang dimiliki oleh perusahaan sampel.

##### 2. Ukuran / Skala Perusahaan

Diukur dari jumlah total aktiva perusahaan

##### 3. Umur Perusahaan

Umur perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dapat bertahan hidup dan menjalankan operasionalnya. Dihitung dari jumlah bulan sejak berdirinya perusahaan sampai dengan melakukan penawaran perdana.



#### 4. *Financial Leverage*

Variabel ini diukur dengan menggunakan rasio total hutang terhadap total ekuitas.

#### 5. *Return On Assets (ROA)*

Didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih. Merupakan perbandingan operasi antara *Net Income After Tax* dengan total Asset.

- b. Variabel terikat (Dependen Variabel) adalah *Initial Return* hari pertama penutupan

### 1.6.4 Metode Analisis Data

#### 1. Pengujian Hipotes

Analisa data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda, dengan model seperti dibawah ini :

$$IR = a + b_1 \text{ OFFER} + b_2 \text{ SIZE} + b_3 \text{ AGE} + b_4 \text{ LEV} + b_5 \text{ ROA} + e$$

Notasi :

IR = Variabel dependen IR hari pertama penutupan

a = Konstanta

b<sub>1</sub>-b<sub>5</sub> = Koefisien regresi dari setiap Independen Variabel

b<sub>1</sub> OFFER = Variabel independen persentase saham yang ditawarkan

b<sub>2</sub> SIZE = Variabel independen ukuran / skala perusahaan.

B<sub>3</sub> AGE = Variabel independen umur perusahaan.

B<sub>4</sub> LEV = Variabel independen *Financial Leverage* Perusahaan.

B<sub>5</sub> ROA = Variabel independen *Return On Assets (ROA)*

$e$  = Error Term.

## 2. Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik merupakan syarat utama untuk menilai apakah persamaan regresi yang digunakan sudah memenuhi syarat BLUE (*best linier unbiased estimator*). Secara teoritis model yang digunakan dalam penelitian ini akan menghasilkan nilai parameter model penduga yang sah bila memenuhi asumsi-asumsi normalitas, tidak terjadi autokorelasi, multikolinieritas, dan heteroskedastisitas.

## 3. Uji F

Uji F digunakan untuk menentukan signifikansi pengaruh variabel secara keseluruhan. Uji ini digunakan untuk mengetahui tingkat signifikansi pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependennya. Apabila nilai signifikansi  $F_{hitung}$  lebih besar daripada  $F_{tabel}$  maka hipotesisnya diterima, sebaliknya bila nilai  $F_{hitung}$  lebih kecil daripada  $F_{tabel}$  maka hipotesis alternatif ditolak.

## 4. Uji T

Digunakan untuk mengetahui signifikansi pengaruh variabel secara individual. Apabila nilai sig t lebih besar dari tingkat alpha yang ditetapkan ( $\alpha = 0.05$ ), maka variabel independennya tersebut tidak berpengaruh terhadap variabel dependen atau hipotesis yang diajukan ditolak oleh data. Tetapi sebaliknya apabila sig t lebih kecil dari tingkat alpha yang digunakan maka hipotesis didukung oleh data.

## **1.7 Sistematika Penulisan**

### **BAB I PENDAHULUAN**

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

### **BAB II TINJAUAN PESTAKA 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 sample, sumber data, variabel penelitian yang digunakan dan pengukurannya, serta model empiris dan hipotesis statistik yang digunakan.

### **BAB IV ANALISIS 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**

### **KAJIAN PUSTAKA**

#### **2.1 Penawaran Umum Perdana (IPO)**

Perusahaan yang belum *going public*, awalnya saham-saham perusahaan tersebut dimiliki oleh manajer-manajernya, sebagian lagi oleh pegawai-pegawai kunci dan hanya sejumlah kecil yang dimiliki investor. Sebagaimana biasanya, jika perusahaan berkembang, kebutuhan modal tambahan sangat dirasakan. Pada saat ini perusahaan harus menentukan untuk menambah modal dengan cara hutang atau menambah jumlah dari kepemilikan dengan menerbitkan saham baru. Jika saham akan dijual untuk menambah modal, saham baru dapat dijual dengan berbagai macam cara sebagai berikut ini.

1. Dijual kepada pemegang saham yang sudah ada.
2. Dijual kepada karyawan lewat ESOP (*employee stock ownership plan*).
3. Menambah saham lewat dividen yang tidak dibagi (*dividend reinvestment plan*).
4. Dijual langsung kepada pembeli tunggal (biasanya investor institusi) secara privat (*Private placement*).
5. Ditawarkan kepada publik.

IPO ( *Initial Public Offering* ) atau disebut juga *Unseasoned Equity Offering* adalah suatu peristiwa dimana untuk pertama kalinya suatu

perusahaan menjual atau menawarkan sahamnya kepada khalayak ramai (*public*) di Pasar Modal. Sebagian orang masih menganggap bahwa IPO masih merupakan salah satu cara termudah dan termurah bagi perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dana sebagai konsekuensi dari semakin besarnya atau berkembangnya perusahaan serta meningkatnya kebutuhan dana untuk investasi.

Husnan menyatakan (1996: p.63) 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.

Perusahaan dalam membuat keputusan untuk *go public* harus mempertimbangkannya masak-masak karena dengan *go public* perusahaan dihadapkan pada beberapa konsekuensi langsung baik yang bersifat menguntungkan (*benefit*) maupun yang merugikan (*cost*). Perusahaan yang *go public* biasanya adalah perusahaan yang mengalami pertumbuhan yang cukup pesat. Sehingga perusahaan tersebut mampu menyediakan dana untuk keperluan ekspansi dan atau keperluan untuk investasi baru.

Bagi perusahaan, IPO merupakan media untuk mendapatkan dana yang relative besar dan tunai yang digunakan sebagai ekspansi bisnisnya.

Dalam IPO tidak ada kewajiban pelunasan dan pembayaran bunga tetap. Bagi manajemen, dengan menggunakan IPO berarti meningkatkan keterbukaan perusahaan dan pada akhirnya akan memaksa peningkatan profesionalisme. Sedangkan bagi masyarakat, berarti memperoleh kesempatan untuk turut serta memiliki perusahaan sehingga secara tidak langsung mendistribusikan kesejahteraan dan pada akhirnya dapat memperkecil kesenjangan sosial.

Ada berbagai alasan mengapa perusahaan menjual saham melalui Pasar Modal. Menurut Usman, dkk. (1990:p.29), perusahaan yang memanfaatkan pasar modal untuk menarik dana pada umumnya didorong oleh beberapa tujuan sebagai berikut: (a) melakukan perluasan usaha; (b) memperbaiki struktur modal; dan (c) melakukan divestasi atau pengalihan pemegang saham. Melalui IPO, perusahaan akan menerima uang tunai yang dapat segera dimanfaatkan untuk berbagai keperluan perusahaan.

Sjahir (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.

Sunariyah (2003) mengemukakan bahwa perusahaan menawarkan sahamnya melalui pasar modal dengan berbagai alasan berikut ini :

1. Meningkatkan modal dasar perusahaan.

Dari segi perusahaan, dana yang masuk dari masyarakat ke perusahaan akan memperkuat posisi permodalan, khususnya hutang dibanding modal. Dana dapat digunakan untuk ekspansi, diversifikasi produk, atau mengurangi hutang. Jadi, dengan menjual saham baru kepada masyarakat akan meningkatkan kemampuan perusahaan.

2. Memungkinkan pendiri untuk diversifikasi usaha.

Dengan menjual saham kepada masyarakat, pemilik modal lama memiliki kesempatan untuk mentunaikan seluruh atau sebagian saham miliknya dengan laba. Pemegang saham lama dapat mengadakan diversifikasi penanaman dananya, karena dengan melakukan penanaman modal pada suatu perusahaan akan menimbulkan resiko yang cukup tinggi.

3. Mempermudah usaha pembelian usaha lain.

Para pemegang saham mempunyai kesempatan untuk mencari dana dari lembaga-lembaga keuangan tanpa melepaskan sahamnya. Apabila saham yang dimiliki likuid, maka dapat *acceptable* sebagai agunan dan dapat dijadikan pembayaran untuk mengambil alih perusahaan lain. Lalu terjadi dengan apa yang disebut *Share-swap*, yaitu membeli perusahaan

lain tanpa mengeluarkan uang kontan, tetapi membayar dengan saham yang *listed* di bursa.

#### 4. Nilai Perusahaan.

Dengan pernyataan *Go Public* dari suatu perusahaan dapat memungkinkan masyarakat maupun manajemen mengetahui nilai perusahaan. Yaitu dicerminkan pada adanya kekuatan tawar-menawar saham perusahaan tersebut. Apabila perusahaan diperkirakan sebagai perusahaan yang mempunyai prospek pada masa yang akan datang, nilai saham menjadi tinggi. Sebaliknya, apabila perusahaan dinilai kurang mempunyai prospek, maka harga saham menjadi rendah.

Weston dan Bringham (1993: p.715-716), Bringham dan Gapenski (1993: p.505-506), dan Bringham (1995: p.512-513) mengemukakan beberapa keuntungan yang dapat diperoleh perusahaan yang melakukan IPO (*go public*) selain mendapatkan dana secara cepat. Keuntungan tersebut antara lain di bawah ini .

1. Membuka jalan bagi pemegang saham untuk melakukan diversifikasi. Perusahaan yang *go public* dapat melakukan diversifikasi kepemilikan saham sehingga dapat mengurangi risiko yang ditanggung pendiri perusahaan.
2. Meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham.
3. Kemudahan meningkatkan modal di masa mendatang.

Alasan lain dari keputusan *go public* adalah kemungkinan akses kepada pihak luar yang lebih baik. Dengan *go public*, maka suatu



perusahaan dapat lebih dikenal oleh masyarakat umum sehingga lebih memudahkan perusahaan untuk berhubungan dengan pihak luar. Perusahaan yang *go public* dianggap sudah *bonafide* karena sudah memenuhi syarat-syarat yang telah ditetapkan oleh Bapepam.

Walaupun dengan melakukan penawaran umum (IPO) banyak memberikan manfaat yang cukup besar bagi perusahaan, akan tetapi ada hal-hal lain yang juga harus dipertimbangkan. Dengan *go public* maka perusahaan harus siap menghadapi segala konsekuensi yang tidak menguntungkan. Perusahaan public mempunyai kewajiban untuk menyajikan informasi secara lengkap (*full disclosure*) tentang segala hal yang dikiranya memiliki nilai atau dapat mempengaruhi penilaian calon investor. Hal ini, di sisi lain tentu akan menguntungkan pesaing perusahaan. Kerugian lain yang akan dihadapi oleh perusahaan adalah bahwa proses *go public* memerlukan biaya yang tidak sedikit. Biaya-biaya yang dikeluarkan antara lain adalah biaya untuk membayar auditor, penjamin emisi (*underwriter*), percetakan, promosi, penasehat hukum dan lain-lain yang jumlahnya bervariasi tergantung pada besar kecilnya (skala) perusahaan dan nilai penawarannya. Beban lain yang tidak kalah pentingnya untuk dipertimbangkan adalah adanya kemungkinan *underpricing*.

Dengan demikian pengetahuan tentang biaya baik langsung maupun tidak langsung juga merupakan salah satu hal yang penting untuk dipelajari. Yang termasuk biaya langsung antara lain adalah biaya penjaminan, biaya audit, dan biaya-biaya lainnya yang langsung menjadi beban perusahaan pada

saat melakukan penawaran umum sahamnya. Sedangkan yang digolongkan sebagai biaya tidak langsung meliputi waktu yang dikeluarkan oleh pihak manajemen selama proses penawaran, biaya-biaya yang terkait dengan berkurangnya dominasi / peran pemilik/ pemegang saham lama yang dalam hal ini biasanya adalah manajemen puncak.

Penawaran saham kepada publik tidak hanya memberikan keuntungan-keuntungan tetapi juga membawa konsekuensi atau kerugian berupa :

1. Biaya pelaporan yang meningkat, karena perusahaan yang sudah *go public* harus menyerahkan laporan-laporan kepada pengawas pasar modal setiap kuartal dan setiap tahun. Laporan-laporan ini sangat mahal terutama untuk perusahaan yang ukurannya kecil.
2. Adanya pengungkapan (*disclosure*). Beberapa pihak didalam perusahaan umumnya keberatan dengan ide pengungkapan. Manajer enggan mengungkapkan semua informasi yang dimiliki karena dapat digunakan oleh pesaing. Pemilik enggan mengungkapkan informasi tentang saham yang dimiliki karena publik akan mengetahui besarnya kekayaan yang dimilikinya.
3. Ketakutan untuk diambil alih. Manajer perusahaan yang mempunyai hak veto kecil akan khawatir jika perusahaan melakukan *go public*, manager perusahaan *go public* dengan hak veto rendah umumnya diganti dengan manajer baru jika perusahaan diambil alih (Jogiyanto, 1998).

Pada saat IPO perusahaan harus terlebih dahulu menerbitkan prospektus sebelum melakukan listing di BEJ. Prospektus adalah gambaran suatu perusahaan yang disajikan dalam bentuk tertulis yang memuat keterangan lengkap dan terbuka mengenai keadaan perusahaan dan prospeknya dimasa mendatang serta informasi yang dibutuhkan sehubungan dengan penawaran umum. Prospektus ini dipergunakan sebagai alat untuk menawarkan penjualan efek-efek kepada masyarakat sehingga masyarakat lebih mengetahui informasi yang diperlukan untuk melakukan penilaian terhadap efek perusahaan yang ditawarkan (Payamta, 2000: p.158).

Emiten mempunyai kewajiban untuk mengumumkan prospektus ringkas kepada masyarakat melalui surat kabar. Masyarakat bisa memperolehnya di lingkungan BAPEPAM, kantor-kantor perantara perdagangan efek, pedagang efek dan penjamin emisi emiten. Prospektus antara lain memuat informasi berikut ini (Husnan, 1993:p.20) antara lain: (1) Banyaknya jumlah lembar saham yang ditawarkan dan harga penawaran, (2) Jadwal kegiatan IPO, (3) Tujuan IPO, (4) Rencana penggunaan dana hasil IPO, (5) pernyataan hutang dan kewajiban, (6) analisis dan pembahasan oleh manajemen, (7) resiko usaha, (8) kegiatan penting setelah tanggal Laporan Keuangan, (9) keterangan tentang emiten, (10) kegiatan dan prospek usaha, (11) ikhtisar data keuangan penting, (12) profesi penunjang pasar modal, (17) persyaratan pemesanan pembelian saham, dan (18) penycbarluasan prospektus.

Dengan adanya ikhtisar data keuangan penting dan laporan keuangan yang disajikan, calon investor dapat memperkirakan seberapa besar mereka mengharapkan keuntungan dari perusahaan tersebut atau setidaknya-tidaknya calon investor dapat mengukur apakah harga penawaran pada pasar perdana dapat diterima atau terlalu tinggi (Usman, dkk.,1990: p.180). BAPEPAM mewajibkan keterbukaan penawaran 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 public, berbagai keputusan harus disetujui terlebih dahulu oleh para pemegang saham. Hal ini tentunya mengurangi privacy manajemen perusahaan. Setelah *go public* maka akan terdapat tekanan bagi perusahaan untuk meningkatkan kinerjanya.

Perusahaan yang beroperasi sebagai perusahaan publik, pada dasarnya harus siap dengan berbagai konsekuensi dan permasalahannya, yaitu memenuhi ketentuan yang berlaku dalam undang-undang beserta aturan pelaksanaan yang mengikutinya. Sebagaimana yang diwajibkan oleh keputusan Menteri Keuangan Nomor 1548/KMK.013/1990, perusahaan publik harus memenuhi beberapa kesanggupan, yaitu :

a. Keharusan untuk keterbukaan (*full disclosure*)

Indikator pasar modal yang sehat adalah transparansi atau keterbukaan.

Sebagai perusahaan public yang sahamnya telah dimiliki oleh

masyarakat, harus menyadari keterbukaan sesuai dengan peraturan yang telah ditetapkan. Oleh karena itu, emiten harus memenuhi persyaratan (*disclosure*) dalam berbagai aspek sesuai dengan kebutuhan pemegang saham dan masyarakat serta peraturan yang berlaku.

- b. Keharusan untuk mengikuti peraturan-peraturan pasar modal mengenai kewajiban pelaporan.

Setelah perusahaan *go public* dan mencatatkan efeknya di bursa, maka emiten sebagai perusahaan publik wajib menyampaikan laporan keuangannya secara rutin maupun laporan lain jika ada kejadian kepada Bapepam dan BEJ. Hal ini dimaksudkan untuk membantu penyediaan informasi, sehingga informasi tersebut dapat sampai secara tepat waktu dan tepat guna kepada investor.

- c. Gaya manajemen yang berubah dari informal ke formal

Sebelum *go public* manajemen tidak mempunyai kewajiban untuk menghasilkan laporan apapun, tetapi sesudah *go public* manajemen harus mempunyai komunikasi dengan pihak luar. Dan aturan-aturan yang berlaku merupakan aturan yang dapat digunakan oleh semua pihak yang membutuhkan.

- d. Kewajiban membayar dividen

Kewajiban manajemen kepada pemodal adalah membayar dividen setiap periode. Apabila hal tersebut tidak terpenuhi, kredibilitas manajemen akan turun. Oleh karena itu, manajemen harus bekerja

keras untuk meyakinkan para pemodal, dalam artian bahwa manajemen harus membayar dividen apabila perusahaan memperoleh laba.

- e. Senantiasa berusaha untuk meningkatkan tingkat pertumbuhan perusahaan.

Manajemen harus senantiasa bekerja keras dan menunjukkan kemampuannya untuk bertahan dalam dunia persaingan dan memenangkan persaingan. Hal itu memerlukan dana. Jadi, manajemen harus mencapai titik yang optimal supaya dapat membagi dividen yang memadai dan melakukan investasi secara fisik sesuai dengan lingkungan bisnis.

Keputusan untuk melakukan *go public* atau tetap menjadi perusahaan privat merupakan keputusan yang harus dipikirkan masak-masak. Jika perusahaan memutuskan untuk *go public* dan melemparkan saham perdananya ke publik (*Initial Public Offering*), isu utama yang muncul adalah tipe saham apa yang akan dilempar, berapa harga yang harus ditetapkan untuk setiap lembar saham, dan kapan waktu yang paling tepat (Jogiyanto, 1998).

## **2.2 Harga Saham**

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

rendanya harga saham lebih banyak dipengaruhi oleh pertimbangan pembeli dan penjual tentang kondisi internal dan eksternal perusahaan (Payamta, 2000: p.159).

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 diestimasikan secara tepat pula. Dalam praktik 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 analysis*. 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 pada waktu IPO dinilai terlalu rendah (*underpriced*). Pengamatan perilaku harga saham di pasar perdana yang dilakukan Hanafi dan Husnan (1991: p.12-15) selama tahun 1990 menunjukkan fenomena *underpricing*.

Investor yang rasional dan analis sekuritas menghubungkan harga aktual sekuritas dengan nilai intrinstik berdasarkan informasi yang dimiliki investor mengenai kondisi perusahaan emiten. Jika harga saham

*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 *Underpricing*

*Underpricing* adalah suatu kondisi dimana, secara rata-rata harga pasar saham perusahaan yang baru *go public*, biasanya dalam hitungan hari atau minggu lebih tinggi dibandingkan dengan harga penawarannya. Fenomena terjadinya *underpricing* dijumpai di hampir semua pasar modal yang ada didunia, tapi dengan tingkat yang bervariasi (Loughran , 1994).

Carter dan Manaster (1990) menjelaskan bahwa *underpriced* adalah hasil ketidakpastian harga saham pada saham sekunder. Ritter (1991) menyebutkan bahwa IPO saham memiliki tiga anomali, antara lain (1) adanya *underpriced* yang konsisten, (2) adanya putaran (*cycles*) dalam besarnya tingkat *underpricing*, dan (3) IPO mengalami depresiasi harga saham dalam jangka panjang (*long underperformance*). Ketiga anomali tersebut dijumpai hampir disemua pasar modal yang ada. Penelitian awal tentang fenomena *underpricing* ini bisa ditarik kebelakang saat *Security Exchange Commission* (SEC, yaitu badan pengawas pasar modal Amerika



Serikat) melakukan penelitian di tahun 1963. penelitian tersebut menemukan bukti bahwa secara rata-rata perusahaan yang baru *go public* mengalami *underpricing*. Penelitian tersebut kemudian dilanjutkan oleh Logue (1973) yang mencoba meneliti *underpricing* dan faktor-faktor yang bisa dikaitkan dengan *underpricing*. Logue menguji 250 IPO di Amerika yang *go public* tahun 1965-1969 dengan menggunakan pendekatan *cross-sectional*

Penelitian selanjutnya adalah Ibbotson (1975) yang menggunakan sampel sebanyak 120 IPO yang *go public* tahun 1960-1969. Dari penelitian-penelitian yang pernah dilakukan semuanya menemukan bukti bahwa secara rata-rata IPO mengalami *underpricing* sebesar 11.4%. setelah penelitian yang dilakukan oleh SEC (1963), Logue (1973) dan Ibbotson (1975), peneliti lain mulai banyak yang tertarik untuk melakukan pengujian baik dengan menggunakan sampel perusahaan yang ada di Amerika maupun di negara lain. Beberapa pemerhati di pasar IPO akhirnya mencoba untuk menjelaskan fenomena *underpricing* tersebut. Hal ini ditandai dengan munculnya pendapat yang disampaikan oleh Baron (1982) dan Rock (1986) yang disusul oleh pendapat-pendapat lain.

Teori-teori yang menjelaskan fenomena *underpricing* dan yang telah diuji diberbagai penelitian empiris biasanya bermuara pada pendekatan ketimpangan informasi (*asymmetry information*), baik antara pemilik perusahaan dan calon investor, dan antara issuer dan penjamin emisi. Hasil rangkuman Ibbotson dan Ritter (1995) menunjukkan bahwa setidaknya ada

sebelas teori yang mencoba mengungkap kenapa IPO secara rata-rata mengalami *underpricing*. Berawal dari teori Investment Bankers Monopsony Power yang disampaikan oleh Baron dan Holmstrom (1980) dan Baron (1982), model The Winner's Curse yang dikembangkan oleh Rock (1986), sampai dengan teori Market Incompleteness yang diajukan oleh Mauer dan Senbet (1992). Teori-teori yang mengungkap fenomena *underpricing* tidak semuanya mampu secara tegas dan eksplisit menjawab pertanyaan kenapa *underpricing* bisa terjadi.

Dalam model Baron, penjamin emisi dianggap memiliki informasi yang lebih baik mengenai permintaan saham perusahaan emiten dibanding perusahaan emiten itu sendiri. Penjamin emisi akan memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk mendapatkan kesepakatan optimal dengan emiten yaitu dengan memperkecil resiko keharusan membeli saham yang tidak laku jual. Karena emiten kurang memiliki informasi, maka emiten harus menerima harga yang murah bagi penawaran sahamnya.

Sedangkan model Rock, menyatakan bahwa informasi asimetri terdapat pada kelompok *informed investor* dan *uninformed investor*. Kelompok *informed* yang memiliki lebih banyak informasi mengenai prospek perusahaan akan membeli saham-saham yang *underpriced* saja. Sementara kelompok *uninformed* yang kurang memiliki informasi mengenai perusahaan emiten melakukan penawaran dengan sembarangan baik pada saham yang *underprice* maupun yang *overpriced*. Akibatnya kelompok *uninformed* 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. Agar kelompok ini berpartisipasi pada pasar perdana, memungkinkan mereka memperoleh *return* saham yang wajar dan dapat menutupi kerugian yang diderita dari pembelian saham yang *overpriced*, maka saham-saham IPO harus cukup *underpriced*. (Cheung dan Krinsky, 1994: p.739).

Beberapa penjelasan ditawarkan mengenai sebab-sebab *underpricing* tersebut. Baron (1982) menawarkan hipotesis asimetri informasi yang menjelaskan perbedaan informasi yang dimiliki oleh pihak-pihak yang terlibat dalam penawaran perdana, yaitu emiten, penjamin emisi, dan masyarakat pemodal. Penjamin emisi memiliki informasi tentang pasar yang lebih lengkap tentang kondisi emiten. Semakin besar informasi asimetri yang dihadapi oleh para calon pemodal semakin besar pula mereka akan mempengaruhi penawaran harga di pasar perdana yang akan memaksa penjamin emisi menawarkan saham tersebut dengan *underpriced*.

Ritter (1984) menyatakan bahwa penawaran saham perdana saham-saham berisiko tinggi akan mengalami *underpricing* yang lebih besar daripada saham-saham berisiko rendah. Hal ini berkaitan dengan masalah *ex ante uncertainty*, yaitu ketidakpastian harga saham di masa yang akan datang.

Bagi perusahaan yang menerbitkan saham, terjadinya *underpricing* dapat diartikan sebagai kehilangan kesempatan untuk mendapatkan dana

lebih besar dari penawaran perdananya. Sebaliknya dengan harga saham yang mahal (*overpricing*), perusahaan berhasil menghimpun dana yang lebih murah. Dengan biaya modal yang murah maka investasi akan dinilai lebih menguntungkan sehingga investasi akan meningkat dan seterusnya (Husnan, 1994 a).

Semua penjelasan tentang *underpricing* umumnya melibatkan strategi rasional pembeli. Beberapa penjelasan lain yang mendasarkan pada ketidak-rasionalan strategi pembelian oleh investor juga telah diajukan. Biasanya strategi yang tidak rasional muncul di pasar sekunder, yang dalam hal ini lebih condong untuk terdukungnya anomaly ketiga dalam IPO, yaitu *long run underperformance*. Artinya, ketidakrasionalan investor menyebabkan harga saham mengalami pinalti dalam jangka panjang. Hal ini tidak aneh karena tidak sedikit investor yang beranggapan bahwa bila teori dan bukti empiris menunjukkan adanya kestabilan fenomena *underpricing*, setiap IPO pasti akan mengalaminya. Kondisi ini menyebabkan terjadinya penurunan harga dalam jangka waktu yang agak panjang sehingga tidak heran bila ditemukan kinerja IPO dalam jangka panjang cenderung lebih buruk dibandingkan dengan perusahaan lain yang sejenis dan sekelas yang sudah lama melakukan *go public* (Ritter, 1991).

Fenomena lain yang menarik untuk dicermati dalam konteks IPO dan *underpricing* adalah besar kecilnya tingkat *underpricing* ternyata tidak sama antara negara yang satu dan negara yang lain. Artinya ada perbedaan dalam tingkat *underpricing* antar pasar modal yang ada di dunia.

Ibbotson et al (1994) menyebutkan bahwa salah satu penyebab perbedaan tingkat *underpricing* adalah perubahan atau perbedaan dalam sistem penawaran saham. Di Perancis, misalnya penawaran umum saham banyak dilakukan dengan sistem lelang (*auction*). Artinya, harga penawaran yang disepakati merupakan harga dari hasil lelang, yaitu harga tertinggi yang mampu diserap pasar. Akibatnya, begitu memasuki pasar saham, investor sudah memahami dan mengerti bahwa harga yang terbentuk sudah merupakan harga paling tinggi yang dapat mereka beli. Kalaupun harga bergerak naik, kenaikannya tidak akan terlalu ekstrim. Demikian juga bila harga turun, penurunannya tidak akan terlalu drastis. Artinya, volatilitas harga di pasar sekunder tidak terlalu tinggi dibandingkan dengan harga penawaran yang ditetapkan dengan sistem tetap (*fixed price*) sebagaimana banyak dianut di negara berkembang.

Kenyataan adanya penurunan tingkat *underpricing* yang signifikan setelah diterapkannya sistem lelang juga ditemukan di Jepang. Pada era sebelum tahun 1990-an, pasar modal Jepang lebih banyak menggunakan sistem tetap dalam penetapan harga penawaran IPO. Begitu sistem lelang diperkenankan dan diterapkan oleh sebagian IPO, tingkat *underpricing* turun secara signifikan. Kaneko dan Pettway (1994) menemukan tingkat *underpricing* sebesar 12.0% dengan menggunakan sampel perusahaan yang *go public* tahun 1989 sampai dengan tahun 1993. Sedangkan Pettway dan Kaneko (1996) menemukan rata-rata tingkat *underpricing* sebesar 49.5% untuk sampel perusahaan yang *go public* tahun 1979 sampai dengan 1993.

Jadi, sistem yang diterapkan dalam proses penetapan harga penawaran akan dapat menentukan besar kecilnya tingkat *underpricing*. Khusus untuk Jepang dan Perancis, penggunaan mekanisme lelang ternyata mampu menekan tingkat *underpricing* pada level yang lebih rendah dibandingkan dengan sistem yang konvensional, misalnya *fixed price*.

### 2.3 Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Di Indonesia, Trisnawati (1996: pp.52-54) 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*. Hasilnya menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan signifikan antara informasi pada prospektus dengan *initial return* kecuali variabel umur perusahaan.

Hasil penelitian tersebut didukung oleh Janice C.Y.How *et al* yang mengadakan penelitian di Australia periode tahun 1980-1990 dan mengambil sampel sebanyak 340 perusahaan yang melakukan IPO pada periode tersebut. Dalam penelitian tersebut Janice mengukur asimetri informasi dengan menggunakan dua dimensi, yaitu dimensi kualitatif dan dimensi kuantitatif. Dalam dimensi kualitatif direfleksikan dengan variabel reputasi underwriter dan reputasi auditor, sedangkan dalam dimensi kuantitatif direfleksikan dengan variabel umur dan skala perusahaan. Ternyata yang secara signifikan berpengaruh pada *underpricing* yaitu reputasi underwriter dan perusahaan *high tech*.

Beatty (1989), yang mengambil periode 1975-1984 dengan variabel dependen IR dan sebagai variabel penjelasnya adalah umur klien, tipe penjaminan, persentase saham yang ditahan pemegang saham lama mengatakan bahwa persentase yang ditahan oleh pemegang saham lama mempunyai hubungan yang positif dengan *Initial Return* dan signifikan pada level 4 %. Penelitian dari Beatty mengambil jumlah populasi perusahaan yang melakukan IPO sebesar 2567 perusahaan dan dari jumlah sebesar itu yang memenuhi kriteria untuk diuji adalah sebesar 2215 perusahaan.

Penelitian Janice *et al* di Australia tahun 1980-1990 mengatakan bahwa ada pengaruh antara skala perusahaan dengan tingkat *underpriced*. Hasil tersebut ternyata dibantah oleh penelitian Indriantono yang mengadakan penelitian di Bursa Efek Jakarta (BEJ) periode 1995-1996. Penelitian lain Ritter (1991) yang mengadakan penelitian di Amerika Serikat pada periode 1971-1984 mendukung hasil penelitian Janice *et al*. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa besaran perusahaan berupa *gross proceed* kecil akan mempunyai tingkat *underpriced* yang besar dengan rata-rata *adjusted initial return* sebesar 27.45%.

Penelitian yang dilakukan oleh Indriantono dkk, dengan periode penelitian 1991-1996 di BEJ membantah hasil tersebut. Menurut Indriantono, tidak ada keterkaitan antara variabel umur perusahaan dengan tingkat *underpricing*.

Imam Ghozali dan Mudrik Al Mansur melakukan penelitian pada periode 1997-2000 dengan sampel perusahaan yang mengalami *underpriced*

sebanyak 37 perusahaan. Dalam penelitian tersebut ditemukan bahwa persentase saham yang masih ditahan pemegang saham lama, ukuran perusahaan, umur perusahaan ternyata tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*.

Ronald J *et al* (1988) melakukan penelitian dengan variabel independent umur perusahaan dari Daljono (2000), menginformasikan bahwa umur tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan tingkat *underpricing*.

Janice *et al* menemukan bahwa variabel *financial leverage* ternyata berpengaruh terhadap tingkat *underpriced*. Penelitian tersebut mengambil periode tahun 1980-1990 dengan sampel sebanyak 340 perusahaan yang melakukan *Initial Return Offering* (IPO) di Australia.

**a. Persentase saham yang masih ditahan oleh pemegang saham/investor lama (kepemilikan)**

Dalam rangka pengambilan keputusan, calon investor memerlukan banyak informasi guna mempertimbangkan membeli atau tidak saham yang ditawarkan. Semakin besar faktor ketidakpastian yang dihadapi, maka akan semakin tinggi tingkat *underpriced* yang diharapkan oleh calon investor tersebut.

Jika saham sebagian besar masih dimiliki oleh pemegang saham lama berarti masih ada informasi privat yang tidak diketahui oleh publik. Sehingga persentase saham yang dipegang oleh pemilik



lama berhubungan negatif dengan *underpriced*. Sesuai dengan uraian diatas, maka hipotesis yang diajukan adalah:

Ha1 : Jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham lama mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpriced*.

**b. Ukuran Perusahaan**

Besar kecilnya suatu perusahaan dapat ditentukan oleh beberapa hal, antara lain dengan total penjualan, total asset, rata-rata tingkat penjualan dan rata-rata total asset. Perusahaan yang besar dianggap sudah mencapai tahap kedewasaan. Karena punya prospek baik dalam jangka waktu yang relatif lama maka akan menarik bagi investor untuk menawarkan modalnya. Skala perusahaan kecil memiliki total asset < Rp 1.000.000.000.000,-. Perusahaan menengah Rp 1.000.000.000.000,- s/d Rp 5.000.000.000.000,-. Sedangkan untuk perusahaan besar memiliki total asset > Rp 5.000.000.000.000,-.

Ha2 : Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpriced*.

**c. Umur Perusahaan**

Umur perusahaan merupakan hal yang dipertimbangkan investor dalam menanamkan modalnya (Christy *et al.* 1996). Umur perusahaan mencerminkan perusahaan tetap survive dan menjadi bukti bahwa perusahaan mampu bersaing dan dapat mengambil kesempatan bisnis yang ada dalam perekonomian. Sehingga umur perusahaan

diduga mempengaruhi *underpriced*. Maka hipotesis yang diajukan adalah:

Ha 3 : Umur perusahaan mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpriced*.

**d. Financial Leverage**

*Financial Leverage* merupakan rasio yang mengukur seberapa banyak perusahaan menggunakan dana dari hutangnya atau seberapa banyak asset perusahaan yang dibelanjai dengan hutang. Firth dan Smith (1992) menjelaskan bahwa tingkat kewajiban yang tinggi menjadikan pihak manajemen perusahaan menjadi lebih sulit dalam membuat prediksi jalanya perusahaan ke depan. Para investor dalam melakukan keputusan investasi, tentu akan mempertimbangkan informasi *financial leverage*.

Dalam rangka pengambilan keputusan, calon investor memerlukan banyak informasi guna mempertimbangkan membeli atau tidak saham yang ditawarkan. Semakin besar faktor ketidakpastian yang dihadapi, maka akan semakin tinggi tingkat *underpriced* yang diharapkan oleh calon investor tersebut. Atas dasar hal diatas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

Ha 4 : *Financial Leverage* mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpriced*.

*e. Rate of Return on Total Asset (ROA)*

ROA merupakan ukuran profitabilitas perusahaan. Pertimbangan memasukan variable ini karena profitabilitas perusahaan memberikan informasi kepada pihak luar mengenai efektifitas operasional perusahaan. Profitabilitas perusahaan yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba di masa yang akan datang dan laba merupakan informasi penting bagi investor sebagai pertimbangan dalam menanamkan modalnya. Profitabilitas yang tinggi suatu perusahaan mengurangi ketidakpastian bagi investor sehingga menurunkan tingkat *underpricing* (Kim *et al.*1993). Wart dan Zimmerman (1990) menyatakan bahwa prestasi keuangan, khususnya tingkat keuntungan, memegang peranan penting dalam penilaian prestasi usaha perusahaan dan sering digunakan sebagai dasar dalam keputusan investasi, khususnya dalam pembelian saham. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

Ha 5 : *Rate of Return on Total Asset (ROA)* mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpriced*.

### BAB III

#### METODE PENELITIAN

##### 3.1 Data

Penelitian ini mengambil populasi pada industri perbankan dan lembaga keuangan lainnya yang melakukan IPO di BEJ dengan mengambil sampel perusahaan perbankan dan lembaga keuangan lainnya yang go public tahun 1999-2002. Dengan kriteria perusahaan yang mengalami *underpriced*.

Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling* dimana populasi yang dijadikan dasar pembentukan sampel penelitian adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai dengan yang dikehendaki oleh peneliti. Kriteria perusahaan yang akan dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah :

1. Industri Perbankan dan lembaga keuangan lainnya yang melakukan IPO tahun 1999-2002 di BEJ.
2. Yang dijadikan sampel penelitian adalah Industri Perbankan dan lembaga keuangan lainnya yang mengalami *underpriced* pada tahun 1999-2002, yaitu harga saham di pasar perdana lebih rendah daripada di pasar sekunder.
3. Perusahaan yang akan diteliti memiliki data-data yang lengkap yaitu harga perdana dan listing untuk menentukan sampel.
4. Memiliki Laporan Keuangan yang lengkap dan sejarah yang dapat diandalkan kebenarannya selama 3 tahun berturut-turut.

Berdasarkan kriteria diatas maka dipilih sampel sebanyak 25 perusahaan yang akan diteliti . Dari seluruh perusahaan lembaga keuangan dan perbankan tersebut yang mengalami *overpriced* 1 perusahaan, yang tidak termasuk *underpriced* dan *overpriced* sebanyak 2 perusahaan, dan 3 perusahaan yang datanya tidak lengkap. Jadi jumlah perusahaan yang mengalami *underpriced* sebanyak 19 perusahaan.

### **3.2 Metode Pengumpulan Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berupa data mengenai perusahaan perbankan dan lembaga keuangan lainnya yang melakukan IPO tahun 1999-2002, harga saham perdana, harga saham di pasar sekunder pada penutupan hari pertama, prosentase jumlah saham yang ditawarkan kepada *public*, skala perusahaan, umur perusahaan, dan *Rate Of Return On Assets* (ROA) yang bersumber dari Indonesian *Capital Market Directory* (ICMD), *Jakarta Stock Exchange* (JSX) maupun dari berbagai surat kabar / media masa.

### **3.3 Variabel Penelitian**

Untuk menguji hipotesis yang diajukan maka akan dilakukan penelitian terhadap variabel-variabel dalam penelitian ini, yaitu:

- (a) Variabel Dependen merupakan variabel tak bebas yang diperkirakan atau diduga nilainya, dalam hal ini berupa *initial return*.

- (b) Variabel Independen merupakan variabel penduga. Dalam hal ini berupa persentase saham yang dijual, skala perusahaan, umur perusahaan, *Financial Leverage*, dan ROA (*Rate of Return On Assets*).

### 3.4 Devinisi Operasional dan Pengukuran Variabel

#### 1. *Underpricing*

*Underpricing* adalah suatu kondisi dimana, secara rata-rata harga pasar saham perusahaan yang baru *go public*, biasanya dalam hitungan hari atau minggu lebih tinggi dibandingkan dengan harga penawarannya. Fenomena terjadinya *underpricing* dijumpai di hampir semua pasar modal yang ada didunia, tapi dengan tingkat yang bervariasi (Loughran, 1994).

Dihitung sebagai perbandingan antara selisih harga saham pada hari pertama penutupan pada pasar sekunder dengan harga penawaran dibagi dengan harga penawaran. Data ini diambil dari daftar kurs efek (DKE) harian.

#### 2. Persentase saham yang ditawarkan kepada publik saat IPO

Menunjukkan jumlah saham yang masih dimiliki oleh pemilik saham lama.

Variabel ini diukur dengan membandingkan jumlah saham yang ditawarkan kepada publik saat IPO dengan keseluruhan saham yang dimiliki oleh perusahaan sampel.

3. Ukuran / Skala Perusahaan

Ukuran perusahaan dapat dilihat dari total asset perusahaan yang melakukan IPO. Total asset berasal dari jumlah *current asset*, *investment*, *fixed asset*, dan *other asset*

4. Umur Perusahaan

Umur perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dapat bertahan hidup dan menjalankan operasionalnya. Dihitung dari jumlah bulan sejak berdirinya perusahaan sampai dengan melakukan penawaran perdana.

5. *Financial Leverage*

*Financial leverage* merupakan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang dengan ekuitas yang dimilikinya.

Variabel ini diukur dengan menggunakan rasio total hutang terhadap total ekuitas.

6. *Return On Assets (ROA)*

*Rate of return on asset* merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dimasa yang akan datang berdasarkan tingkat asset tertentu. Didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba/keuntungan. Merupakan perbandingan operasi antara *Net Income After Tax* dengan total Asset.

### 3.5 TEKNIK ANALISA DATA

Langkah-langkah analisa yang dilakukan dalam penelitian ini adalah:

1. Menghitung perusahaan yang *underpriced*

Dihitung sebagai perbandingan antara selisih harga saham pada hari pertama penutupan pada pasar sekunder dengan harga penawaran sebagai dengan harga penawaran.

Hal ini sesuai dengan rumus:

$$\text{Underpriced} = \frac{\text{Harga Awal Listing} - \text{Harga Perdana}}{\text{Harga Awal Listing}}$$

2. Menghitung persentase kepemilikan saham oleh pemilik lama

$$\text{Kepemilikan} = \frac{\text{Jumlah saham yang dipertahankan pemilik lama}}{\text{Jumlah saham dipertahankan} - \text{Jumlah yang ditawarkan}}$$

3. Menghitung ukuran perusahaan

$$\text{Ukuran} = \text{Total Aktiva}$$

4. Menghitung umur perusahaan

$$\text{Umur} = \text{Tahun Awal Listing} - \text{Tanggal Berdiri}$$

5. Menghitung *Financial Leverage*

$$\text{Fin Lev} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$$

6. Menghitung *Rate Of Return On Assets*

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Jumlah Aktiva}}$$



### 3.6 Pengujian Hipotesis

Penelitian ini menggunakan regresi berganda dalam pengujiannya, dengan variabel terikat yaitu *underpricing* dan sebagai variabel bebas yaitu reputasi underwriter, persentase saham yang dijual, besar perusahaan, umur perusahaan, *Financial Leverage*, dan ROA (*Rate Of Return On Assets*).

Model matematis yang digunakan untuk menjelaskan pengaruh seluruh variabel bebas terhadap variabel terikat adalah model regresi berganda seperti dibawah ini:

$$IR = a + b_1 \text{ UND} + b_2 \text{ OFFER} + b_3 \text{ SIZE} + b_4 \text{ AGE} + b_5 \text{ LEV} + b_6 \text{ RO} + e$$

Notasi :

IR = Variabel dependen IR hari pertama penutupan

a = Konstanta

$b_1 - b_5$  = Koefisien regresi dari setiap variabel independen

$b_1 \text{ OFFER}$  = Variabel independen persentase saham yang ditawarkan kepada publik.

$B_2 \text{ SIZE}$  = Variabel independen ukuran / skala perusahaan.

$B_3 \text{ AGE}$  = Variabel independen umur perusahaan.

$B_4 \text{ LEV}$  = Variabel independen *Financial Leverage* Perusahaan.

$B_5 \text{ ROA}$  = Variabel independen *Return On Assets* ( ROA )

e = Error Term.

Persentase pengaruh dari seluruh variabel bebas yang tercakup dalam model regresi terhadap variabel terikat dapat dilihat melalui nilai koefisien

determinan berganda ( $R$ ) yang besarnya antara 0-1. Semakin besar nilai  $R^2$  maka semakin besar persentase pengaruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat dan sebaliknya jika semakin kecil nilai  $R^2$  maka semakin kecil persentase pengaruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat.

### 3.7 Uji Asumsi Klasik

Ada 3 asumsi klasik penting yang melandasi analisa regresi adalah asumsi tidak terjadinya autokorelasi, tidak terjadinya multikolonieritas dan tidak terjadinya heteroskedastisitas. Pengujian asumsi klasik merupakan syarat utama untuk menilai apakah persamaan regresi yang digunakan sudah memenuhi syarat *best linear unbiased estimator*.

#### 3.7.1 Normalitas

Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal atau tidak. Pengujian normalitas data secara statistik menggunakan *modification of kosmogorov test*. Apabila nilai sig (2- tailed) variabel independent yang bukan *dummy* lebih dari 0.05 maka data tersebut berdistribusi normal. Jika nilai sig (2- tailed) variabel independent yang bukan *dummy* kurang dari 0.05 maka data tersebut tidak berdistribusi normal. Jika terdapat data yang tidak berdistribusi normal untuk normalitas data maka sebelum diuji hipotesisnya dilogartimakan terlebih dahulu.

### 3.7.2 Autokorelasi

Autokorelasi / korelasi serial diartikan sebagai korelasi yang terjadi diantara anggota observasi yang terletak berderetan secara series dalam bentuk waktu (jika datanya *time series*) atau korelasi antara 4 variabel berdekatan (jika datanya *cross sectional*). Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi digunakan uji Durbin Watson dari program SPSS. Jika nilai Durbin-Watson mendekati 2 maka tidak terjadi autokorelasi, tetapi jika nilainya 0 atau 4 maka terjadi autokorelasi.

### 3.7.2 Multikolenieritas

Multikolenieritas menunjukkan adanya hubungan linier yang sempurna atau pasti diantara beberapa variabel/semua variabel yang independent dari model yang ada (Gujarati, 2000:84). Multikolenieritas dapat menimbulkan bias dalam spesifikasinya, karena koefisien regresi menjadi tidak terhingga. Metode untuk menguji multikolenieritas dapat dilihat dari *tolerance variance inflation factor (VIF)*. Menurut Hair *et al* batas *tolerance value* dibawah 0.1 dan *variance inflation factor (VIF)* adalah 10. jika nilai *tolerance value* dibawah 0.1 atau *variance inflation factor (VIF)* diatas 10 maka terjadi multikolenieritas (Trisnawati, 1998).

### 3.7.3 Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas (varian tidak sama) merupakan fenomena dimana pada nilai dependen tertentu yang dipilih atau ditetapkan masing-masing kesalahan (ui) mempunyai nilai varian yang sama (homoskedastisitas) yaitu sebesar  $\sigma^2$ . Gejala heteroskedastisitas akan muncul apakah *varian*

*disturbance term* setiap observasi tidak lagi konstan, tetapi bervariasi. Apabila hal ini terjadi maka estimator OLS masih tetap tidak bias dan masih tetap konsisten tapi menjadi tidak konsisten lagi dalam sampel kecil. Situasi heteroskedastisitas akan menyebabkan penaksiran koefisien-koefisien regresi menjadi tidak efisien, hasil taksiran menjadi kurang dari semestinya.

### 3.8 Uji Kriteria Statistik

#### 3.8.1 Uji T

Pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara individu diuji dengan Uji T, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan. Apabila  $t$ -hitung lebih kecil daripada  $t$ -tabel pada  $\sigma = 5\%$  maka  $H_a$  tidak didukung atau  $H_0$  ditolak, artinya nilai koefisien regresi tidak berpengaruh signifikan. Sedangkan apabila  $t$ -hitung lebih besar dari  $t$ -tabel maka  $H_a$  didukung, artinya nilai koefisien regresi bermakna sehingga dapat digunakan untuk mengestimasi variabel dependen.

Langkah-langkah pengujiannya adalah sebagai berikut:

- a. Membuat formulasi uji hipotesis
  - a)  $H_0 : b_1 = 0$  : tidak ada pengaruh signifikan antara jumlah kepemilikan saham oleh pemegang saham lama dengan *underpriced*.

- $H_{a1} : b_1 > 0$  : ada pengaruh signifikan antara jumlah kepemilikan saham oleh pemegang saham lama dengan *underpriced*.
- b)  $H_{02} : b_2 = 0$  : tidak ada pengaruh signifikan antara ukuran perusahaan dengan *underpriced*.
- $H_{a2} : b_2 > 0$  : ada pengaruh signifikan antara ukuran perusahaan dengan *underpriced*.
- c)  $H_{03} : b_3 = 0$  : tidak ada pengaruh signifikan antara umur perusahaan dengan *underpriced*.
- $H_{a3} : b_3 > 0$  : ada pengaruh signifikan antara umur perusahaan dengan *underpriced*.
- d)  $H_{04} : b_4 = 0$  : tidak ada pengaruh signifikan antara *financial leverage* dengan *underpriced*.
- $H_{a4} : b_4 > 0$  : ada pengaruh signifikan antara *financial leverage* dengan *underpriced*.
- e)  $H_{05} : b_5 = 0$  : tidak ada pengaruh signifikan antara *Rate Of Return On Asset (ROA)* dengan *underpriced*.
- $H_{a5} : b_5 > 0$  : ada pengaruh signifikan antara *Rate Of Return On Asset (ROA)* dengan *underpriced*.
- b. Menentukan besarnya  $\alpha$  untuk mengetahui tingkat signifikansi hasil pengolahan data. Nilai  $\alpha$  ditetapkan sebesar 5% atau tingkat signifikansi 95%.
- c. Menghitung nilai t.

d. Membuat kriteria pengujian hipotesis.

H0 ditolak bila :

Sig.  $t < \alpha$  ( $\alpha=0,05$ )

H0 gagal ditolak bila :

Sig.  $t > \alpha$  ( $\alpha=0,05$ )

### 3.8.2 Uji F

Pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara keseluruhan diuji dengan Uji F. Langkah-langkah pengujiannya sebagai berikut:

a. Membuat formulasi uji hipotesis

H0 :  $b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = b_5 = b_6 = 0$  artinya tidak ada pengaruh yang signifikan antara reputasi underwriter, persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham lama, ukuran perusahaan, umur perusahaan, *financial leverage*, *rate of return on total asset* (ROA) secara simultan atau serentak terhadap tingkat *underpriced*.

HA : artinya ada pengaruh yang signifikan antara reputasi underwriter, persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham lama, ukuran perusahaan, umur perusahaan, *financial leverage*, *rate of return on total asset* (ROA) secara simultan atau serentak terhadap tingkat *underpriced*.

- b. Menentukan besarnya  $\alpha$  untuk mengetahui tingkat signifikansi hasil pengolahan data. Nilai  $\alpha$  ditetapkan sebesar 5 % atau tingkat signifikansi 95 %.
- c. Menghitung nilai f.
- d. Membuat kriteria pengujian hipotesis

H0 ditolak bila :

$$\text{Sig. F} < \alpha (\alpha = 0,05)$$

H0 gagal ditolak bila :

$$\text{Sig. F} > \alpha (\alpha = 0,05)$$

Untuk mempermudah perhitungan konstanta (a) maupun koefisien regresi ( $b_1, b_2, b_3, b_4, b_5, b_6$ ) digunakan komputer dengan menggunakan program SPSS Versi 11.0

## **BAB IV**

### **DATA DAN PEMBAHASAN**

Penelitian ini mengambil populasi pada industri perbankan dan lembaga keuangan lainnya yang melakukan IPO di BEJ dengan mengambil sampel perusahaan perbankan dan lembaga keuangan lainnya yang *go public* tahun 1999-2002. Dengan kriteria perusahaan yang mengalami *underpriced*, memiliki tanggal listing pada periode penelitian dan memiliki data-data yang lengkap. Dari seluruh perusahaan lembaga keuangan dan perbankan tersebut yang mengalami *underpriced* sebanyak 19 perusahaan.

Data mengenai rasio keuangan diambil dari data 1 tahun sebelum perusahaan melakukan IPO. Misalnya suatu perusahaan tersebut melakukan IPO pada tahun 2001, maka data keuangan yang diambil adalah data keuangan tahun 2000.

Secara keseluruhan data tentang variabel independen meliputi: persentase saham yang dijual, skala perusahaan, umur perusahaan, *Financial Leverage*, dan ROA (*Rate of Return On Assets*) dari perusahaan sampel tersebut dapat dilihat dari lampiran. Ringkasan hasil olahan data seluruh variabel penelitian yang telah diolah dengan menggunakan bantuan program *SPSS for Windows 11.0* disajikan dalam tabel 4.7 dan 4.8 pada halaman 49.



#### 4.1. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif akan memberikan gambaran tentang suatu data yang akan diteliti. Untuk mengetahui tentang karakteristik data sampel yang diteliti dapat dilihat pada tabel 4.1. Tabel tersebut menjelaskan jumlah sampel yang diteliti, nilai rata-rata sampel, nilai maksimum dan minimum, serta tingkat penyimpangan penyebaran data dari masing-masing variabel yang diteliti.

**Tabel 4.1**  
**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Initial Return	19	0.0476	1.7500	0.506105	0.5163163
% Kepemilikan	19	0.4545	1.0090	0.695932	0.1422213
Ln Skala	19	-3.2914	2.2559	-1.280640	1.5134334
Ln Umur	19	0.6931	4.4886	2.582166	0.8442634
Financial Leverage	19	0.3074	20.2093	7.014726	7.1838827
ROA	19	0.0030	0.1486	0.037974	0.0441331
Valid N (listwise)	19				

**Tabel 4.2**

**Tabel Daftar nama perusahaan yang *Underpriced***

No	KODE	Nama Perusahaan	Tgl Berdiri	Tgl Listing
1	BDPC	Bank Danpac	1991	1999
2	BVIC	Bank Victoria Internasional	1992	1999
3	ANKB	Bank Artha Niaga Kencana	1969	2000
4	BBIA	Bank Buana Indonesia	1956	2000
5	MANY	Manly Unitama Finance	1994	2000
6	PANS	Panin Sekuritas	1989	2000
7	TRIMS	Trimcgah Sekuritas	1990	2000
8	AKSI	Asia Kapitalindo Sekuritas	1990	2001
9	BEKS	Bank Eksekutif Internasional	1992	2001

10	DEFI	Danasupra Erapacific	1994	2001
11	BCAP	Bhakti Capital Indonesia	1999	2001
12	BBNP	Bank Nusantara Parahyangan	1972	2001
13	APIC	Artha Pacific Securities	1989	2002
14	TRUS	Trust Finance Indonesia	1990	2002
15	BKSW	Bank Kesawan	1913	2002
16	ARTA	Artha Securities	1990	2002
17	BABP	Bank Bumiputera Indonesia	1989	2002
18	BSWD	Bank Swadesi	1969	2002
19	UNIT	United Capital Indonesia	1988	2002

Sumber : [www.e-bursa.com](http://www.e-bursa.com)

#### 1. Menghitung perusahaan yang *underpriced*

Dihitung sebagai perbandingan antara selisih harga saham pada hari pertama penutupan pada pasar sekunder dengan harga penawaran dibagi dengan harga penawaran. Hal ini sesuai dengan rumus:

$$\text{Underpriced} = \frac{\text{Harga Awal Listing} - \text{Harga Perdana}}{\text{Harga Perdana}}$$

Sebagai contoh Asia Kapitalindo Sekuritas, Tbk (AKSI) berdiri tahun 1990, melakukan listing pada tahun 2001 dengan harga saham perdana Rp 200,- dan harga listing sebesar Rp 260,- sehingga dapat dihitung besarnya IR yaitu:

$$\begin{aligned} \text{Underpriced} &= \frac{\text{Rp 260,-} - \text{Rp 200,-}}{\text{Rp 200,-}} \\ &= 0.300 \end{aligned}$$

Dari perhitungan tersebut memiliki IR yang bernilai positif sebesar 0.300. Hal ini berarti bahwa harga saham pada hari pertama penutupan pada pasar sekunder lebih tinggi dibandingkan dengan harga pasar perdana. Dengan demikian Asia Kapitalindo Sekuritas,

Tbk (AKSI) terjadi *Underpriced*. Hasil perhitungan ini dapat dilihat pada lampiran 3.

2. Menghitung persentase kepemilikan saham oleh pemilik lama

$$\text{Kepemilikan} = \frac{\text{Jumlah saham yang dipertahankan pemilik lama}}{\text{Jumlah shm yg ditawarkan kepublik + yg dipertahankan}}$$

Dalam hal ini dapat diambil contoh pada Asia Kapitalindo Sekuritas, Tbk (AKSI) memiliki jumlah saham yang dipertahankan pemilik lama 555.000.000 dan yang ditawarkan kepada public adalah sebesar 165.000.000 maka perhitungannya sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Kepemilikan} &= \frac{555.000.000}{165.000.000 + 555.000.000} \\ &= 0.771 \end{aligned}$$

Dari perhitungan diatas diketahui bahwa persentase saham yang masih dimiliki oleh pemegang saham lama pada Asia Kapitalindo Sekuritas, Tbk (AKSI) sebesar 77.1 %. Data tentang kepemilikan saham ini dapat dilihat pada lampiran 4.

3. Menghitung ukuran perusahaan

Ukuran Perusahaan sama dengan total asset yang merupakan jumlah dari *current asset*, *investment*, *fixed asset*, dan *other asset*. Data tentang ukuran perusahaan terdapat dalam lampiran 5.

4. Menghitung umur perusahaan

$$\text{Umur} = \text{Tahun awal listing} - \text{Tanggal berdiri}$$

Asia Kapitalindo Sekuritas, Tbk (AKSI) berdiri pada tahun 1990 dan listing pada tahun 2001, maka umur perusahaan adalah 11 tahun.

### 5. Menghitung *Financial Leverage*

$$FL = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Equitas}}$$

Penghitungan *Financial Leverage* ini dapat kita ambil contoh pada Asia Kapitalindo Sekuritas, Tbk (AKSI) yang memiliki total Hutang sebesar Rp30.474.000.000,- dan Total Equitas sebesar Rp69.544.000.000,- maka dapat dihitung sebagai berikut:

$$FL = \frac{\text{Rp30.474.000.000,-}}{\text{Rp69.544.000.000,-}} \\ = 0,44$$

Dari hasil perhitungan tersebut dapat diartikan bahwa Asia Kapitalindo Sekuritas, Tbk (AKSI) menggunakan dana sebesar 44 % dari hutang atau menggunakan asset yang dibelanjai dari hutang sebesar 44 %. Data tentang rasio keuangan ini dapat dilihat pada lampiran 7.

### 6. Menghitung *Rate of return on asset* (ROA)

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Jumlah Aset}}$$

Asia Kapitalindo Sekuritas, Tbk (AKSI) memiliki Net Income sebesar RP13.945.000.000,- dan total asset sebesar Rp100.018.000.000,-maka dapat dihitung:

$$ROA = \frac{\text{RP13.945.000.000,-}}{\text{Rp100.018.000.000,-}} \\ = 0,139$$

## 4.2 Pengujian Normalitas

Normalitas data merupakan asumsi yang sangat mendasar dalam analisis multivariate. Pengujian normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah data yang berdistribusi normal atau mendekati normal.

Normalitas data diuji dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov. Pengujian yang dilakukan dengan program SPSS 11.0 pada One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test (lihat tabel 4.3) memperlihatkan nilai diatas 0,05 yang berarti seluruh data dari variabel-variabel tersebut berdistribusi normal. Hasil uji normalitas data dengan menggunakan Kolmogorov-Smirnov Test menunjukkan ada beberapa variabel yang tidak berdistribusi normal yaitu skala dan umur. Terhadap data yang tidak berdistribusi normal tersebut dilakukan perbaikan dengan melakukan transformasi Ln.

**Tabel 4.3**  
**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		IR	% Kepem	Ln Skala	Ln Umur	Fin Lev	ROA
N		19	19	19	19	19	19
Normal Parameters	Mean	0.506	0.696	-1.281	2.582	7.015	0.038
	Std. Dev	0.516	0.142	1.513	0.844	7.184	0.044
Most Extreme Differences	Absolute	0.234	0.186	0.171	0.210	0.252	0.259
	Positive	0.234	0.165	0.171	0.210	0.252	0.259
	Negative	-0.187	-0.186	-0.095	-0.122	-0.175	-0.214
Kolmogorov-Smirnov Z		1.020	0.811	0.747	0.915	1.098	1.130
Asymp. Sig. (2-tailed)		0.249	0.526	0.633	0.372	0.179	0.156

### 4.3 Pengujian Asumsi Klasik

#### a. Uji Autokorelasi

Autokorelasi / korelasi serial diartikan sebagai korelasi yang terjadi diantara anggota observasi yang terletak berderetan secara series dalam bentuk waktu (jika datanya *time series*) atau korelasi antara 4 variabel berdekatan (jika datanya *cross sectional*). Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi digunakan uji Durbin Watson dari program SPSS. Jika nilai Durbin-Watson mendekati 2 maka tidak terjadi autokorelasi, tetapi jika nilainya 0 atau 4 maka terjadi autokorelasi. Data ini mempunyai nilai sebesar 2.521, maka tidak terjadi autokorelasi.

**Tabel 4.4**

#### Hasil Uji Durbin-Watson

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0.433	0.188	0.125	0.5475632	2.521

(Constant), Persentase Kepemilikan, Skala, Umur, *Financial Leverage*,  
*Rate Of Return On Assets*

#### b. Uji Multikolenieritas

Multikolenieritas menunjukkan adanya hubungan linier yang sempurna atau pasti diantara beberapa variabel/semua variabel yang independen dari model yang ada (Gujarati, 2000:84). Multikolenieritas dapat menimbulkan bias dalam spesifikasinya, karena koefisien regresi menjadi tidak terhingga. Metode untuk menguji multikolenieritas dapat dilihat dari *tolerance variance inflation factor* (VIF). Menurut Hair *et al* batas *tolerance value* dibawah 0.1 dan *variance inflation factor*

(VIF) adalah 10. jika nilai *tolerance value* dibawah 0.1 atau *variance inflation factor* (VIF) diatas 10 maka terjadi multikolenieritas (Trisnawati, 1998).

**Tabel 4.5**

**Hasil Uji Multikolinieritas**

Variabel	Collenearity Tolerance	VIF
% Kepemilikan	0.791	1.264
Ln Skala	0.174	5.745
Ln Umur	0.494	2.026
FL	0.173	5.785
ROA	0.555	1.802

c. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas (varian tidak sama) merupakan fenomena dimana pada nilai dependen tertentu yang dipilih atau ditetapkan masing-masing kesalahan (ui) mempunyai nilai varian yang sama (homoskedastisitas) yaitu sebesar  $\sigma^2$ . Gejala heterokedastisitas akan muncul apakah *varian disturbance term* setiap observasi tidak lagi konstan, tetapi bervariasi. Apabila hal ini terjadi maka estimator OLS masih tetap tidak bias dan masih tetap konsisten tapi menjadi tidak konsisten lagi dalam sampel kecil. Situasi hereroskedastisitas akan menyebabkan penaksiran koefisien-koefisien regresi menjadi tidak efisien, hasil taksiran menjadi kurang dari semestinya.

Untuk menguji asumsi ini digunakan korelasi peringkat Spearman's Rho dengan meregresikan standar residual dengan masing-masing variabel independen. Apabila nilai korelasi variabel independent

dengan residu kurang dari 0,5 maka tidak terjadi heterokedastisitas. Dari pengujian yang dilakukan dengan Spearman's Rho (lihat tabel 4.6) sebagian besar memiliki koefisien korelasi kurang dari 0,5. Dengan demikian tidak terjadi heterokedastisitas

**Tabel 4.6**  
**Hasil Pengujian Spearman's Rho**

		%Kepem	Ln Skala	Ln Umur	FL	ROA
Spearman's Rho	% Kepem	1.000	0.018	0.280	-0.225	0.073
	Ln Skala	0.018	1.000	0.396	0.854	-0.439
Coefficient	Ln Umur	0.280	0.396	1.000	0.366	-0.333
	FL	-0.225	0.854	0.366	1.000	-0.618
Sig	ROA	0.073	-0.439	-0.333	-0.618	1.000
	% Kepem		0.943	0.246	0.355	0.767
(2-tailed)	Ln Skala	0.943		0.093	0.000	0.060
	Ln Umur	0.246	0.093		0.124	0.164
N	FL	0.355	0.000	0.124		0.05
	ROA	0.767	0.060	0.164	0.005	
N	% Kepem	19	19	19	19	19
	Ln Skala	19	19	19	19	19
	Ln Umur	19	19	19	19	19
	FL	19	19	19	19	19
	ROA	19	19	19	19	19

#### 4.4 Analisis Regresi Berganda terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi *Underpricing*

Analisa data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda dengan model seperti dibawah ini :

$$IR = a + b1 OFFER + b2 SIZE + b3 AGE + b4 LEV + b5 ROA + e$$

Notasi :

IR = Variabel dependen IR hari pertama penutupan

a = Konstanta

b1-b5 = Koefisien regresi dari setiap Independen Variabel



- b1 OFFER = Variabel independen persentase saham yang ditawarkan
- b2 SIZE = Variabel independen ukuran / skala perusahaan.
- B3 AGE = Variabel independen umur perusahaan.
- B4 LEV = Variabel independen *Financial Leverage* Perusahaan.
- B5 ROA = Variabel independen *Return On Assets* (ROA)
- e = Error Term.

Untuk melakukan perhitungan atau pengujian dengan menggunakan model regresi linier berganda dapat digunakan program *software* SPSS for *Windows Release* 11.0.

$$Y = 0.444 + 0.797 (\text{OFFER}) - 0.073 (\text{LnSIZE}) - 0.158 (\text{LnAGE}) - 0.005 (\text{FL}) - 3.715 (\text{ROA}) + \epsilon$$

Persamaan regresi di atas menunjukkan nilai konstanta sebesar 0.444 dapat diinterpretasikan bahwa jika variabel-variabel, kepemilikan saham oleh pemegang saham lama, skala, umur, *Financial Leverage*, dan ROA dianggap konstan, maka *initial return* sebesar 0.444.

Nilai koefisien regresi kepemilikan saham oleh pemegang saham lama sebesar 0.797 menyatakan bahwa setiap ada penambahan Rp 1.000.000,- satuan OFFER akan menaikkan *initial return* sebesar 0.797 dengan syarat variabel bebas lainnya tetap.

Nilai koefisien regresi skala perusahaan dengan arah negatif sebesar 0.073 menyatakan bahwa setiap ada penambahan Rp 1.000.000,- satuan skala perusahaan akan menurunkan *initial return* sebesar 0.073 dengan syarat variabel bebas lainnya tetap.

Nilai koefisien regresi umur perusahaan dengan arah negatif sebesar 0.158 mempunyai arti bahwa semakin besar umur perusahaan semakin kecil *initial return*. Hal ini berarti bahwa setiap ada penambahan Rp 1.000.000,- satuan umur akan menurunkan *initial return* sebesar 0.158 dengan syarat variabel bebas lainnya tetap.

Nilai koefisien regresi *Financial Leverage* dengan arah negatif sebesar 0.0051 menyatakan bahwa setiap ada penambahan Rp 1.000.000,- satuan *Financial Leverage* akan menurunkan *initial return* sebesar 0.0051 dengan syarat variabel bebas lainnya tetap.

Nilai koefisien regresi ROA dengan arah negatif sebesar 3.715 mempunyai arti bahwa semakin besar ROA maka semakin kecil *initial return*. Hal ini berarti bahwa setiap ada penambahan Rp 1.000.000,- satuan ROA akan menurunkan *initial return* sebesar 3.715 dengan syarat variabel bebas lainnya tetap.

#### 4.5 Uji Hipotesis untuk Koefisien regresi secara parsial (Uji T)

**Tabel 4.7**  
**Hasil Uji t**

Variabel Bebas	Koefisien regresi	$t_{hitung}$	Sig. t
% Kepemilikan	0.797	0.781	0.449
Ln Skala	-7.326E-02	-0.358	0.726
Ln Umur	-0.158	-0.728	0.479
FL	-5.090E-03	-0.118	0.908
ROA	-3.715	-0.946	0.361

#### 4.5.1 Pengujian Hipotesis 1

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

- a) Dari hasil olah data dengan menggunakan SPSS dapat nilai signifikansi variabel persentase kepemilikan saham oleh pemegang saham lama ( $\text{Sig.t}$ ) = 0,449 yang lebih besar daripada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  (lihat tabel 4.7. pada halaman 58).
- b)  $H_0$  diterima atau  $H_a$  ditolak karena  $\text{Sig.t} > \alpha$ , artinya bahwa secara statistik variabel persentase kepemilikan saham oleh pemegang saham lama tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *initial return*.

#### 4.5.2 Pengujian Hipotesis 2

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

- a) Dari hasil olah data dengan menggunakan SPSS dapat nilai signifikansi variabel skala perusahaan ( $\text{Sig.t}$ ) = 0,726 yang lebih besar daripada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  (lihat tabel 4.7. halaman 58).
- b)  $H_0$  diterima atau  $H_a$  ditolak karena  $\text{Sig.t} > \alpha$ , artinya bahwa secara statistik skala perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *initial return*.

### 4.5.3 Pengujian Hipotesis 3

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

- a) Dari hasil olah data dengan menggunakan SPSS dapat nilai signifikansi variabel umur perusahaan (Sig.t) = 0,479 yang lebih besar daripada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  (lihat tabel 4.7 halaman 58).
- b)  $H_{01}$  diterima atau  $H_{a1}$  ditolak karena  $\text{Sig.t} > \alpha$ , artinya bahwa secara statistik umur perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *initial return*.

### 4.5.4 Pengujian Hipotesis 4

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

- a) Dari hasil olah data dengan menggunakan SPSS dapat nilai signifikansi variabel *Financial Leverage* perusahaan (Sig.t) = 0,908 lebih besar daripada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  (lihat tabel 4.7. halaman 58).
- b)  $H_{01}$  diterima atau  $H_{a1}$  ditolak karena  $\text{Sig.t} > \alpha$ , artinya bahwa secara statistik *Financial Leverage* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *initial return*.

#### 4.5.5 Pengujian Hipotesis 5

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

- a) Dari hasil olah data dengan menggunakan SPSS dapat nilai signifikansi variabel *Rate of Return On Asset* (ROA) perusahaan (Sig.t) = 0,361 lebih besar daripada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  (lihat tabel 4.7. halaman 58).
- b)  $H_0$  diterima atau  $H_a$  ditolak karena Sig.t  $> \alpha$ , artinya bahwa secara statistik ROA tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *initial return*.

#### 4.6 Uji Hipotesis untuk regresi serentak (Uji F)

Ringkasan hasil pengujian pengaruh variabel bebas secara simultan atau bersama-sama terhadap variabel *Initial Return* ( $H_A$ ) disajikan pada tabel 4.8 di bawah ini.

**Tabel 4.8**

**Hasil Uji F ( $H_A$ )**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0.901	5	0.180	0.601	0.701
	Residual	3.898	13	0.300		
	Total	4.798	18			

Dari hasil olah data dengan menggunakan program SPSS didapat nilai signifikansi (Sig. F) lebih besar dari pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ . Hal ini berarti hipotesis alternatif ( $H_A$ ) ditolak, maka  $H_0$  diterima.  $H_A$  ditolak artinya bahwa secara serentak variabel-variabel kepemilikan

saham, umur, skala, *financial leverage*, dan ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap *Initial Return*.

#### 4.7 Pembahasan

Berdasarkan penyusunan hipotesis diatas maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel persentase kepemilikan saham oleh pemegang saham lama terhadap variabel *Initial Return*. Kemungkinan hal ini karena investor di BEJ belum menganggap persentase kepemilikan sebagai pertimbangan dalam keputusan investasinya.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hubungan antara 2 variabel tersebut bertanda positif seperti yang diharapkan, namun tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*. Temuan ini konsisten dengan penelitian Imam Ghozali dan Mudrik Al Mansur (2002) yang mengatakan bahwa proporsi dari saham yang ditahan oleh pemegang saham lama dapat menandai informasi dari emiten ke calon investor. Semakin besar proporsi saham yang masih ditahan oleh pemegang saham lama, akan semakin banyak informasi privat yang dimiliki oleh pemegang saham lama. Untuk memperoleh informasi privat ini investor harus mengeluarkan biaya guna pengambilan keputusan apakah membeli saham atau tidak. Dengan dikeluarkannya

biaya oleh investor ini maka sebagai kompensasinya investor mengharapkan *initial return* yang tinggi. *Initial Return* tinggi yang diterima oleh investor berarti terjadinya tingkat *underpriced* yang tinggi. Dengan demikian semakin besar proporsi saham yang ditahan pemegang saham lama akan semakin tinggi tingkat *underpricing*nya.

2. Hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh negatif yang signifikan dari variabel bebas *firm size* terhadap variabel terikat *initial return*. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Imam Ghozali dan Mudrik Al Mansur (2002). Kemungkinan hal ini dikarenakan investor di BEJ belum menganggap bahwa besarnya perusahaan merupakan ukuran perusahaan mencapai tahap kedewasaan dan mempunyai prospek yang baik dalam jangka panjang atau kemungkinan investor lebih mempertimbangkan faktor lain dalam keputusan investasinya.

Hubungan antara kedua variabel tersebut bertanda negatif sebagaimana yang diharapkan. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Imam Ghozali dan Mudrik Al Mansur (2002). Pada umumnya perusahaan yang besar lebih dikenal oleh masyarakat jika dibandingkan dengan perusahaan yang ukurannya kecil (Lee *et al.*, 1996). Karena lebih dikenal, maka informasi mengenai perusahaan besar lebih banyak daripada perusahaan yang relatif kecil. Informasi yang memadai akan bisa mengurangi tingkat ketidakpastian investor akan prospek perusahaan kedepannya.

3. Hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel bebas umur perusahaan terhadap variabel terikat *initial return*. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Indriantono (1991-1996), Janice *et al* (1998). Dari analisis menunjukkan bahwa hubungan antara variabel umur dengan *initial return* ini adalah seperti yang diharapkan yaitu negatif. Hasil ini sesuai dengan temuan Rina Trisnawati (1999). Lebih lanjut disimpulkan bahwa semakin lama perusahaan berdiri, masyarakat luas akan lebih mengenalnya dan investor secara khusus akan lebih percaya terhadap perusahaan yang sudah terkenal dan lama berdiri karena mencerminkan perusahaan tersebut tetap survive dan menjadi bukti bahwa perusahaan mampu bersaing dan dapat mengambil kesempatan bisnis yang ada dalam perekonomian.
4. Hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan dari variabel bebas *financial leverage* terhadap variabel terikat *initial return*. Hal ini mungkin disebabkan karena investor memandang bahwa tinggi rendahnya rasio ini bukan semata-mata disebabkan oleh kinerja manajemen perusahaan, namun juga sangat di pengaruhi faktor di luar perusahaan yaitu krisis moneter yang menyebabkan nilai tukar rupiah terhadap US dolar melambung tinggi sehingga keputusan berdasarkan rasio ini bisa menyesatkan. Hasil penelitian yang menemukan tidak adanya pengaruh yang signifikan tersebut konsisten dengan hasil penelitian Trisnawati (1998).



Hasil analisis juga menunjukkan bahwa hubungan antara variabel *financial leverage* dengan *initial return* adalah negatif. 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 pembeli saham perdana adalah investor jangka pendek bukan investor jangka panjang.

5. Hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan dari variabel bebas ROA terhadap variabel terikat *initial return*. Hasil penelitian yang menemukan tidak adanya pengaruh yang signifikan tersebut konsisten dengan hasil penelitian Trisnawati (1998).

Dari hasil analisis menunjukkan bahwa hubungan antara variabel ROA dengan *initial return* adalah negatif. Hal ini sesuai dengan teori bahwa semakin tinggi ROA akan menurunkan *initial return*. Profitabilitas perusahaan yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dimasa yang akan datang dan laba merupakan informasi penting bagi investor sebagai pertimbangan dalam menanamkan modalnya. Profitabilitas yang tinggi suatu perusahaan

mengurangi ketidakpastian bagi investor sehingga menurunkan tingkat *initial return* (Kim *et al.*1993).

Tidak signifikannya variabel ROA dalam penelitian ini dimungkinkan karena investor menganggap bahwa perusahaan yang akan melakukan IPO melakukan manajemen laba, sehingga ROA yang ada dalam prospektus dianggap tidak menggambarkan profitabilitas yang sesungguhnya dari perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Ary Gumanti (2000) yang meneliti perusahaan-perusahaan yang *go public* dari tahun 1995-1997, menemukan bahwa manajemen laba dilakukan pada periode 2 tahun sebelum IPO. Sedangkan penelitian Setiawati (2002) menunjukkan bahwa manajemen laba juga dilakukan perusahaan satu periode sebelum IPO.

## **BAB V KESIMPULAN**

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *underpriced* saham perusahaan perbankan dan lembaga keuangan lainnya pada saat IPO di BEJ pada tahun 1999-20002. Ada 5 variabel independen, meliputi: persentase kepemilikan saham, skala perusahaan, umur perusahaan, *financial leverage*, dan *Rate of Return On Assets* (ROA) dengan 1 variabel dependen *initial return* sebagai ukuran tingkat *underpriced*.

### **5.1 Kesimpulan**

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semua variabel terbukti tidak ada yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Adapun kesimpulan dalam penelitian adalah sebagai berikut:

1. Berdasarkan uji t dari kelima variabel bebas yang dianalisis (persentase kepemilikan saham, skala perusahaan, umur perusahaan, *financial leverage*, dan *Rate of Return On Assets*) terhadap *initial return*, tidak ada satupun variabel yang berpengaruh secara signifikan terhadap *initial return*. Hal ini ditunjukkan dengan nilai p-value lebih besar dari 0,05.
2. Berdasarkan uji F dari kelima variabel bebas yang dianalisis (persentase kepemilikan saham, skala perusahaan, umur perusahaan, *financial leverage*, dan *Rate of Return On Assets*) terhadap *initial return*, tidak ada satupun variabel yang berpengaruh secara signifikan

terhadap *initial return*. Hal ini ditunjukkan dengan nilai p-value lebih besar dari 0,05.

## 5.2. Keterbatasan Penelitian

Seperti halnya dalam penelitian lainnya, penelitian ini tidaklah sempurna. Oleh karena itu masih banyak keterbatasan-keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini. Adapun keterbatasan-keterbatasannya adalah sebagai berikut:

1. Penelitian ini dimaksudkan untuk menguji secara khusus faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *underpriced* saham di BEJ pada industri perbankan dan lembaga keuangan lainnya saja.
2. Penelitian ini hanya mengambil periode penelitian selama empat tahun, yaitu antara tahun 1999 – 2002 sehingga mungkin sampel kurang representatif.
3. Variabel-variabel yang digunakan hanya dari sisi perusahaan saja dan belum menggunakan faktor-faktor luar perusahaan atau faktor makro ekonomi dan faktor mikroekonomi lainnya.
4. Untuk variabel umur perusahaan tidak termasuk perusahaan perbankan dan lembaga keuangan lainnya yang baru berdiri tapi sudah mengalami pertumbuhan yang sangat pesat melebihi perusahaan yang sudah lama berdiri.

### 5.3 Saran

Oleh karena keterbatasan penelitian yang telah disebutkan di atas, maka temuan penelitian ini perlu pengkajian yang lebih seksama di masa mendatang dengan mengurangi atau menghilangkan segala keterbatasannya.

Adapun saran untuk penelitian berikutnya adalah sebagai berikut:

1. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ternyata investor di pasar sekunder kurang mempertimbangkan informasi profitabilitas perusahaan (ROA) dalam keputusan investasinya. Hal ini dimungkinkan karena investor menganggap bahwa perusahaan yang akan melakukan IPO melakukan praktek manajemen laba, sehingga ROA yang ada dalam prospektus dianggap tidak menggambarkan profitabilitas perusahaan sesungguhnya. Dalam memilih variabel penelitian seharusnya melalui telaah yang lebih seksama sehingga variabel-variabel yang dipilih benar-benar merupakan hasil yang relevan dan mewakili.
2. Menambah jumlah variabel independen
3. Perlu mempertimbangkan untuk menambah periode penelitian sehingga hasilnya akan lebih representatif.
4. Perlu mempertimbangkan untuk meneliti pengaruh jenis industri agar dapat memberikan informasi yang lebih baik bagi investor dalam mengambil keputusan investasi.

### **5.3. Implikasi Penelitian**

1. Dapat digunakan sebagai pertimbangan, khususnya yang berkaitan dengan masalah keterbukaan informasi bila akan melakukan penentuan harga yang baik pada pasar sekunder.
2. Bagi investor dan calon investor yang tertarik menanamkan modalnya melalui pasar modal, maka hasil penelitian ini dapat dijadikan tambahan referensi dalam mempertimbangkan keputusan informasi.
3. Kalangan akademisi maupun para peneliti yang berminat terhadap pasar modal, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi dasar untuk mengembangkan penelitian lebih lanjut.

**DAFTAR PUSTAKA**

- Algifari, *Analisis Regresi Teori Kasus dan Solusi*, BPFE, Yogyakarta, 2000.
- Ardiansyah. Misnen, *Pengaruh Variabel Keuangan Terhadap Return Awal dan Return 15 Hari Setelah IPO Di Bursa Efek Indonesia*, SNA VI, IAI, 2003, hal 360-381.
- Daljono, *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Initial Return Saham yang Listing di Bursa Efek Jakarta Tahun 1990-1997*, SNA III, IAI, 2000, hal 556-572.
- Ghozali & Al Mansur, *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpriced di Bursa Efek Jakarta*, Jurnal Bisnis dan Akuntansi, Vol 4, No. 1, April 2002, p. 74-88.
- Hanafi, Mamduh dan Suad Husnan, *Perilaku Harga Saham di Pasar Perdana, Usahawan*, No. 11, th. XX, November 1991, hal 12-15.
- Helliza, *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Underpriced di Bursa Efek Jakarta Periode 1999-2001*, *Skripsi*, 2003.
- Husnan, Suad dan Eni Pudjiastuti, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, UPP AMP YKPN, Yogyakarta, 1993.
- Indriyanto, Nur dan Siti Nurhidayati, 1998, “ *Analisis Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underpricing Pada Penawaran Perdana di BEJ*”, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 13.
- Jogiyanto, *Teori Portofolio dan Analisa Investasi*, BPFE, Yogyakarta, 1998.
- Payamta, *Pengaruh Variabel-Variabel keuangan dan Signaling Terhadap Penentuan Harga Pasar Saham Di Bursa Efek Jakarta*, JAAI, Vol. 4, Desember 2000, hal 153-180.
- Rosyati dan Arifin Sabeni, *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham Pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta tahun 1997-2000*. SNA V, IAI, 2002, hal 286-297.
- Sunariyah, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, Edisi Ketiga. UPP AMP YKPN, Yogyakarta, 2003.
- Trisnawati, Rina, *Pengaruh Informasi Prospektus Terhadap Return Saham di Pasar Perdana*. Tesis S-2. Yogyakarta: UGM, 1998.

### Lampiran I

#### Daftar Perusahaan Yang Melakukan IPO Th 1999-2002

No	Kode	Nama Perusahaan	Tanggal Listing
1	BDPC	Bank Danpac	03/12/1999
2	BVIC	Bank Victoria Internasional	30/06/1999
3	ANKB	Bank Artha Niaga Kencana	02/11/2000
4	BBIA	Bank Buana Indonesia	28/07/2000
5	MANY	Mainly Unitama Finance	03/02/2000
6	PANS	Panin Sekuritas	31/05/2000
7	TRIMS	Trimegah Sekuritas	31/01/2000
8	AKSI	Asia Kapitalindo Sekuritas	13/07/2000
9	BEKS	Bank Eksekutif Internasional	13/07/2001
10	DEFI	Danasupra Erapacifik	06/07/2001
11	BCAP	Bhakti Capital Indonesia	08/06/2001
12	BBNP	Bank Nusantara Parahyangan	10/01/2001
13	APIC	Artha Pacific Securities	18/12/2002
14	TRUS	Trust Finance Indonesia	28/11/2002
15	BKSW	Bank Kesawan	21/11/2002
16	ARTA	Artha Securities	05/11/2002
17	BABP	Bank Bumiputera Indonesia	15/07/2002
18	BSWD	Bank Swadesi	01/05/2002
19	UNIT	United Capital Indonesia	18/04/2002



**Lampiran 2**  
**Rekapitulasi Data**

No	Kode	Harga IPO (Rp)	Jumlah Saham Dipertahankan	Jumlah Saham Ditawarkan	Total Aktiva (jt Rp)	Total Hutang (jt Rp)	Laba Bersih (jt Rp)
1	BDPC	500	96.000.000	100.000.000	367,926	308,813	30,000
2	BVIC	100	278,660,000	249,340,000	541,370	512,968	1,628
3	ANKB	500	138,100,000	49,900,000	560,334	503,707	4,078
4	BBIA	700	766,300,000	193,700,000	9,544,341	8,993,017	279,054
5	MANY	500	50,000,000	60,000,000	77,859	37,888	3,327
6	PANS	550	80,000,000	80,000,000	217,797	197,838	1,362
7	TRIMS	2000	150,000,000	50,000,000	172,086	80,204	14,303
8	AKSI	200	555,000,000	165,000,000	100,018	30,474	13,945
9	BEKS	140	489,195,000	289,805,000	1,527,648	1,451,197	40,199
10	DEFI	200	67,600,000	60,000,000	69,222	33,506	592
11	BCAP	250	1,000,000,000	250,000,000	65,355	15,366	9,714
12	BBNP	525	98,300,000	49,700,000	1,320,128	1,257,885	11,145
13	APIC	210	200,000,000	80,000,000	57,077	13,925	2,025
14	TRUS	170	300,000,000	100,000,000	84,040	50,581	665
15	BKSW	250	317,200,000	78,800,000	894,187	823,982	2,974
16	ARTA	225	220,000,000	70,000,000	68,830	18,564	1,747
17	BABP	120	1,480,000,000	520,000,000	2,000,662	1,833,643	10,912
18	BSWD	250	246,900,000	59,100,000	435,179	370,062	13,345
19	UNIT	210	105,000,000	95,000,000	37,210	16,271	1,073

## Lampiran 3

Hasil Perhitungan *Initial Return*

No	Kode	Nama Perusahaan	Harga IPO (Rp)	Harga Tutup (Rp)	IR
1	BDPC	Bank Danpac	500	575	0.150
2	BVIC	Bank Victoria Internasional	100	200	1.000
3	ANKB	Bank Artha Niaga Kencana	500	550	0.100
4	BBIA	Bank Buana Indonesia	700	825	0.179
5	MANY	Mainly Unitama Finance	500	1025	1.050
6	PANS	Panin Sekuritas	550	700	0.273
7	TRIMS	Trimegah Sekuritas	2000	5300	1.650
8	AKSI	Asia Kapitalindo Sekuritas	200	260	0.300
9	BEKS	Bank Eksekutif Internasional	140	195	0.393
10	DEFI	Danasupra Erapacific	200	550	1.750
11	BCAP	Bhakti Capital Indonesia	250	265	0.060
12	BBNP	Bank Nusantara Parahyangan	525	550	0.048
13	APIC	Artha Pacific Securities	210	345	0.643
14	TRUS	Trust Finance Indonesia	170	195	0.147
15	BKSW	Bank Kesawan	250	425	0.700
16	ARTA	Artha Securities	225	265	0.178
17	BABP	Bank Bumiputera Indonesia	120	135	0.125
18	BSWD	Bank Swadesi	250	325	0.300
19	UNIT	United Capital Indonesia	210	330	0.571

**Lampiran 4**  
**Data Kepemilikan Saham**

No	Kode	Nama Perusahaan	Jumlah Saham Dipertahankan	Jumlah Saham Ditawarkan	Persentase Kepemilikan Saham
1	BDPC	Bank Danpac	96.000,000	100.000,000	0.490
2	BVIC	Bank Victoria Internasional	278.660,000	249.340,000	0.528
3	ANKB	Bank Artha Niaga Kencana	138.100,000	49.900,000	0.735
4	BBIA	Bank Buana Indonesia	766.300,000	193.700,000	0.798
5	MANY	Mainly Unitama Finance	50.000,000	60.000,000	0.455
6	PANS	Panin Sekuritas	80.000,000	80.000,000	0.500
7	TRIMS	Trimegah Sekuritas	150.000,000	50.000,000	0.750
8	AKSI	Asia Kapitalindo Sekuritas	555.000,000	165.000,000	0.771
9	BEKS	Bank Eksekutif Internasional	489.195,000	289.805,000	0.628
10	DEFI	Danasupra Erapacifik	67.600,000	60.000,000	1.009
11	BCAP	Bhakti Capital Indonesia	1.000.000,000	250.000,000	0.800
12	BBNP	Bank Nusantara Parahyangan	98.300,000	49.700,000	0.664
13	APIC	Artha Pacific Securities	200.000,000	80.000,000	0.714
14	TRUS	Trust Finance Indonesia	300.000,000	100.000,000	0.750
15	BKSW	B Kesawan	317.200,000	78.800,000	0.801
16	ARTA	Artha Securities	220.000,000	70.000,000	0.759
17	BABP	Bank Bumiputera Indonesia	1.480.000,000	520.000,000	0.740
18	BSWD	Bank Swadesi	246.900,000	59.100,000	0.807
19	UNIT	United Capital Indonesia	105.000,000	95.000,000	0.525

**Lampiran 5**  
**Data Skala Perusahaan**

<b>No (1)</b>	<b>Kode (2)</b>	<b>Nama Perusahaan (3)</b>	<b>Skala (jt) (4)</b>
1	BDPC	Bank Danpac	367,926
2	BVIC	Bank Victoria Internasional	541,370
3	ANKB	Bank Artha Niaga Kencana	560,334
4	BBIA	Bank Buana Indonesia	9,544,341
5	MANY	Mainly Utama Finance	77,859
6	PANS	Panin Sekuritas	217,797
7	TRIMS	Trimegah Sekuritas	172,086
8	AKSI	Asia Kapitalindo Sekuritas	100,018
9	BEKS	Bank Eksekutif Internasional	1,527,648
10	DEFI	Danasupra Erapacifik	69,222
11	BCAP	Bhakti Capital Indonesia	65,355
12	BBNP	Bank Nusantara Parahyangan	1,320,128
13	APIC	Artha Pacific Securities	57,077
14	TRUS	Trust Finance Indonesia	84,040
15	BKSW	Bank Kesawan	894,187
16	ARTA	Artha Securities	68,830
17	BABP	Bank Bumiputera Indonesia	2,000,662
18	BSWD	Bank Swadesi	435,179
19	UNIT	United Capital Indonesia	37,210

## Lampiran 6

## Data Tentang Umur Perusahaan

No (1)	Kode (2)	Nama Perusahaan (3)	Th Berdiri (4)	Th Listing (5)	Umur (th) 6 = (5) - (4)
1	BDPC	Bank Danpac	1991	1999	8
2	BVIC	Bank Victoria Internasional	1992	1999	7
3	ANKB	Bank Artha Niaga Kencana	1969	2000	31
4	BBIA	Bank Buana Indonesia	1956	2000	44
5	MANY	Mainly Unitama Finance	1994	2000	6
6	PANS	Panin Sekuritas	1989	2000	11
7	TRIMS	Trimegah Sekuritas	1990	2000	10
8	AKSI	Asia Kapitalindo Sekuritas	1990	2001	11
9	BEKS	Bank Eksekutif Internasional	1992	2001	9
10	DEFI	Danasupra Erapacifik	1994	2001	7
11	BCAP	Bhakti Capital Indonesia	1999	2001	2
12	BBNP	Bank Nusantara Parahyangan	1972	2001	29
13	APIC	Artha Pacific Securities	1989	2002	13
14	TRUS	Trust Finance Indonesia	1990	2002	12
15	BKSW	Bank Kesawan	1913	2002	89
16	ARTA	Artha Securities	1990	2002	12
17	BABP	Bank Bumiputera Indonesia	1989	2002	13
18	BSWD	Bank Swadesi	1969	2002	33
19	UNIT	United Capital Indonesia	1988	2002	14

## Lampiran 7

Hasil Perhitungan Tentang *Financial Leverage* (FL)

No 1	Kode 2	Nama Perusahaan 3	Equity Shareholder 4	Liability 5	Financial Leverage 6 = (5) : (4)
1	BDPC	Bank Danpac	59,114	308,813	5.22402477
2	BVIC	Bank Victoria Internasional	28,402	512,968	18.06098162
3	ANKB	Bank Artha Niaga Kencana	56,627	503,707	8.89517368
4	BZIA	Bank Buana Indonesia	551,324	8,993,017	16.31167335
5	MANY	Mainly Unitama Finance	39,971	37,888	0.94788722
6	PANS	Panin Sekuritas	19,959	197,838	9.91222005
7	TRIMS	Trimegah Sekuritas	91,882	80,204	0.87290220
8	AKSI	Asia Kapitalindo Sekuritas	69,544	30,474	0.43819740
9	BEKS	Bank Eksekutif Internasional	76,452	1,451,197	18.98180558
10	DEFI	Danasupra Erapacific	35,716	33,506	0.93812297
11	BCAP	Bhakti Capital Indonesia	49,989	15,366	0.30738763
12	BBNP	Bank Nusantara Parahyangan	62,243	1,257,885	20.20926048
13	APIC	Artha Pacific Securities	13,082	13,925	1.06443969
14	TRUS	Trust Finance Indonesia	33,459	50,581	1.51173077
15	BKSW	Bank Kesawan	70,047	823,982	11.76327323
16	ARTA	Artha Securities	45,266	18,564	0.41010913
17	BABP	Bank Bumiputera Indonesia	167,019	1,833,643	10.97864914
18	BSWD	Bank Swadesi	65,117	370,062	5.68303208
19	UNIT	United Capital Indonesia	21,159	16,271	0.76898719

## Lampiran 8

Hasil Perhitungan *Rate Of Return On Assets (ROA)*

No (1)	Kode (2)	Nama Perusahaan (3)	Net Income (4)	Assets (5)	ROA 6 = (4):(5)
1	BDPC	Bank Danpac	30,000	367,926	0.081538135
2	BVIC	Bank Victoria Internasional	1,628	541,370	0.003007185
3	ANKB	Bank Artha Niaga Kencana	4,078	560,334	0.007277802
4	BBIA	Bank Buana Indonesia	279,054	9,544,341	0.029237639
5	MANY	Mainly Unitama Finance	3,327	77,859	0.042731091
6	PANS	Panin Sekuritas	1,362	217,797	0.00625353
7	TRIMS	Trimegah Sekuritas	14,303	172,086	0.083115419
8	AKSI	Asia Kapitalindo Sekuritas	13,945	100,018	0.139424904
9	BEKS	Bank Eksekutif Internasional	40,199	1,527,648	0.026314308
10	DEFI	Danasupra Erapacifik	592	69,222	0.008552194
11	BCAP	Bhakti Capital Indonesia	9,714	65,355	0.148634381
12	BBNP	Bank Nusantara Parahyangan	11,145	1,320,128	0.008442363
13	APIC	Artha Pacific Securities	2,025	57,077	0.035478389
14	TRUS	Trust Finance Indonesia	665	84,040	0.007912899
15	BKSW	Bank Kesawan	2,974	894,187	0.003325926
16	ARTA	Artha Securities	1,747	68,830	0.025381374
17	BABP	Bank Bumiputera Indonesia	10,912	2,000,662	0.005454195
18	BSWD	Bank Swadesi	13,345	435,179	0.030665542
19	UNIT	United Capital Indonesia	1,073	37,210	0.028836334

**Variables Entered/Removed**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	% Kepemilikan, Ln Skala, Ln Umur, Fin Lev ROA	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Initial Return

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Initial Return	19	0.0476	1.7500	0.506105	0.5163163
% Kepemilikan	19	0.4545	1.0090	0.695932	0.1422213
Ln Skala	19	-3.2914	2.2559	-1.280640	1.5134334
Ln Umur	19	0.6931	4.4886	2.582166	0.8442634
Financial Leverage	19	0.3074	20.2093	7.014726	7.1838827
ROA	19	0.0030	0.1486	0.037974	0.0441331
Valid N (listwise)	19				



Lampiran 10

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	Initial Return	% Kepemilikan	Ln Skala	Ln Umur	Fin Lev	ROA
N	19	19	19	19	19	19
Normal Parameters						
Mean	0.506105	0.695932	-1.280640	2.582166	7.014726	0.037974
Std. Deviation	0.5163163	0.1422213	1.5134333	0.8442634	7.1838827	0.0441331
Most Extreme Differences						
Absolute	0.234	0.186	0.171	0.210	0.252	0.259
Positive	0.234	0.165	0.171	0.210	0.252	0.259
Negative	-0.187	-0.186	-0.095	-0.122	-0.175	-0.214
Kolmogorov-Smirnov Z	1.020	0.811	0.747	0.915	1.098	1.130
Asymp. Sig. (2-tailed)	0.249	0.526	0.633	0.372	0.179	0.156

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0.433	0.188	-0.125	0.5475632	2.521

a. Predictors: (Constant), ROA, % Kepemilikan, Ln Skala, Ln Umur, Financial Leverage

b. Dependent Variable: Initial Return

Lampiran 11

Correlations

	% Kepem	Ln Skala	Ln Umur	Fin Lev	ROA
Spearman's rho					
	Correlation Coefficient	0.018	0.280	-0.225	0.073
	Sig. (2-tailed)	0.943	0.246	0.355	0.767
	N	19	19	19	19
Ln Skala					
	Correlation Coefficient	1.000	0.396	0.854	-0.439
	Sig. (2-tailed)	0.943	0.093	0.000	0.060
	N	19	19	19	19
Ln Umur					
	Correlation Coefficient	0.280	1.000	0.366	-0.333
	Sig. (2-tailed)	0.246	0.093	0.124	0.164
	N	19	19	19	19
Fin Lev					
	Correlation Coefficient	-0.225	0.366	1.000	-0.618
	Sig. (2-tailed)	0.355	0.124	0.000	0.005
	N	19	19	19	19
ROA					
	Correlation Coefficient	0.073	-0.333	-0.618	1.000
	Sig. (2-tailed)	0.767	0.060	0.005	
	N	19	19	19	19

\*\* Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

## Lampiran 12

### ANOVA

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	0.901	5	0.180	0.601	0.701
Residual	3.898	13	0.300		
Total	4.798	18			

a Predictors: (Constant), ROA, % Kepemilikan, Ln Skala, Ln Umur, Financial Leverage

b Dependent Variable: Initial Return

### Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients B	Std. Error	Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	Collinearity Statistics	
						Tolerance	VIF
1	(Constant)	1.293		0.343	0.737		
	% Kepem	1.020	0.220	0.781	0.449	0.791	1.264
	Ln Skala	0.204	-0.215	-0.358	0.726	0.174	5.745
	Ln Umur	0.218	-0.259	-0.728	0.479	0.494	2.026
	Fin Lev	0.043	-0.071	-0.118	0.908	0.173	5.785
	ROA	3.925	-0.318	-0.946	0.361	0.555	1.802

a Dependent Variable: Initial Return