

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Pasar modal Indonesia diawali dengan dibentuknya *Vereniging Voor de Effectenhandel* di Batavia pada tanggal 14 Desember 1912 yang merupakan asosiasi 13 broker yang bermarkas di De Javasche Bank yang kini menjadi Bank Indonesia dan merupakan cikal bakal Bursa Efek Jakarta. Kemudian disusul Bursa Efek Surabaya pada tanggal 11 Januari 1925 dan Bursa Efek Semarang pada tanggal 1 Agustus 1925.

Selanjutnya pasar modal Indonesia tidak mengalami perkembangan yang cukup berarti, bahkan pada tahun 1939 Bursa Efek Semarang ditutup menyusul kemudian bursa Efek Surabaya dan kemudian Bursa Efek Jakarta (BEJ), hingga akhirnya BEJ dibuka kembali pada tanggal 3 Juni 1952. BEJ dikatakan lahir kembali pada tahun 1977 dalam periode orde baru sebagai hasil dari Kepres No. 52 tahun 1976 yang menetapkan pendirian pasar modal, pembentukan Badan Pembina Pasar Modal, pembentukan Badan Pelaksana Pasar Modal (BAPEPAM) dan PT. Danareksa.

Sejak diaktifkannya kembali pada tahun 1977 sampai 1987 BEJ dikatakan dalam keadaan tidur yang panjang selama 10 tahun. Berbagai kebijakan yang dikeluarkan pemerintah seperti Pakdes 1987 dan Pakto 1988 serta Pakjan 1990 mampu menolong kondisi pasar modal Indonesia kearah perbaikan. Pada prinsipnya kebijakan-kebijakan yang dikeluarkan merupakan langkah-langkah

penyesuaian peraturan-peraturan yang bersifat mendorong tumbuhnya pasar modal yang sehat. Pada periode ini, *Initial Public Offering* (IPO) menjadi peristiwa nasional. Dengan diaktifkannya Jakarta Automatic Trading System (JATS) pada tanggal 22 Mei 1995, transaksi di lantai bursa mengalami kenaikan signifikan karena digantinya sistem manual ke otomatisasi.

Pada bulan Agustus 1997, krisis moneter melanda negara-negara Asia termasuk Indonesia, hal ini berdampak buruk terhadap harga saham di pasar modal yang kemudian mengalami penurunan drastis. Untuk mengurangi lesunya permintaan sekuritas di pasar modal, pemerintah mengeluarkan berbagai kebijakan diantaranya menaikkan suku bunga SBI, penghapusan pembatasan 49% kepemilikan asing sampai dengan melikuidasi 16 bank swasta nasional. Selama krisis ini berlangsung, daftar perusahaan yang melakukan go publik menurun tajam. Menurut data, pada awal 1997, perusahaan yang melakukan IPO sebanyak 34 perusahaan namun menurun pada awal tahun 1998 yang hanya enam perusahaan saja.

Initial Public Offering (IPO) atau Penawaran Umum Perdana adalah penjualan saham oleh perusahaan yang dilakukan untuk pertama kali. Dalam proses *go public*, sebelum saham diperdagangkan di pasar sekunder (bursa efek), terlebih dahulu saham perusahaan yang akan *go public* dijual di pasar perdana (IPO). Harga saham yang dijual di pasar perdana (saat IPO) telah ditentukan terlebih dahulu atas kesepakatan antara emiten dengan *underwriter*, sedangkan harga di pasar sekunder ditentukan oleh mekanisme pasar (penawaran dan permintaan). Penetapan pada harga penawaran (*offering price*) yaitu berapa harga

saham suatu perusahaan yang untuk pertama kalinya menawarkan sahamnya ke publik (*go public*), merupakan hal yang tidak mudah untuk dilakukan. Ketepatan harga penawaran dalam pasar perdana akan memiliki konsekuensi langsung terhadap tingkat kesejahteraan pemilik lama (*issuers*). Pihak *issuers* tentu mengharapkan harga jual yang tinggi, karena dengan harga jual yang tinggi penerimaan dari hasil penawaran (*proceeds*) akan tinggi pula, yang berarti tingkat kesejahteraan (*wealth*) mereka juga akan semakin baik.

Dalam dua mekanisme penentuan harga tersebut, sering terjadi perbedaan harga terhadap harga saham yang sama antara di pasar perdana dan di pasar sekunder. Apabila penentuan harga saham saat IPO secara signifikan lebih rendah dibanding dengan harga yang terjadi di pasar sekunder di hari pertama, maka terjadi apa yang disebut dengan *underpricing*. Kondisi *underpricing* tidak menguntungkan bagi perusahaan yang melakukan *go public*, karena dana yang diperoleh dari *go public* tidak maksimum. Sebaliknya bila terjadi harga perdana yang tinggi (*overprice*) maka investor akan merugi, karena mereka tidak menerima *Initial Return*. *Initial Return (IR)* adalah keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena perbedaan harga saham yang dibeli di pasar perdana (saat IPO) dengan harga jual saham bersangkutan di hari pertama di pasar sekunder. Para pemilik perusahaan menginginkan agar dapat meminimalisir *underpricing*, karena terjadinya *underpricing* akan menyebabkan transfer kemakmuran (*wealth*) dari pemilik kepada para *investor* (Beatty, 1989 [dalam Daljono, 2000]).

Beatty (1989), Beatty dan Ritter (1986) dalam Daljono (2000) mengungkapkan bahwa *underpricing* disebabkan oleh adanya asimetri informasi. Asimetri informasi dapat terjadi antara emiten dan *underwriter*, maupun antar *investor*. Menurut Baron (1982) Seperti yang dikutip dari Ernyan dan Husnan (2002) *underpricing* terjadi disebabkan adanya informasi asimetri karena adanya perbedaan yang dimiliki oleh pihak-pihak yang terlibat dalam penawaran perdana, yaitu emiten, penjamin emisi (*underwriter*) dan masyarakat pemodal. Penjamin emisi yang berperan penting dalam menetapkan harga saham perdana adalah pihak yang mempunyai informasi lebih banyak dibanding *emiten*. Hal ini menyebabkan *underwriter* mendapatkan insentif untuk meminimalkan resiko emisi saham yang dijamin dengan menetapkan harga yang lebih rendah. Menurut Rock (1985) dalam Daljono (2000) *underpricing* terjadi karena adanya informasi asimetri antara *informed investor* dan *uninformed investor* terhadap ketidakpastian harga di masa depan. *Informed investor* memiliki lebih banyak informasi sehingga cenderung menginginkan harga yang *underpriced* untuk mendapatkan *return* saham di pasar sekunder. Sedangkan *uninformed investor* tidak mempunyai informasi yang cukup sehingga memperoleh saham tanpa melakukan banyak pilihan. Maka supaya *uninformed investor* tetap berpartisipasi, harga pasar harus cukup *underpricing*.

Konsekuensi model Rock adalah tingkat *underpricing* tergantung pada ketidakpastian harga di masa mendatang, semakin tinggi ketidakpastian maka semakin tinggi biaya informasi yang harus dikompensasi dengan tingkat *underpricing*. Untuk mengurangi adanya asimetri informasi maka perusahaan

yang akan *go public* menerbitkan prospektus yang berisi berbagai informasi perusahaan yang bersangkutan. Agar informasi keuangan yang dimuat dalam prospektus dapat dipercaya, maka laporan keuangan tersebut harus diaudit oleh auditor (Keputusan Menteri Keuangan RI No 859/KMK.01/1987). Informasi prospektus juga akan membantu investor dalam membuat keputusan yang rasional mengenai risiko dan nilai saham yang ditawarkan perusahaan emiten (Kim et al.1995) dalam Payamta (2000).

Underpricing juga disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan antara emiten dengan investor. Pada saat *go public*, jumlah dana yang akan diterima perusahaan adalah sebesar hasil kali dari jumlah lembar saham yang ditawarkan dengan harga perdana saham. Perusahaan dalam hal ini yang disebut sebagai *emiten* yang menerbitkan saham cenderung menginginkan harga yang tinggi dalam penetapan harga saham perdana dengan tujuan untuk mendapatkan dana yang besar.

Sedangkan bagi *investor*, harga perdana yang tinggi (*overprice*) merupakan hal yang tidak diinginkan. Harga perdana yang tinggi akan mengurangi atau bahkan menghilangkan *return* yang akan diperoleh investor di bursa. Investor cenderung menginginkan harga yang rendah untuk mendapatkan *return* pada saat saham dijual di pasar sekunder.

Adanya perbedaan kepentingan dan *return* yang diharapkan investor mengindikasikan terjadinya fenomena *Underpricing* (Ritter [1984], Ritter [1991], Husnan [1993]. Dan Kunz, R.M., and R. Aggarwal [1994]) Seperti yang dikutip dari Ernyan dan Husnan (2002). Bagi emiten, keadaan *underpricing* merupakan

cost yang sangat mahal karena perusahaan tidak dapat memperoleh dana yang lebih besar (Carter dan Manaster, 1990) dalam Ernyan dan Husnan (2002).

Menurut penelitian Beatty and Ritter (1986) dalam Daljono (2000) menunjukkan semakin tinggi tingkat ketidakpastian nilai perusahaan maka semakin tinggi tingkat *underpricing* yang terjadi. Kondisi ini menyebabkan investor mempunyai kepentingan untuk mempertahankan keseimbangan tingkat *underpricing* untuk memperoleh tingkat *return* yang wajar. Tinic (1988) dalam Rodoni (2002) menyatakan *underpricing* yang terjadi sebagai premi dari ketidakpastian untuk menghindari penilaian saham yang salah.

Berbagai penelitian menunjukkan bahwa *underpricing* merupakan gejala umum yang terjadi di berbagai negara, misalnya HongKong (Black dan Freris, 1997), USA (Ritter, 1991), Australia (Lee et al, 1996), Korea (Kim et al, 1993), Jerman (Wasserfallen dan Wittleder, 1994), Belanda (Wessels,1989), Perancis (Husson dan Jacquillat,1989), Singapura (Hameed dan Lim, 1998) dan Malaysia (Jelic et al, 1998) seperti yang dikutip Rodoni (2002)

Banyak studi berkaitan harga Penawaran Saham Perdana (IPO) menggunakan data dari beberapa negara telah menunjukkan bukti bahwa terdapat keuntungan awal yang berlebihan atau terkurang harga. Loughran et al (1994) seperti yang dikutip Rodoni (2002) menggunakan data dari 25 negara yang tersedia. Hasil penemuan menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan penawaran umum mengalami terkurang harga untuk tempo jangka pendek. Rata-rata keuntungan awal terjadi lebih tinggi karena (i) lebih besar tingkat campur tangan pemerintah, (ii) awal dalam proses penawaran umum yang digunakan

adalah harga penawaran yang IPO dan (iii) perusahaan yang melakukan penawaran umum berisiko lebih tinggi.

Underpricing merupakan fenomena yang terjadi hampir di semua pasar modal, namun dari hasil penelitian menunjukkan penyebabnya berbeda-beda. Perbedaan tersebut disebabkan oleh karena adanya perbedaan kondisi tiap pasar modal, perbedaan data yang digunakan dan perbedaan persepsi penelitiannya.

Berbagai penelitian yang memfokuskan pada identifikasi hubungan faktor-faktor dari ketidakpastian terhadap tingkat *underpricing* telah banyak dilakukan, antara lain oleh Beatty (1989), Tinic (1988), Carter dan Manaster (1990), Menon dan William (1990), Kim et al (1993), Philip J. Lee (1996) dan Kunz and Aggarwal (1994) dalam Daljono (2000). Secara umum hasil penelitian menunjukkan bahwa reputasi underwriter, reputasi auditor, jenis industri, *IPO size*, umur perusahaan, *financial leverage*, ukuran dan profitabilitas perusahaan berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*.

Penelitian ini berbeda dari penelitian sebelumnya karena variabel-variabel yang digunakan merupakan variabel keuangan (profitabilitas dan *financial leverage*) dengan tidak menyertakan variabel non keuangan seperti pada penelitian sebelumnya. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data antara tahun 1998 sampai 2002 yang merupakan data terbaru dari penelitian yang sebelumnya, yang rata-rata mengambil data di bawah tahun 1998. Penelitian ini merupakan penelitian yang ditujukan untuk mengetahui fenomena *underpricing* yang berkaitan dengan harga saham pada saat penawaran perdana dan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* penawaran saham perdana

di pasar modal Indonesia yang terutama berupa faktor-faktor keuangan, khususnya Bursa Efek Jakarta periode 1998 – 2002. Adapun faktor-faktor keuangan yang diduga berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* pada saat penawaran perdana dalam penelitian ini adalah *Financial Leverage* dan *Profitabilitas*, yang kemudian dirumuskan dengan judul **“Pengaruh Profitabilitas dan Leverage Finansial Terhadap Harga Saham Pada Penawaran Perdana”**

1.2 Perumusan Masalah

Dari beberapa penelitian sebelumnya bahwa *underpricing* merupakan gejala umum yang terjadi di berbagai negara. Di Indonesia pengamatan perilaku harga saham di pasar perdana selama tahun 1990 menunjukkan fenomena *underpricing* (Hanafi dan Husnan, 1991). Penelitian serupa juga menunjukkan bahwa perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1997 – 2000 mengalami *underpriced* (Ghozali dan Al Mansur, 2002). Pada penelitian ini penulis tertarik untuk menguji adanya fenomena *underpricing* pada harga saham di pasar perdana, *underpricing* disini merupakan proxy dari harga saham pada penawaran perdana dan faktor keuangan yang diduga berpengaruh pada tingkat *underpricing*. Pada penelitian ini variabel *profitabilitas* perusahaan dan *financial leverage* yang diduga berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*.

1.3 Batasan Masalah

Penelitian ini dilakukan dengan objek perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran perdana (IPO) di Bursa Efek Jakarta untuk periode tahun 1998 sampai dengan tahun 2002 dengan melihat pengaruh dari variabel *profitabilitas* dan *financial leverage* terhadap harga saham pada penawaran perdana.

1.4 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui fenomena *underpricing* pada harga saham saat penawaran perdana dan mengidentifikasi pengaruh variabel-variabel keuangan yaitu *profitabilitas* perusahaan dan *financial leverage* terhadap tingkat *underpricing* pada penawaran perdana di pasar modal Indonesia khususnya Bursa Efek Jakarta.

1.5 Manfaat Penelitian

Diharapkan hasil penelitian dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Bisa digunakan sebagai pertimbangan khususnya yang berkaitan dengan masalah keterbukaan informasi bila akan melakukan penawaran perdana (IPO) untuk memperoleh harga yang baik.
2. Untuk investor dan calon investor yang tertarik menanamkan modalnya melalui pasar modal, maka hasil ini bisa dijadikan tambahan referensi dalam mempertimbangkan keputusan investasi.

3. Bagi kalangan akademisi maupun para peneliti yang berminat terhadap studi pasar modal, hasil penelitian ini diharapkan bisa sebagai dasar untuk mengembangkan penelitian lebih lanjut.

1.6 Sistematika Penulisan

Bab I Pendahuluan terdiri dari latar belakang masalah, perumusan masalah, batasan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab II Landasan teori, penawaran umum perdana, penentuan harga saham, perilaku harga saham-saham IPO, profitabilitas, leverage finansial, dan tinjauan penelitian sebelumnya.

Bab III Metode penelitian, meliputi populasi dan periode penelitian, sumber data dan data yang diperlukan, identifikasi dan pengukuran variabel, perumusan hipotesis dan pengujian hipotesis.

Bab IV Analisis Hasil Penelitian, yang membahas pengumpulan data, deskripsi hasil pengolahan data, pengujian hipotesis dan hasil analisis.

Bab V Kesimpulan, yang berisi kesimpulan, saran dan keterbatasan penelitian.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Penawaran Umum Perdana

Penawaran umum perdana atau *Initial Public Offerings* (IPO) secara umum didefinisikan sebagai kegiatan penawaran saham kepada publik untuk pertama kali. Penawaran umum biasa juga dikenal sebagai *go public*. Undang-undang Republik Indonesia No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal (UUPM) mendefinisikan penawaran umum sebagai kegiatan penawaran yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang telah diatur dalam undang-undang tersebut dan peraturan pelaksanaannya. Yang dimaksud dengan efek adalah surat berharga yaitu pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek dan setiap derivatif dari efek. Dalam penelitian ini penawaran perdana (IPO) dikhususkan dalam bentuk penawaran saham untuk pertama kali dan emiten adalah perusahaan yang telah melakukan IPO dan telah terdaftar (*listing*) di Bursa Efek Jakarta.

IPO merupakan alternatif pembiayaan yang diminati oleh perusahaan. Terdapat beberapa hal yang menjadi dasar perusahaan melakukan penawaran umum di pasar modal. Menurut Asril Sitompul (2000), hal-hal tersebut adalah:

1. Meningkatkan kepemilikan saham bagi pemodal individual (*retail investor*)
2. Melepas sebagian dari kepemilikan perusahaan

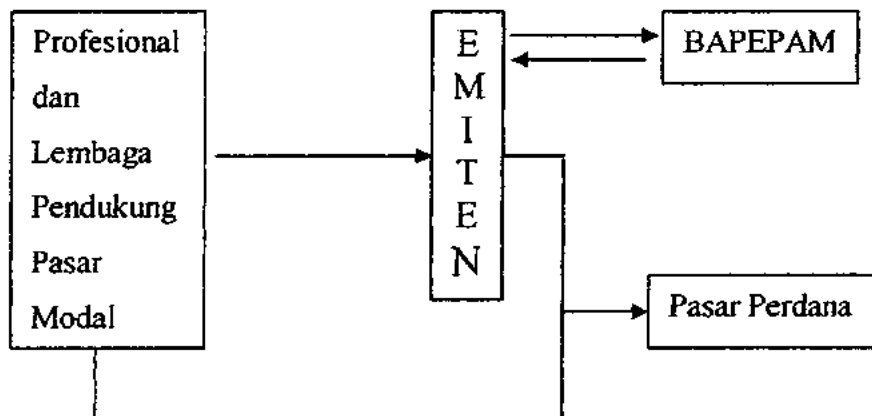
3. Mencari proceed yang sebesar-besarnya
4. Menciptakan dasar bagi distribusi produksi yang berlingkup internasional (untuk penawaran di luar negeri)
5. Mengalokasikan saham kepada pemodal jangka panjang sebagai pendukung

Penawaran perdana ini dilakukan setelah mendapat ijin dari BAPEPAM dan sebelum sekuritas tersebut diperdagangkan di pasar sekunder (Bursa efek).

Di Indonesia, *Initial Public Offerings* di pasar perdana dapat digambarkan pada gambar 2.1 berikut

GAMBAR 2.1

IPO



Keterangan :

1. Profesional dan Lembaga Pendukung Pasar Modal membantu emiten menyiapkan penawaran umum
2. Emiten menyerahkan pernyataan pendaftaran kepada BAPEPAM
3. Pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif oleh BAPEPAM

4. Emiten beserta profesional dan lembaga pendukung melakukan penawaran umum dipasar modal.

Perusahaan pada saat penawaran perdana akan memberikan informasi kepada investor berupa prospektus yang berisi informasi keuangan maupun nonkeuangan. Informasi prospektus ini membantu investor dalam membuat keputusan yang rasional tentang risiko dan nilai saham yang ditawarkan perusahaan emiten. Informasi prospektus perusahaan emiten merupakan informasi penting bagi investor karena digunakan untuk mengetahui perkembangan emiten, yang digunakan sebagai salah satu pertimbangan untuk membeli atau tidak saham yang ditawarkan.

Perusahaan melakukan penawaran umum perdana bertujuan untuk mendapatkan dana dari masyarakat yang dapat segera dimanfaatkan untuk pengembangan perusahaan. Jogiyanto (2003) menyatakan bahwa terdapat beberapa keuntungan yang bisa diperoleh bila perusahaan melakukan *go public*, diantaranya adalah :

1. Kemudahan meningkatkan modal di masa mendatang, karena untuk perusahaan yang *go public* terdapat keterbukaan informasi keuangan antara pemilik dan investor.
2. Meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham, karena bagi perusahaan yang masih tertutup yang belum mempunyai pasar untuk sahamnya, pemegang saham akan lebih sulit untuk menjual sahamnya dibandingkan jika perusahaan sudah *go public*

3. Nilai pasar perusahaan diketahui, karena jika perusahaan ingin memberikan insentif dalam bentuk opsi saham (*stock option*) kepada manajer-manajernya, maka nilai sebenarnya dari opsi tersebut perlu diketahui. Jika perusahaan masih tertutup, nilai dari opsi sulit ditentukan.

Di samping hal-hal yang menguntungkan dari *go public*, terdapat beberapa kerugian dari rencana penawaran umum perdana bagi perusahaan. Jogiyanto (2003) menguraikan beberapa kerugian yang akan dihadapi oleh perusahaan yang melakukan *go public* diantaranya adalah:

1. Biaya laporan yang meningkat karena perusahaan yang sudah *go public* setiap kuartal dan tahunnya harus menyerahkan laporan kepada regulator. Laporan-laporan ini sangat mahal terutama untuk perusahaan yang ukurannya kecil.
2. Pengungkapan (*disclosure*), beberapa pihak di dalam perusahaan umumnya keberatan dengan ide pengungkapan. Manajer enggan mengungkapkan semua informasi yang dimiliki karena dapat digunakan oleh pesaing. Sedangkan pemilik enggan mengungkapkan informasi tentang saham yang dimilikinya karena publik akan mengetahui besarnya kekayaan yang dimiliki.
3. Ketakutan untuk diambil alih. Manajer perusahaan yang hanya mempunyai hak veto kecil akan khawatir jika perusahaan *go public*, karena dengan hak veto yang rendah umumnya diganti dengan manajer yang baru jika diambil alih.

2.2 Penentuan Harga Saham

Penentuan harga saham merupakan hal yang krusial pada saat perusahaan berencana untuk melakukan *go public*, disamping pertanyaan berapa banyak saham perusahaan yang akan dijual. Hal ini lebih banyak bergantung pada keinginan perusahaan untuk mendapatkan penghasilan (*proceed*) dari penawaran umum tersebut, namun di samping itu juga sangat bergantung pada kondisi pasar dan nilai pasar dari perusahaan.

Harga saham pada hakikatnya merupakan penerimaan besarnya pengorbanan yang harus dilakukan oleh setiap investor untuk penyertaan dalam perusahaan. Tinggi rendahnya harga saham lebih banyak dipengaruhi oleh pertimbangan pembeli dan penjual tentang kondisi internal dan eksternal perusahaan. Faktor-faktor tersebut tentu saja sangat luas dan kompleks sifatnya, cakupannya tidak saja meliputi kondisi internal perusahaan (*basic financial dan economic facts*), tetapi juga kondisi fundamental makro ekonomi yang berada di luar kendali perusahaan.

Menurut Husnan (1990) seperti yang dikutip dari Telly. T. Sahetapy (1998), bahwa meskipun disebutkan *return saham* atau tingkat keuntungan, sebenarnya tingkat keuntungan tersebut lebih tepat dikatakan sebagai persentase perubahan harga saham. Harga saham di pasar modal itu sendiri dipengaruhi oleh beberapa faktor, diantaranya:

1. Harapan investor terhadap tingkat pendapatan deviden untuk masa yang akan datang

2. Tingkat keuntungan perusahaan yang terkait erat dengan harga saham, apabila rasio profitabilitas semakin besar maka semakin besar pula harga sahamnya.
3. Kondisi perekonomian yang selalu dipengaruhi oleh kondisi ekonomi saat ini. Apabila kondisi saat ini stabil maka investor optimis terhadap kondisi yang akan datang, sehingga harga saham cenderung stabil.

Selanjutnya Usman (1990) seperti yang dikutip Telly T. Sahetapy (1998) mengemukakan bahwa harga saham dapat naik turun tergantung faktor-faktor tertentu, diantaranya sebagai berikut:

1. Faktor psikologis penjual/pembeli. Tindakan secara irrasional berupa tindakan ikut-ikutan akan mempengaruhi harga saham pasar modal.
2. Faktor kondisi perusahaan terutama kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang semakin baik. Hal ini mengakibatkan minat para investor semakin tinggi terhadap saham yang ditawarkan sehingga harga saham akan naik.
3. Faktor kondisi ekonomi
4. Tingkat utang yang digunakan oleh perusahaan. Mengindikasikan risiko yang akan ditanggung oleh investor jika mereka menanamkan modalnya pada perusahaan. Risiko yang tinggi akan menurunkan harga saham.

Pada prinsipnya membeli saham adalah membeli sebagian atau suatu fraksi dari kekayaan (asset) dan keuntungan perusahaan serta hal-hal lain yang melekat padanya. Oleh karenanya harga saham banyak ditentukan terutama oleh reputasi atau *performance* perusahaan itu sendiri, di samping tentu saja masih

dipengaruhi oleh faktor-faktor lain (Koesno, 1990) seperti yang dikutip Telly T. Sahetpy (1998). *Performance* yang dimaksud adalah:

1. Faktor kekayaan bersih perusahaan
2. Faktor laba per saham. Semakin tinggi EPS mencerminkan kinerja perusahaan yang baik.
3. Volatilitas saham artinya berapa frekuensi dan volume saham diperdagangkan di bursa. Semakin tinggi volatilitas menandakan saham tersebut semakin likuid dan mudah untuk dijual.
4. Faktor-faktor internal yang dapat dihitung seperti profitabilitas, tingkat aktiva dan pertumbuhan, tingkat efisiensi dan faktor leverage.
5. Faktor-faktor internal yang tidak dapat dihitung seperti merk dan popularitas

Harga saham mewakili nilai perusahaan, Investor yang rasional dan analisis sekuritas menghubungkan harga aktual sekuritas dengan nilai intrinsik berdasarkan informasi yang dimiliki investor mengenai kondisi perusahaan emiten, berkaitan dengan harapan akan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan nilai kekayaan (*wealth*) di kemudian hari. Jika harga saham *undervalued*, maka akan mendorong investor 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 tersebut.

2.3 Perilaku Harga saham-Saham IPO

Setelah mencatatkan saham di bursa, perdagangan di bursa dimulai. Investor dengan informasi yang dimiliki akan bereaksi untuk membeli saham. Pada dasarnya penetapan harga saham di pasar perdana merupakan kesepakatan antara emiten dan penjamin. *Underwriter* akan mempertimbangkan faktor utama yang sangat menentukan, dan hal ini sangat subjektif, yaitu: tingkat pertumbuhan perusahaan yang diharapkan, harga yang diberikan kepada pembeli yang khusus dalam transaksi privat (bila perusahaan pernah melakukan *privat placement*), risiko bisnis, stabilitas perusahaan dan sasaran setelah melakukan penawaran perdana (Asril Sitompul, 2000). Dengan memperhatikan hal-hal tersebut, *underwriter* akan lebih suka memilih harga yang sedikit lebih rendah dari yang diestimasikan.

Menurut penelitian kecenderungan penurunan harga lebih sering terjadi. Terdapat beberapa teori yang menjelaskan mengenai kecenderungan turun-naiknya harga saham ini. Sebagian besar ahli teori mencoba untuk menjelaskan mengapa pemilik perusahaan secara rasional menjual saham kepada pihak luar dengan harga kurang dari yang seharusnya, yaitu harga maksimum yang dapat dicapai. Kemudian mereka membuat ulasan bukti dan kemungkinan yang dapat menyebabkan berkurangnya harga adalah sebagai berikut: (a) lebih besar tingkat campur tangan pemerintah; (b) permulaan dalam proses penawaran umum yang digunakan ialah harga penawaran yang tetap; dan (c) perusahaan yang melakukan penawaran umum berisiko lebih tinggi (Rodoni dan Yong, 2002:184). Selain itu ada anggapan jika menetapkan harga yang rendah akan menghasilkan keuntungan

yang cukup banyak sehingga meskipun saham yang ditawarkan merupakan saham yang kurang berkualitas, akan tetap terjual habis. Teori lain berpendapat bahwa fenomena tersebut merupakan kesepakatan antara emiten dengan *underwriter* untuk melindungi diri dari tuntutan hukum di kemudian hari apabila harga saham sampai jatuh dan menimbulkan kerugian bagi para pemodal (Ibbotson [1975] dalam Ernyan dan Husnan [2002]).

Berbagai penelitian lain menunjukkan bahwa harga saham pada penawaran perdana mengalami *underpricing* di pasar sekunder. *Underpricing* merupakan suatu kondisi di mana harga saham yang ditawarkan pada pasar perdana akan menjadi lebih tinggi secara signifikan ketika dipasarkan di pasar sekunder. Dengan kata lain harga saham perdana ditawarkan lebih rendah.

Underpricing merupakan fenomena yang terjadi hampir di semua pasar modal, namun dari hasil penelitian menunjukkan penyebabnya berbeda-beda. Perbedaan tersebut disebabkan oleh karena adanya perbedaan kondisi tiap pasar modal, perbedaan data yang digunakan dan perbedaan persepsi penelitiannya. Fenomena seperti tersebut mempunyai implikasi yang cukup luas baik terhadap profesional keuangan maupun akademisi. Bagi profesional, strategi yang jitu dalam membeli saham dan menjualnya kembali pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder. Sedangkan bagi akademisi, *underpricing* melemahkan hipotesis mengenai teori efisiensi pasar modal khususnya bentuk efisiensi setengah kuat atau *semi strong* (Hanafi, 1996), dimana para pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan memanfaatkan *public information* (Husnan 2001).

Perusahaan yang melakukan IPO pada dasarnya menginginkan harga yang tinggi dalam penetapan harga saham perdana. Kondisi *underpricing* tentu saja tidak diharapkan dan merugikan karena menyebabkan perusahaan tidak mendapatkan dana yang maksimal (Carter dan Manaster, 1990) dalam Ernyan dan Husnan (2002). Sedangkan dari sisi investor, kondisi *underpricing* merupakan sesuatu yang diinginkan dan diharapkan. Dengan adanya *underpricing* pada penawaran perdana, investor akan berpeluang mendapatkan *return* berupa *capital gain* apabila saham tersebut dijual di bursa.

Banyak penelitian di berbagai pasar modal menunjukkan harga saham pada penawaran perdana mengalami *underpricing*. Fenomena ini terjadi di berbagai negara (Rodoni [2002]) seperti di HongKong (Black dan Freris, 1997), USA (Ritter, 1991), Australia (Lee et al, 1996), Korea (Kim et al, 1993), Jerman (Wasserfallen dan Wittleder, 1994), Belanda (Wessels, 1989), Perancis (Husson dan Jacquillat, 1989), Singapura (Hameed dan Lim, 1998) dan Malaysia (Jelic et al, 1998). Di Indonesia sendiripun fenomena *underpricing* pernah diteliti oleh Husnan dan Hanafi (1991) dengan sampel perusahaan periode tahun 1990, Hanafi (1997) untuk periode 1989 sampai dengan 1994, Ghozali dan Al Mansur (2002) dengan sampel tahun 1997 sampai dengan 2000.

Dalam penawaran perdana, *underwriter* merupakan pihak yang mempunyai lebih banyak informasi dibandingkan dengan emiten mengenai besar kecilnya permintaan saham emiten (Baron, 1982) dalam (Daljono, 2000; Rodoni dan Yong, 2002). Kondisi ini membuat *underwriter* akan memanfaatkan kelebihan informasi yang dimiliki untuk membuat kontrak yang optimal dengan

emiten dengan maksud mengkompensasi risiko yang akan ditanggung dalam penawaran perdana berupa kewajiban untuk membeli saham yang tidak laku terjual. Kompensasi tersebut dilakukan dengan cara menetapkan harga perdana emiten yang lebih murah.

Meskipun penetapan harga saham perdana ditetapkan secara bersama-sama antara emiten dan *underwriter*, kadangkala emiten sebagai pihak yang kurang memiliki informasi harus menerima harga yang ditetapkan oleh *underwriter*. Lebih lanjut Baron menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat ketidakpastian permintaan terhadap saham yang ditawarkan, maka semakin tinggi perilaku *underpricing* yang dilakukan *underwriter* sebagai kompensasi terhadap risiko yang ditanggungnya. Dengan kata lain *underwriter* akan cenderung menilai saham baru emiten lebih rendah dari harga ekuilibriumnya bila tingkat ketidakpastian yang dihadapi *underwriter* semakin besar.

Hubungan antara ketidakpastian dan *underpricing* sebagai kondisi informasi asimetri juga dijelaskan oleh Rock (1986) dalam (Daljono, 2000; Rodoni dan Yong, 2002). Menurut Rock adanya informasi asimetri diantara investor menimbulkan fenomena *underpricing*. Pada model Rock, investor terbagi menjadi dua kelompok yaitu *informed investor* dan *uninformed investor*. *Informed investor* adalah pihak yang memiliki informasi lebih banyak tentang pasar. Dengan informasi yang dimiliki, *informed investor* hanya akan membeli saham baru jika harga pasar saham di pasar sekunder lebih tinggi dari harga perdana, sebab *informed investor* akan mendapat keuntungan dari selisih harga. Dengan demikian kondisi *underpricing* sangat diinginkan oleh *informed investor*.

Di sisi lain *uninformed investor* adalah pihak yang kurang memiliki informasi pasar dibanding dengan *informed investor*. Kekurangan informasi membuat *uninformed investor* akan membeli saham tanpa banyak pilihan. Kondisi yang demikian menyebabkan *uninformed investor* akan mempunyai kemungkinan yang besar mendapatkan saham baru di pasar perdana dengan harga *overpriced*. Jika harga saham di pasar sekunder turun maka *uninformed investor* akan mengalami kerugian. Oleh karena itu untuk mendorong *uninformed investor* agar tetap berpartisipasi dalam pasar, harga saham perdana harus cukup rendah (*underpriced*). Kondisi *underpricing* dimaksudkan untuk memberikan *return* yang memadai sebagai kompensasi ketidakpastian pasar dan memberi *uninformed investor* kesempatan untuk menutup kerugian atas pembelian saham yang *overpriced*.

Konsekuensi dari model di atas adalah besar kecilnya *underpricing* tergantung dari ketidakpastian harga pasar di masa yang akan datang, semakin tinggi ketidakpastian akan menyebabkan tingginya biaya untuk memberikan informasi (emiten) dan mencari informasi (investor). Kondisi tersebut harus dikompensasi dalam bentuk *underpricing*. Sehingga semakin tinggi ketidakpastian maka semakin tinggi tingkat *underpricing*, yang berarti kurang menguntungkan bagi emiten.

Ernyan dan Husnan (2002) menemukan adanya fenomena *underpricing* pada perusahaan keuangan dan non keuangan antara tahun 1991 sampai dengan 1997. Lebih lanjut Husnan dan Hanafi (1991) dalam penelitiannya mengenai fenomena *underpricing* menemukan bahwa adanya *abnormal return positif* yang

signifikan pada minggu pertama dan *abnormal return* yang kurang signifikan pada akhir minggu keempat untuk IPO di Bursa Efek Jakarta.

Hanafi (1997) melakukan penelitian tentang efisiensi emisi saham baru di Bursa Efek Jakarta (1989-1994), hasilnya menunjukkan adanya *underpricing* (*initial abnormal return* yang positif) sebesar 15 % pada saat pertama kali diperdagangkan pada hampir semua emisi saham perdana.

Selanjutnya Ghozali dan Al mansyur (2002) yang melakukan penelitian antara tahun 1997 sampai 2000 menemukan adanya fenomena *underpricing* pada perusahaan-perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta.

Berdasarkan hal di atas, maka peneliti mengajukan hipotesis :

H1: Diduga terjadi *underpricing* pada penawaran perdana di pasar modal Indonesia

2.4 Profitabilitas Dan Harga Saham

Profitabilitas dapat diartikan sebagai kemampuan perusahaan (emiten) dalam menghasilkan laba. Sartono (2000:130) mendefinisikan profitabilitas sebagai kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri. Brigham dan Houston (1978:89) mendefinisikan profitabilitas sebagai hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan.

Profitabilitas perusahaan memberikan informasi kepada pihak luar tentang efektifitas operasional perusahaan. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang akan datang. Laba

merupakan informasi penting bagi investor sebagai pertimbangan dalam investasi. Perusahaan yang mempunyai laba yang tinggi akan memberikan bentuk kepastian masa depan yang lebih tinggi.

Husnan (2001) mengemukakan bahwa pada dasarnya harga pasar saham dipengaruhi oleh profitabilitas di masa yang akan datang dan risiko yang ditanggung oleh pemodal, jika kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba meningkat, harga saham akan meningkat. Proyeksi laba dan *cash flow* perusahaan menjadi pertimbangan penting dalam proses penetapan harga saham perusahaan (Asril Sitompul, 2000:85). Lebih jauh Sartono (2000) mengemukakan bahwa dalam melakukan analisis keuangan perusahaan pemegang saham dan calon investor akan melihat dari sisi profitabilitas dan risiko karena kestabilan harga saham sangat tergantung dengan keuntungan yang diperoleh dan dividen di masa yang akan datang.

Kemakmuran (*wealth*) investor sangat tergantung pada *return* yang diharapkan dan risiko dari taksiran aliran kas di masa datang. Laporan keuangan perusahaan yang menggambarkan hasil masa lalu tidak cukup untuk dijadikan pedoman aktivitas di masa datang. Laporan keuangan yang bersifat *historical* seperti itu tidak secara langsung menggambarkan risiko dan waktu terjadinya aliran kas di masa datang. Namun, analisis profitabilitas yang dilakukan berdasarkan *rate of return* masa lalu dapat memberikan gambaran dan informasi yang berguna bagi manajemen dan para analis dari luar perusahaan.

Penilaian terhadap kemampuan emiten dalam menghasilkan laba merupakan aspek penting. Apabila laba meningkat, secara teoritis harga saham

juga akan meningkat. Suad Husnan (1994:273) mengemukakan bahwa kalau kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba meningkat, harga saham akan meningkat. Atau dengan kata lain, profitabilitas akan mempengaruhi harga saham. Brigham dan Gapenski (1993:26) mengatakan bahwa pada umumnya tindakan memaksimalkan nilai perusahaan juga akan memaksimalkan harga sahamnya. Menurut Van Horne (1968) harga saham yang tinggi banyak dipengaruhi oleh profitabilitas, seperti pernyataannya dalam bukunya *Financial Management Policy* yang menyebutkan *The bandholder may evaluate this ability by analyzing the capital structure of the firm, the major sources and uses of funds, its profitability over time, and projection of future profitability... as a result, investor might concentrate their analyses on the profitablity of the firm* (Van Horne, 1968: 669).

Sejumlah studi yang dilakukan untuk membuktikan adanya hubungan yang signifikan antara profitabilitas dengan harga saham. Diantaranya penelitian yang dilakukan oleh Kim et al (1993) yang melakukan penelitian di pasar modal Korea. Penelitian yang dilakukan selama bulan Juli 1988 sampai maret 1990 itu menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap *initial return*. Di Indonesia sendiri, Trisnawati (1998) dalam Daljono (2000) melakukan penelitian di Bursa Efek Jakarta dengan mengambil data tahun 1994-1995 dengan variabel independen berupa informasi yang ada pada prospektus emiten, namun penelitiannya tidak berhasil menemukan adanya hubungan yang signifikan antara profitabilitas dengan *initial return*. Selanjutnya Imam Ghozali dan Mudrik Al Mansur (2002) menyelidiki faktor-faktor yang diperkirakan menjadi penyebab

underpriced dalam penentuan harga perdana pada saat IPO, dari faktor-faktor tersebut, profitabilitas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga saham. Berdasarkan hal tersebut diatas, kemudian peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut :

H2: Diduga Profitabilitas perusahaan(ROE) memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap harga saham pada penawaran perdana.

2.5 Leverage Finansial Dan Harga Saham

Tingkat ketidakpastian atau variabilitas (risiko) *return* saham perusahaan merupakan faktor penting lainnya yang harus dipertimbangkan oleh investor sebelum mengambil keputusan investasi saham. *Financial Leverage* adalah penggunaan aset dan sumber dana (*source of funds*) oleh perusahaan yang memiliki biaya (beban tetap) dengan maksud untuk meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham (Sartono, 2000).

Brigham, Capenski dan Ehrhardt dalam bukunya *Financial Management* (1999) mengatakan bahwa keputusan tentang penggunaan utang memaksa perusahaan untuk memberikan *return* yang tinggi disamping risiko yang tinggi. Suatu perusahaan yang memiliki risiko utang yang tinggi akan memilih *return* yang diharapkan tinggi pula dalam kondisi perekonomian yang normal, tetapi mereka dihadapkan pada risiko kehilangan atau kerugian ketika perekonomian mengalami resesi. Selanjutnya perusahaan dengan rasio utang yang rendah akan berisiko rendah, sehingga kemungkinan untuk memperoleh *return* yang tinggi akan sulit dicapai.

Teori yang dikemukakan oleh Weston dan Brigham dalam bukunya *Essential of Management Finance* menyatakan bahwa semakin besar prosentase utang menunjukkan semakin besar dampak perubahan laba operasi pada laba setelah pajak. Dalam hal ini terjadi pada saat perusahaan membayar bunga yang semakin besar (yang berarti utangnya semakin besar). Atau dengan kata lain, semakin besar hutang yang digunakan oleh perusahaan, semakin tinggi tingkat *financial leverage*.

Leverage mempengaruhi risiko dan *return* untuk para pemegang saham. *Return* para pemegang saham dan dan risiko sistematis perusahaan berhubungan secara linier dengan jumlah *leverage* yang akan digunakan oleh perusahaan (Hamada, 1969 dan Robinstein, 1973 dalam Kim et al, 1993)

Kebijakan mengenai struktur modal melibatkan *trade off* antara risiko dan tingkat pengembalian – penambahan hutang memperbesar risiko perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diterapkan. Risiko yang makin tinggi akibat membesarnya utang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut. “Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga memaksimalkan harga saham”. (Weston dan Brigham, 1994)

Umumnya investor cenderung menghindari adanya risiko. Risiko yang timbul dari adanya penggunaan *financial leverage* disebut *financial risk* yaitu risiko tambahan yang ditempatkan pada pemegang saham sebagai hasil dari keputusan penggunaan utang oleh perusahaan. Perusahaan yang menggunakan

leverage dalam keputusan pembelanjannya mempunyai tujuan untuk memperoleh tingkat keuntungan yang lebih besar daripada biaya asset dan sumber dananya. Hal ini selanjutnya diharapkan dapat meningkatkan keuntungan untuk para pemegang saham. Tetapi apabila perusahaan menggunakan *leverage* yang semakin besar dalam keputusan pembelanjannya, berarti semakin besar beban tetap berupa bunga dan angsuran utang atau pokok pinjaman yang harus dibayar oleh perusahaan. Jika ternyata perusahaan tidak mampu memperoleh keuntungan yang lebih besar dari biaya tetapnya maka dividen yang diterima pemegang saham menjadi semakin kecil. Jadi dapat dikatakan bahwa penggunaan *leverage* oleh perusahaan dapat meningkatkan *variability* (risiko) keuntungan.

Beberapa pakar seperti Illy-olly (1984: 120), Reilly (1989: 442), Weston dan Copeland (1989: 502), Deakin (1972: 301), Finnerly (1989: 84), Beaver (1968: 580), M. Syafeii Idrus (1988: 124), Latinen (1991: 649) seperti yang dikutip dari Any Muharyani (1998), bahwa semakin rendah *leverage* semakin baik, karena perusahaan mampu membiayai kebutuhan operasinya dengan dana yang dimilikinya sendiri yang berarti risiko tidak dapat memenuhi kewajiban jangka panjangnya kecil. Bagi investor menjadi menarik, karena ada harapan bahwa harga saham perusahaan tersebut cenderung meningkat.

Jenice et al (1995) dalam Ghozali dan Al Mansur (2002) menemukan bahwa variabel *financial leverage* ternyata berpengaruh terhadap tingkat underpriced harga saham pada saat IPO, penelitian tersebut mengambil periode tahun 1980-1990 dengan sampel sebanyak 340 perusahaan yang melakukan IPO di Australia. Kim et al (1993) menemukan adanya pengaruh yang signifikan

antara leverage finansial terhadap *initial return* pada pasar modal di Korea. Di Indonesia, penelitian yang dilakukan oleh Daljono (2000) menemukan adanya hubungan yang signifikan antara *financial leverage* dengan *initial return* pada perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta tahun 1990-1997. Selanjutnya Imam Ghozali dan Mudrik Al mansur (2002) meneliti tentang faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *underpriced* harga saham bagi perusahaan yang melakukan IPO, hasilnya menunjukkan bahwa *financial leverage* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga saham yang *underpriced*. Berangkat dari hal di atas, maka hipotesa ketiga yang diajukan adalah sebagai berikut:

H3: Diduga leverage finansial (Debt ratio) memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap harga saham pada penawaran perdana.

2.6 Tinjauan Penelitian Sebelumnya

Fenomena sebagian besar pasar modal dunia mengalami *underpricing*. *Underpricing* adalah suatu keadaan di mana harga saham yang diperdagangkan di pasar perdana lebih rendah dibandingkan ketika diperdagangkan di pasar sekunder.

Beberapa peneliti mencoba untuk menjelaskan penyebab terjadinya *underpricing*, tetapi penelitian empiris membuktikan penyebabnya berbeda-beda. Perbedaan ini mungkin saja terjadi karena adanya perbedaan kondisi tiap pasar modal serta lingkungannya, perbedaan persepsi peneliti serta data yang digunakan.

Penelitian yang dilakukan oleh Baron (1982) dalam (Daljono, 2000) menemukan bahwa saham yang *underpriced* terjadi karena adanya asimetri informasi yang terjadi antara perusahaan emiten dan perusahaan penjamin atau antara *informed investor* dan *uninformed investor* (model Rock). Penelitian ini mengimplikasikan bahwa dengan adanya ketidakpastian yang besar dari suatu perusahaan emiten tentang harga saham maka permintaan terhadap jasa *underwriter* akan semakin besar. Kompensasi atas informasi yang diberikan penjamin antara lain dengan mengizinkan penjamin menawarkan saham pada harga di bawah harga ekuilibrium. Oleh karena itu lebih tinggi ketidakpastian, lebih banyak masalah dalam penentuan harga dan lebih tinggi *underpricing*.

Selanjutnya Rock (1986) dalam (Daljono 2000) menemukan bahwa adanya perbedaan perolehan informasi antara *informed investor* dan *uninformed investor* yaitu antara kelompok investor yang memiliki informasi lebih baik tentang perusahaan emiten dengan kelompok investor yang kurang memiliki informasi tentang perusahaan emiten, menyebabkan terjadinya fenomena berkurangnya harga.

Beatty (1989) dalam Daljono (2000) melakukan penelitian dengan judul "*Auditor Reputation and The Pricing of Initial Public Offering*" untuk menguji pengaruh variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, prosentase penawaran saham, umur perusahaan, tipe penjamin emisi dan indikator perusahaan minyak dan gas terhadap tingkat *initial return*. Periode waktu 1975 sampai 1984 dengan sampel sebanyak 2215 perusahaan IPO. Rata-rata *initial return* dipengaruhi oleh

reputasi auditor, reputasi underwriter, prosentase penawaran saham, tipe penjamin emisi dan indikator perusahaan minyak dan gas.

Jeng-on Kim, Itzhak Krinsky dan Jason Lee (1993) meneliti di pasar modal Korea dengan judul "*Motives For Going Public and Underpricing: New Findings From Korea*" mengenai penyebab terjadinya *underpricing*. Penelitian tersebut menggunakan periode waktu selama bulan Juli 1988 sampai Maret 1990 yang menguji pengaruh variabel keuangan ROA yang menunjukkan profitabilitas perusahaan dan *financial leverage* yang menunjukkan risiko perusahaan terhadap *initial return*. Hasil analisisnya menunjukkan bahwa ROA dan *financial leverage* berpengaruh secara signifikan terhadap *initial return*. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba di masa yang akan datang dan laba merupakan informasi penting bagi investor sebagai pertimbangan dalam menanamkan modalnya. Sedangkan *financial leverage* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar utangnya dengan *equity* yang dimilikinya.

Di Indonesia, Trisnawati (1998) dalam Daljono (2000) melakukan penelitian di Bursa Efek Jakarta dengan mengambil data tahun 1994-1995. Variabel yang dipakai dalam penelitiannya adalah reputasi auditor, reputasi underwriter, prosentase penawaran saham pada saat IPO, umur perusahaan, profitabilitas dan *financial leverage*. Dari penelitiannya ia tidak berhasil mendukung hipotesisnya tentang hubungan auditor yang berkualitas dengan *initial return*. Akan tetapi ia berhasil mendukung hipotesisnya tentang hubungan umur perusahaan dengan *initial return*. Sedangkan Fatchan (1999) dalam Daljono

(2000) dengan menggunakan data tahun 1994 – 1997 mengungkapkan ada hubungan positif antara leverage dengan initial return.

Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Gordon (diulas oleh Bolten: 1976) dalam Natarsyah (2000) dengan meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham pada industri makanan dan industri mesin, periode penelitian tahun 1954 sampai dengan 1958 menunjukkan bahwa dividen, pertumbuhan pendapatan, tingkat likuiditas dan ukuran perusahaan, mempunyai pengaruh yang positif, sedangkan *debt ratio* dan standard deviasi dari pertumbuhan pendapatan mempunyai pengaruh yang negatif terhadap harga saham.

Sugeng Sulistiono (1994) dalam Natarsyah (2000) meneliti tentang beberapa faktor yang berpengaruh terhadap harga saham pada perusahaan farmasi yang *go public* di Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitian menyatakan bahwa profitabilitas, dividen, *financial leverage*, tingkat penjualan, tingkat likuiditas dan tingkat bunga rasio berpengaruh terhadap harga saham. Profitabilitas terbukti mempunyai pengaruh nyata secara parsial, sedangkan variabel lain tidak signifikan.

Selanjutnya, Sulaiman (1995) seperti yang dikutip Natarsyah (2000) meneliti tentang faktor-faktor yang berpengaruh terhadap harga saham industri makanan dan minuman di BEJ. Hasil penelitian menyatakan bahwa: ROA, leverage keuangan, tingkat pertumbuhan, likuiditas, struktur modal dan tingkat bunga deposito secara simultan berpengaruh secara nyata terhadap harga saham. Sedangkan secara parsial, ROA, tingkat pertumbuhan, likuiditas dan tingkat

bunga mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham. Variabel lainnya tidak signifikan.

Penelitian yang dilakukan oleh Imam Ghozali dan Mudrik Al Mansur, yang mengambil sampel dari tahun 1997-2000 tentang faktor-faktor yang diperkirakan menjadi penyebab *underpriced* dalam penentuan harga saham perdana saat IPO. Faktor-faktor yang diperkirakan adalah reputasi *underwriter*, jumlah saham yang masih ditahan pemegang saham lama, ukuran perusahaan, umur perusahaan, ROA serta *financial leverage* perusahaan. Dari hasil pengujian terhadap 37 sampel perusahaan, menunjukkan bahwa semua independen variabel secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *underpriced* dengan tingkat signifikansi 10%. Sedangkan jika dilihat secara parsial ada 3 variabel yang berpengaruh secara signifikan yaitu reputasi *underwriter*, ROA dan *financial leverage*.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Periode Penelitian

Populasi yang dijadikan objek dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana atau IPO yang telah tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode 1 Januari 1998 sampai dengan 31 Desember 2002. Selama periode tersebut tercatat 64 perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta. Sedangkan yang memenuhi syarat untuk dimasukkan dalam penelitian sebanyak 53 perusahaan, dengan rincian 6 emiten pada tahun 1998 (JSX Fact Book), 7 emiten pada tahun 1999, 20 emiten pada tahun 2000, 17 emiten pada tahun 2001 dan 3 emiten pada tahun 2002. (Pojok BEJ UII).

Sampel penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Dengan metode *purposive sampling* ini, sampel dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik dengan kriteria sampel yang ditentukan. Kriteria yang digunakan adalah:

1. Tercatat dan melakukan penawaran saham di Bursa Efek Jakarta
2. Tersedia mengenai harga perdana (*offering price*) dan harga penutupan (*closing price*) pada hari pertama penutupan perdagangan di pasar sekunder.
3. Tersedia laporan keuangan emiten

Dengan demikian secara keseluruhan jumlah data yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 53 emiten.

3.2 Sumber Data dan Data yang Diperlukan

Data-data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data-data sekunder, data-data tersebut diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999,2000,2001,2002 dan 2003, prospektus emiten, *JSX Fact Book*, jurnal pasar modal dan referensi yang berhubungan dengan data yang diperlukan.

Adapun data-data yang diperlukan adalah sebagai berikut:

1. Data harga saham emiten yang *go public* periode 1998-2002 baik harga penawaran (*offering price*) maupun harga penutupan (*closing price*) pada hari pertama perdagangan untuk menentukan tingkat *underpricing*. Data-data ini diperoleh dari *JSX Fact Book* dan Pojok BEJ UII.
2. Laporan keuangan perusahaan periode 1 tahun terakhir sebelum *listing* untuk mengukur variabel profitabilitas dan *financial leverage* perusahaan. Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* dan pojok BEJ UII.

3.3 Identifikasi dan Pengukuran Variabel

Sebagai variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat *underpricing*. Sedangkan variabel independennya adalah profitabilitas (ROE) dan *financial leverage* (*debt ratio*) perusahaan. Adapun ukuran dari masing-masing variabel dapat dikemukakan sebagai berikut:

Variabel Dependen

- **Underpricing (UDP)**

Underpricing dalam penelitian ini merupakan variabel dependen yang diukur dengan *initial return* saham berupa selisih antara harga penutupan saham (*closing price*) pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder dengan harga perdananya (*offering price*). Variabel ini diukur dengan prosentase yang dihitung dengan rumus berikut:

$$\text{Underpricing} = \frac{\text{Closing price} - \text{Offering Price}}{\text{Offering Price}} \times 100\%$$

Closing Price: harga penutupan pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder

Offering Price: harga perdana

Metodologi yang dipergunakan dalam penelitian ini merupakan metodologi yang dikembangkan oleh Alli, K., J. You, dan K. Yung (1994) untuk mengukur tingkat *initial return* yang merupakan *return* awal yang diterima oleh pemodal yaitu selisih antara harga penutupan saham pada hari pertama diperdagangkan di bursa dengan harga di pasar perdana dibagi dengan harga perdana.

Variabel Independen

- **Profitabilitas Perusahaan**

Dalam menilai profitabilitas suatu perusahaan, digunakan rasio. *Profitability ratios show the combined effects of liquidity, asset management, and debt on operating results (Brigham, Capenski and Ehrhardt, 1999)*

Adapun rasio-rasio yang dipergunakan untuk menilai profitabilitas suatu perusahaan adalah :

- a) **Net Profit Margin (NPM)**, dipergunakan untuk menghitung kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari penjualan yang dilaksanakan (menunjukkan keuntungan per rupiah penjualan) Rasio ini dihitung dengan cara membagi laba bersih setelah pajak dengan penjualan.
- b) **Rentabilitas Ekonomis**, merupakan perbandingan laba usaha dengan modal usaha dan modal asing yang dipergunakan untuk menghasilkan laba tersebut dan dinyatakan dalam persen. Rasio ini dihitung dengan membagi laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) dengan total asset (modal sendiri dan modal asing). Rasio ini menunjukkan kekuatan laba dari asset perusahaan sebelum dipengaruhi pajak dan utang, dan bermanfaat untuk membandingkan perusahaan dalam situasi pajak yang berbeda serta tingkat beban keuangan (*financial leverage*) yang berbeda.

- c) **Return on asset (ROA)**, dipergunakan untuk menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari seluruh aktiva (kekayaan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini dihitung dengan membagi laba bersih (setelah pajak) yang tersedia bagi pemegang saham dengan total asset.
- d) **Return on equity (ROE)**, dipergunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bagi pemegang saham. Rasio ini dihitung dengan membagi laba bersih (setelah pajak) dengan keseluruhan modal sendiri.

Salah satu rasio umum yang dipergunakan para investor dalam menilai profitabilitas perusahaan adalah penggunaan rasio ROE. Rasio ini merupakan komponen kunci dalam menentukan tingkat pertumbuhan pendapatan dan dividen yang merupakan variabel-variabel dalam penentuan profitabilitas perusahaan. ROE mengukur kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan. Rasio ini juga dipengaruhi oleh besar kecilnya utang perusahaan. Apabila proporsi utang semakin besar maka nilai rasio ini juga akan semakin besar. ROE menunjukkan efisiensi suatu perusahaan yang menitikberatkan kepada pengamatan sampai seberapa jauh organisasi perusahaan telah menggunakan modal sendiri untuk mendapatkan keuntungan yang layak. Hal ini berarti penggunaan modal sendiri memberikan ukuran tingkat hasil pengembalian bagi pemegang saham (Hernanto, 1991) dalam (Telly T. Sahetapy, 1998).

Rumus untuk menghitung *return on equity* adalah sebagai berikut :

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{Modal sendiri}} \times 100\%$$

- **Financial Leverage**

Besar kecilnya leverage suatu perusahaan dapat diukur dengan menggunakan rasio keuangan. Berbagai rasio keuangan finansial yang dapat digunakan untuk mengukur risiko dalam hubungannya dengan perusahaan yang menggunakan *leverage* dalam struktur modalnya antara lain adalah : *Total debt to total assets ratio (debt ratio)*, *debt to equity ratio*, *time interest earned ratio* dan *fixed charge coverage ratio* (Sartono, 2000).

Debt Ratio merupakan salah satu rasio dari berbagai rasio finansial yang dapat dipergunakan untuk mengukur risiko dalam hubungannya dengan perusahaan yang menggunakan leverage dalam struktur modalnya. *Debt ratio* dipergunakan untuk mengukur besarnya prosentase persediaan dana oleh pihak kreditur. Investor akan mempertimbangkan berapa banyak return yang akan mereka dapatkan dari perusahaan dan berapa tinggi risiko yang akan mereka tanggung dari perusahaan tersebut.

Nilai *debt ratio* dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

3.4 Perumusan Hipotesis

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah fenomena *underpricing* terjadi pada penawaran perdana dan untuk menguji apakah variabel profitabilitas dan *financial leverage* berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Teori yang ada menyatakan bahwa *underpricing* terjadi disebabkan oleh adanya informasi asimetri mengenai ketidakpastian harga saham emiten di masa mendatang (Baron, 1982; Rock, 1996)

Adapun hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini adalah:

- Untuk mengetahui apakah terjadi *underpricing* pada penawaran perdana di pasar modal Indonesia (Bursa Efek Jakarta) dirumuskan dengan hipotesis:
Ho1: Tidak Terjadi *Underpricing* pada penawaran perdana di Bursa Efek Jakarta periode tahun 1998-2002
Ha1: Terjadi *underpricing* pada penawaran perdana di Bursa Efek Jakarta periode tahun 1998-2002
- Untuk mengetahui bagaimana pengaruh profitabilitas terhadap *underpricing* secara parsial, dirumuskan dengan hipotesis:
Ho2: Profitabilitas tidak berpengaruh negatif secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*
Ha2: Profitabilitas berpengaruh negatif secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*.
- Untuk mengetahui bagaimana pengaruh *financial leverage* terhadap *underpricing* secara parsial, dirumuskan dengan hipotesis:

Ho3: *Financial leverage* tidak berpengaruh negatif secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

Ha3: *Financial leverage* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

- Untuk mengetahui bagaimana pengaruh profitabilitas dan *financial leverage* terhadap *underpricing* secara simultan, dirumuskan dengan hipotesis:

Ho4: Profitabilitas dan *financial leverage* secara simultan tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*.

Ha4: Profitabilitas dan *financial leverage* secara simultan berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*

3.5 Pengujian Hipotesis

Terdapat empat hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini. Untuk menguji hipotesis pertama (Ha1) digunakan uji t yaitu untuk mengetahui apakah terjadi *underpricing* pada penawaran perdana.

Pengujian ini menggunakan statistik deskriptif *compared means-one sample t test* yang diolah dengan perangkat lunak SPSS 11.0 (statistical Program For Social Science). Uji t digunakan untuk melihat bahwa rata-rata *initial return* berbeda dengan nol (Jogiyanto, 2003).

Untuk menguji hipotesis (Ha1) apakah berhasil didukung data atau tidak, dapat dilihat dari nilai signifikansi t yang dihasilkan. Jika nilai sign-t lebih besar dari derajat signifikansi yang digunakan (α) maka hipotesis alternatif pertama

(Ha1) ditolak dan hipotesis nol (Ho1) diterima. Sebaliknya bila nilai *sign-t* lebih kecil dari derajat signifikansi yang digunakan (α) maka Ha1 diterima dan Ho1 ditolak. Hasil ini mengindikasikan adanya rata-rata *initial return* yang berbeda dengan nol.

Selanjutnya untuk menguji kekuatan hubungan antara tingkat *underpricing* dengan profitabilitas (ROE) dan *financial leverage* (debt ratio) baik secara simultan maupun parsial digunakan metode analisis regresi berganda (multiple regression). Pengujian itu sendiri dilakukan dengan menggunakan program statistik SPSS 11.0. Untuk menguji hipotesis digunakan model regresi linier berganda sebagai berikut:

$$UDP_{i,t} = a + b_1ROE_{i,t} + b_2DR_{i,t} + e$$

Penjelasan model diatas adalah sebagai berikut:

a =Konstanta

$b_1 - b_2$ =koefisien regresi

e =faktor galat

$UDP_{i,t}$ =Tingkat *underpricing*, berupa *initial return* yang diukur sebagai selisih antara *closing price* dengan *offering price*.

$ROE_{i,t}$ =*Return on equity*, profitabilitas perusahaan berupa rasio laba setelah pajak terhadap modal sendiri

$DR_{i,t}$ =*Debt ratio, financial leverage* berupa rasio total hutang terhadap total aktiva

Untuk mengetahui signifikansi pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel dependennya (Ha2-Ha3) apakah berhasil didukung oleh

data atau tidak, dapat dilihat berdasarkan perbandingan nilai t_{hitung} masing-masing koefisien regresi dengan nilai t_{tabel} (nilai kritis). Sesuai dengan tingkat signifikansi yang digunakan. Jika t_{hitung} absolut suatu koefisien regresi lebih kecil daripada t_{tabel} maka keputusannya adalah menerima daerah penerimaan hipotesis nol (H_0). Artinya koefisien regresi variabel independen, yaitu ROE dan *Debt Ratio* tersebut tidak berbeda dengan nol. Atau dengan kata lain, variabel independen tersebut tidak berpengaruh terhadap variabel dependen. Sedangkan jika pada pengujian terhadap suatu koefisien regresi, t_{hitung} absolut lebih besar daripada nilai t_{tabel} maka keputusannya adalah menolak hipotesis nol (H_0), dan menerima hipotesis alternatif (H_A). Artinya koefisien regresi variabel independen tersebut berbeda dengan nol. Atau dengan kata lain Variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.

Sifat hubungan antara variabel independen dengan dependen dapat diketahui dari koefisien regresi masing-masing variabel. Bila koefisien bertanda negatif berarti variabel independen dan dependen mempunyai hubungan yang sifatnya terbalik sedangkan bila koefisien regresi bertanda positif menunjukkan bahwa hubungan variabel independen dan dependen bersifat searah.

Untuk mengetahui signifikansi pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependennya dilakukan berdasarkan perbandingan antara F_{hitung} (F RATIO) dengan nilai F_{tabel} (nilai kritis) sesuai dengan tingkat signifikansi yang digunakan. Jika F_{hitung} lebih kecil daripada F_{tabel} maka keputusannya adalah menerima daerah hipotesis nol (H_0). Artinya, secara statistik dapat dibuktikan bahwa semua variabel independen tidak berpengaruh terhadap

perubahan nilai variabel dependennya. Sedangkan jika F_{hitung} lebih besar daripada F_{tabel} , maka keputusannya adalah menolak hipotesis nol (H_0) dan menerima hipotesis alternatif (H_A). Artinya, secara statistik data yang digunakan membuktikan bahwa semua variabel independen berpengaruh terhadap nilai variabel dependen. Adapun taraf signifikansi (α) yang digunakan dalam penelitian ini adalah yang digunakan adalah $\alpha = 5\%$

R-square digunakan untuk mengetahui besarnya variasi tingkat *underpricing* yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independennya. Besarnya koefisien determinasi adalah 0 sampai dengan 1. Semakin mendekati nol besarnya *R-square* suatu persamaan regresi, semakin kecil pula pengaruh semua variabel independen terhadap nilai variabel dependen. Sebaliknya, semakin mendekati satu besarnya *R-square* suatu persamaan regresi, semakin besar pula pengaruh semua variabel independen terhadap variabel dependennya.

Dalam menggunakan statistik *parametrik regresi linier berganda*, terdapat asumsi-asumsi yang harus dipenuhi. Asumsi tersebut diantaranya adalah tidak terjadi *multikolinieritas*, *heterokedastisitas* dan *autokorelasi*

Asumsi yang pertama adalah *multikolinieritas* yang berarti antar variabel independen yang terdapat dalam model memiliki hubungan yang sempurna atau mendekati sempurna (koefisien korelasinya tinggi atau bahkan 1). Akibat adanya *multikolinieritas* ini maka sulit untuk memisahkan pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap terhadap variabel tidak bebasnya. Adanya *multikolinieritas* menyebabkan standar deviasi untuk masing-masing koefisien

regresi akan sangat besar sehingga akan membuat bias pengaruh signifikansi variabel bebas.

Metode yang digunakan untuk menguji ada tidaknya *multikolinieritas* dapat dilihat dari *variance inflation factor* atau VIF. Batas VIF adalah 10 jika nilai VIF lebih besar dari 10 maka disimpulkan terjadi *multikolinieritas*

Penyimpangan asumsi klasik yang kedua adalah adanya *heterokedastisitas*, artinya varians variabel dalam model tidak sama (konstan). Konsekuensi adanya *heterokedastisitas* dalam model regresi adalah penaksir (estimator) yang diperoleh tidak efisien, baik dalam sampel kecil maupun besar, walaupun penaksir yang diperoleh menggambarkan populasinya (tidak bias) dan bertambahnya sampel yang digunakan akan mendekati nilai sebenarnya (konsisten). Ini disebabkan oleh variansnya yang tidak minimum (tidak efisien). Diagnosis adanya *Heterokedastisitas* secara kuantitatif dalam suatu regresi dapat dilakukan dengan melakukan uji Glesjer (*Glesjer Test*). Uji Glesjer dilakukan dengan membuat model regresi yang melibatkan nilai absolut residual ($|e|$), sebagai variabel dependen terhadap semua variabel independen. Jika semua variabel independen signifikan secara statistik, maka dalam model terdapat *heterokedastisitas*.

Uji asumsi klasik yang ketiga adalah *Autokorelasi* yang dapat diartikan sebagai korelasi yang terjadi diantara data-data pengamatan yang terletak berderetan secara *time series* dalam bentuk waktu atau korelasi antar tempat yang berdekatan bila datanya *cross section*. Atau bisa juga dikatakan bahwa

autokorelasi terjadi diakibatkan kondisi munculnya suatu data dipengaruhi oleh data sebelumnya.

Jika asumsi tidak terjadi *autokorelasi* ini tidak terpenuhi maka hasil pengujian menjadi bias. *Autokorelasi* yang serius akan mengakibatkan uji t tidak berlaku lagi. Jika uji t tetap dilakukan akan membawa ke arah kesimpulan yang salah. Untuk mendeteksi adanya *autokorelasi* digunakan uji Durbin-Watson (Uji D_w). Bila hasil uji Durbin-Watson mempunyai nilai antara 1,66-2,34 dapat dikatakan tidak terjadi *autokorelasi*.

BAB IV

ANALISA DATA

Analisis dalam penelitian ini akan dilakukan untuk mengetahui apakah terjadi fenomena *underpricing* pada penawaran perdana di pasar modal Indonesia. Dan, apakah faktor profitabilitas dan faktor *financial leverage* berpengaruh terhadap harga saham pada penawaran penawaran perdana (IPO).

Seperti yang telah dijelaskan pada bab III, secara umum periode amatan dalam penelitian ini yaitu tahun 1998 sampai dengan tahun 2002. Data yang digunakan adalah data sekunder, yang berupa laporan keuangan publikasi 1 tahun sebelum listing, dari perusahaan-perusahaan yang melakukan *Initial Public Offerings* (IPO), harga perdana dan harga penutupan hari pertama perdagangan.

Pada tahun 1998 sampai dengan tahun 2002 terdapat 64 perusahaan yang listing di BEJ. Namun, dari populasi tersebut hanya 53 perusahaan yang datanya memenuhi kriteria dan dapat diolah untuk penelitian ini. Dalam penelitian ini difokuskan pada faktor-faktor berupa variabel-variabel profitabilitas (ROE) dan leverage finansial (debt ratio) periode 1998-2002.

4.1. Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum melakukan pengolahan data dengan menggunakan *multiple regression*, ada beberapa syarat yang harus dipenuhi agar data yang ada layak untuk digunakan dalam penelitian. Syarat tersebut berupa terpenuhinya asumsi klasik, berikut hasil pengujiannya:

4.1.1. Pengujian Asumsi Multikolinieritas

Ada tidaknya multikolinieritas dapat dideteksi dengan melihat pada statistik *Tolerance* dan VIF (*Variance Inflation Factor*). Sebagai aturan kasar nilai VIF masing-masing variabel bebas tidak boleh lebih besar dan nilai VIF masing-masing variabel bebas tidak boleh lebih besar dari 10 dan nilai *tolerance* mendekati 1 (Santoso, 2000: 206) atau *tolerance* tidak boleh lebih kecil dari 0,1 (Gujarati, 1995: 339)

TABEL 4.1
HASIL PENGUJIAN MULTIKOLINIERITAS

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	ROE	,841	1,188
	Debt Ratio	,841	1,188

a. Dependent Variable: Underpricing

Berdasarkan hasil pengujian multikolinieritas sebagaimana disajikan pada tabel 4.1 diatas, menunjukkan bahwa tidak ada nilai VIF yang lebih besar dari 10 dan *tolerance* yang mendekati 1, berarti tidak ada masalah multikolinieritas antar variabel bebas. Jadi asumsi tidak adanya multikolinieritas terpenuhi.

4.1.2. Pengujian Asumsi Heterokedastisitas

Pengujian ada tidaknya heterokedastisitas dilakukan dengan teknik *Glesjer Test*, yaitu dengan meregresikan nilai absolut residual pada tiap-tiap variabel independen. Asumsi tidak adanya heterokedastisitas terpenuhi bila koefisien regresi masing-masing variabel bebas tidak signifikan, jadi probabilitas atau *sign.* Pada output SPSS lebih besar dari $\alpha = 0,05$ (Gujarati, 1995: 373-372).

TABEL 4.2

HASIL PENGUJIAN HETEROKEDASTISITAS

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.002	1	.002	.005	.946 ^b
	Residual	23.873	51	.468		
	Total	23.875	52			

^a Predictors: (Constant), ROE

^b Dependent Variable: ABSRES

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.656	.094		6.977	.000
	ROE	6.168E-05	.001	.010	.069	.946

^a Dependent Variable: ABSRES

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.652	.104		6.277	.000
	DR	.004	.035	.015	.104	.918

^a Dependent Variable: ABSRES

Berdasarkan hasil pengujian heterokedastisitas pada tabel 4.2 di atas, menunjukkan bahwa asumsi tidak adanya heterokedastisitas terpenuhi. Ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi pada semua koefisien regresi lebih besar dari 0,05.

4.1.3. Pengujian Asumsi Autokorelasi

Pengujian ada tidaknya autokorelasi dilakukan dengan statistik Durbin-Watson (DW). Kriteria yang digunakan adalah DW harus diantara 1,66 – 2,34 agar asumsi tidak adanya autokorelasi terpenuhi.

TABEL 4.3

HASIL PENGUJIAN DURBIN – WATSON (DW)

Model Summary ^b

Model	Durbin-Watson
1	1,777 ^a

a. Predictors: (Constant), Debt Ratio, ROE

b. Dependent Variable: Underpricing

Dari hasil estimasi model regresi diperoleh nilai DW = 1,777. Nilai ini terletak diantara 1,66 – 2,34. Oleh karenanya dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi. Jadi asumsi tidak adanya autokorelasi terpenuhi.

Dengan terpenuhinya persyaratan asumsi klasik di atas, maka penggunaan analisis regresi linier berganda dapat diandalkan sebagai dasar dalam pengujian hipotesis penelitian yang diuraikan berikut ini.

4.2. Underpricing Pada Penawaran Perdana

Untuk menguji hipotesis pertama digunakan uji t satu sampel (*one sample t-test*). Kriteria yang digunakan adalah tolak H_0 bila nilai signifikansi t yang diperoleh atau $\text{sig.}(2\text{-tailed})$ pada SPSS lebih kecil dari taraf signifikansi yang ditetapkan yaitu $\alpha = 0,05$.

TABEL 4.4

HASIL ANALISIS DENGAN MENGGUNAKAN COMPARED MEANS ONE SAMPLE t - test

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
UDP	6,059	52	,000	.8532	.5706	1.1358

Dari hasil analisis one sample t-test diperoleh nilai mean UDP sebesar 0,8532. Uji signifikansi nilai ini apakah berbeda dari nol diperoleh $t_{hitung} = 6,059$ dan $\text{sig.}(2\text{-tailed}) = 0,000$. karena nilai signifikansi lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ berarti tolak H_0 . Jadi rata-rata *initial return* berbeda signifikan dari nol sehingga dapat disimpulkan bahwa terjadi *underpricing* pada penawaran perdana di Bursa Efek Jakarta periode tahun 1998 – 2002. Hasil yang didapat mendukung temuan yang dikemukakan oleh beberapa peneliti seperti Ernyan dan Husnan (2002), Hanafi (1997), Imam Ghozali dan Mudrik Al Mansur (2002).

4.3. Pengujian Koefisien regresi Secara Parsial

Pengujian koefisien regresi terhadap hipotesa alternatif (H_{a2} -- H_{a3}) secara parsial ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh dari setiap variabel independen (*ROE dan Debt Ratio*) secara individu terhadap tingkat *underpricing*. Pengujian signifikansi koefisien regresi parsial masing-masing variabel independen secara individual menggunakan t-statistik. Kriteria yang digunakan adalah tolak H_0 bila t_{hitung} lebih besar (dalam harga mutlak) dari t_{tabel} . Dengan $df = N - K - 1 = 53 - 2 - 1 = 50$ dan taraf signifikansi $\alpha = 0,05$ diperoleh $t_{tabel} = 2,009$ (uji dua sisi).

Tabel 4.5

HASIL ANALISIS LINIER BERGANDA

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,914	,150		6,074	,000
	ROE	-3,96E-03	,001	-,408	-2,861	,006
	Debt Ratio	-3,46E-02	,054	-,091	-,636	,528

a. Dependent Variable: UDP

Dengan melihat hasil pengolahan data dengan uji t dari tabel 4.5 di atas dapat dilihat pengaruh dari masing-masing variabel independen ROE dan *debt ratio* terhadap tingkat *underpricing*.

4.3.1 Profitabilitas perusahaan (return on equity)

Dari hasil analisis regresi linier berganda pada tabel 4.5 di atas, diperoleh koefisien regresi untuk variabel profitabilitas (ROE) sebesar 3,96E-03 dan bertanda negatif. Hasil uji signifikansi terhadap nilai koefisien ini dengan t

statistik diperoleh $t_{hitung} = 2,861$ ini berarti $t_{hitung} > t_{tabel}$. Sedangkan berdasarkan angka probabilitas koefisien regresi diperoleh probabilitas 0,006 atau lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05 sehingga disimpulkan untuk menolak hipotesa nol (H_0). Hasil ini menunjukkan bahwa faktor *return on equity* berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Berdasarkan tanda dan uji signifikansi koefisien regresi yang bertanda negatif, dapat dilihat bahwa profitabilitas (ROE) mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. ROE akan meningkatkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan investasi untuk menghasilkan laba. Laba yang tinggi mengindikasikan kemakmuran yang akan didapatkan oleh pemodal, sehingga mengurangi ketidakpastian (*ex-ante uncertainty*) nilai perusahaan (Beatty and Ritter, 1986) dalam Daljono (2000), (Tinic, 1988) dalam Rodoni (2002), akibatnya tingkat *underpricing* akan turun, dan sebaliknya. Ini berarti semakin tinggi profitabilitas (ROE) perusahaan, maka semakin rendah tingkat *underpricing*, dan sebaliknya semakin rendah profitabilitas (ROE) perusahaan, maka semakin tinggi tingkat *underpricing*. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Kim et al (1993) yang menemukan pengaruh signifikan profitabilitas terhadap harga saham di pasar modal Korea dan Imam Ghozali dan Mudrik Al mansur (2002) yang menemukan adanya pengaruh signifikan profitabilitas terhadap harga saham.

4.3.2 Leverage Finansial (*debt ratio*)

Dari hasil analisis pada tabel 4.5 di atas, diperoleh koefisien regresi untuk variabel *financial leverage (Debt ratio)* sebesar 3,46E-02 dan bertanda negatif. Hasil uji signifikansi terhadap nilai koefisien ini dengan t statistik diperoleh $t_{hitung} = 0,636$ ini berarti $t_{hitung} < t_{tabel}$. Sedangkan untuk probabilitas koefisien regresi, diperoleh probabilitas 0,528 atau lebih besar dari taraf signifikansi 0,05. Sehingga disimpulkan untuk menerima hipotesa nol (H_0). Jadi tidak terdapat pengaruh yang signifikan *financial leverage* terhadap tingkat *underpricing*. Walaupun begitu, berdasarkan uji signifikansi koefisien regresi yang bertanda negatif, dapat disimpulkan bahwa hipotesa adanya pengaruh negatif leverage finansial terhadap tingkat *underpricing*, terdukung.

Tidak adanya hubungan antara *financial leverage (debt ratio)* terhadap tingkat *underpricing* tersebut kemungkinan disebabkan karena para investor kurang memperhatikan terhadap struktur modal perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO. Mereka lebih tertarik pada sejumlah laba yang akan didapatkan di masa depan dari pada memperhatikan bagaimana utang itu dipergunakan.

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Jenice et al (1995) dalam Ghazali dan Al mansur (2002) yang menemukan bahwa variabel *financial leverage* berpengaruh terhadap tingkat *underpriced* harga saham pada saat IPO di pasar modal Australia. Penelitian ini juga menemukan hasil yang berbeda dengan Kim et al (1993), Daljono (2000) dan Imam Ghazali dan Mudrik Al-Mansur (2002).

4.4. Pengujian Koefisien Regresi Secara Simultan

Pengaruh secara simultan dimaksudkan untuk mengetahui apakah semua variabel independen yang digunakan dalam model regresi secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen.

Untuk mengetahui signifikansi pengaruh variabel independen secara serempak, yang juga merupakan pengujian koefisien determinasi (R^2) dilakukan dengan F statistik, yaitu dengan membandingkan F_{hitung} dengan F_{tabel} . Kriteria yang digunakan adalah tolak H_0 bila $F_{hitung} > F_{tabel}$. Dengan $df_1 = 2$ dan $df_2 = 50$, $\alpha = 0,05$ diperoleh $F_{tabel} = 3,183$.

Berikut tabel hasil pengolahan dengan SPSS 11.0

TABEL 4.6

HASIL ANALISIS LINIER BERGANDA UJI F

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,381 ^a	,145	,111	,96667

a. Predictors: (Constant), Debt Ratio, ROE

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7,932	2	3,966	4,244	,020 ^a
	Residual	46,722	50	,934		
	Total	54,655	52			

a. Predictors: (Constant), Debt Ratio, ROE

b. Dependent Variable: UDP

Dalam analisis pada tabel 4.5 di atas ditemukan pula koefisien determinasi (R^2) = 0,145 yang berarti bahwa sekitar 14,5 % perubahan-perubahan atau variasi pada underpricing mampu dijelaskan oleh kedua variabel prediktor profitabilitas

dan *financial leverage*. Hasil pengujian signifikansi dengan F statistik diperoleh $F_{hitung} = 4,244$. Ini berarti F_{hitung} lebih besar dari F_{tabel} . Berdasarkan angka probabilitas koefisien regresi, diperoleh probabilitas 0,020 atau lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05. Sehingga dapat disimpulkan menolak hipotesa nol (H_0). Jadi secara bersama sama, kedua variabel merupakan prediktor yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa terdapat variabel independen yang memberikan kontribusi terhadap tingkat *underpricing*.

BAB V

KESIMPULAN

5.1. Kesimpulan

Fenomena *underpricing* yang terjadi pada harga saham pada penawaran perdana merupakan kondisi umum yang banyak terjadi di berbagai pasar modal dan dipengaruhi oleh banyak faktor (Kim et al, 1993; Ghozali dan Al Mansur, 2002; Rodoni, 2002; Ernyan dan Husnan, 2002).

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui fenomena *underpricing* dan mengidentifikasi pengaruh profitabilitas dan *financial leverage* terhadap *underpricing* harga saham perdana dari perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran perdana di pasar modal Indonesia, khususnya Bursa Efek Jakarta periode 1998 – 2002.

Dari hasil pengujian terhadap 53 perusahaan yang terpilih, diperoleh hasil sebagai berikut :

1. Terdapat *underpricing* harga saham pada penawaran perdana di pasar modal Indonesia. Hal ini dibuktikan dengan adanya rata-rata *initial return* positif sebesar 0,85% yang signifikan pada saham perdana emiten pada waktu pertama kali perdagangan hari pertama di pasar sekunder (Bursa Efek Jakarta).
2. Dari hasil pengujian secara parsial diperoleh kesimpulan sebagai berikut:
 - a. Pengujian yang dilakukan terhadap variabel profitabilitas (*Return on equity*) menunjukkan hasil yang signifikan. Dengan demikian

penelitian ini berhasil menunjukkan adanya pengaruh negatif yang signifikan antara profitabilitas (ROE) dengan tingkat *underpricing* harga saham pada penawaran perdana. Koefisien regresi menunjukkan hubungan yang negatif antara profitabilitas dengan tingkat *underpricing*. Ini berarti, semakin besar profitabilitas semakin rendah tingkat *underpricing*.

b. Penelitian ini tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan antara leverage finansial terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini berarti di pasar modal Indonesia, khususnya Bursa Efek Jakarta, terutama pada periode tahun 1998 – 2002, faktor leverage finansial tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

3. Dari hasil pengujian secara simultan diperoleh bukti bahwa secara serentak (bersama-sama) kedua faktor yaitu profitabilitas (ROE) dan *financial leverage (Debt ratio)* berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* harga saham pada penawaran perdana. Dari koefisien determinasi yang dihasilkan menunjukkan bahwa kedua faktor tersebut hanya dapat menjelaskan tingkat *underpricing* sebesar 14,5 %, selebihnya dipengaruhi oleh variabel-variabel lain.

Menurut penelitian dijelaskan bahwa *underpricing* dapat terjadi karena adanya informasi yang asimetri pada pihak-pihak yang berpartisipasi di pasar modal tentang ketidakpastian harga saham emiten dan karena adanya perbedaan kepentingan dan *return* yang diinginkan oleh investor. Besar kecilnya

underpricing tergantung dari ketidakpastian harga pasar di masa yang akan datang. Semakin tinggi ketidakpastian akan menyebabkan tingginya biaya untuk memberikan informasi dan mencari informasi. Kondisi ini dikompensasikan dalam bentuk *underpricing*. Sehingga, semakin tinggi ketidakpastian maka semakin tinggi tingkat *underpricing* yang diinginkan investor, yang berarti kurang menguntungkan bagi emiten.

Hasil penelitian di atas menunjukkan bahwa fenomena *underpricing* di pasar modal Indonesia khususnya Bursa Efek Jakarta pada periode 1998 – 2002 lebih disebabkan karena besarnya profitabilitas daripada penggunaan leverage finansial. Pada dasarnya profitabilitas mengindikasikan tingkat kemakmuran (*wealth*) yang akan didapatkan oleh pemegang saham. Sehingga, apabila perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang rendah, maka *return* yang akan didapatkan oleh pemegang saham sedikit. Oleh karena itu, sebagai bentuk kompensasinya adalah dengan adanya *underpricing*.

5.2. Saran

Dari kesimpulan di atas maka diajukan saran sebagai berikut:

1. Hasil penelitian ini memberikan tambahan bukti empiris bahwa terdapat hubungan antara profitabilitas dengan harga saham. Oleh karena itu bagi perusahaan yang akan melakukan *Initial Public Offerings* (IPO), hendaknya memperhatikan bahwa faktor tingkat profitabilitas mempunyai peranan yang penting dalam penentuan harga perdana pada saat perusahaan melakukan IPO.

2. Penelitian ini tidak menemukan adanya pengaruh yang signifikan antara *financial leverage* terhadap harga saham. Pada periode yang diteliti ini yaitu tahun 1998 – 2002, kemungkinan para calon investor dan pihak pihak terkait lainnya kurang memperhatikan struktur modal perusahaan, namun perlu diingat bahwa penggunaan *leverage* dalam suatu struktur modal perusahaan mempunyai implikasi yang besar terhadap *return* dan risiko yang akan di dapatkan di kemudian hari.
3. Karena penelitian ini menerapkan metode yang dipergunakan Alli et al. (1994) maka dipergunakan *initial return* sebagai ukuran *underpricing*. Salah satu ukuran lain yang sering dipergunakan adalah *abnormal return*. Dengan demikian penggunaan *abnormal return* mungkin dapat memperjelas uji hipotesis.
4. Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini hanya merupakan variabel keuangan (*profitabilitas* dan *leverage finansial*) tanpa menyertakan variabel nonkeuangan yang lainnya, mungkin lebih baik lagi jika penelitian selanjutnya menyertakan variabel-variabel lain yang dianggap berpengaruh terhadap harga saham seperti kondisi pasar sewaktu melakukan penawaran perdana, reputasi auditor, ukuran perusahaan maupun variabel-variabel lain yang diduga berpengaruh.
5. Kebanyakan penelitian di Indonesia berkaitan dengan fenomena *underpricing*, dilakukan terhadap fenomena yang terjadi di Bursa Efek Jakarta. Saran bagi penelitian selanjutnya, bagaimana jika dilakukan di

Bursa Efek Surabaya, apakah hasil yang didapat dapat mendukung temuan-temuan sebelumnya.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini masih jauh dari sempurna, oleh karena itu terbuka kemungkinan untuk melakukan penelitian ulang. Penelitian ini mempunyai keterbatasan-keterbatasan sebagai berikut:

1. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini terbatas pada tahun 1998 – 2002, sehingga hasil penelitian yang didapat hanya mengindikasikan kejadian pada periode tersebut yaitu selama lima tahun.
2. Penelitian yang dilakukan lebih memperhatikan pengaruh faktor-faktor yang bersifat internal, sedangkan suatu peristiwa selalu dipengaruhi bukan hanya faktor internal tetapi juga eksternal. Oleh karenanya, pengaruh variabel yang disertakan dalam penelitian ini hanya merupakan sebagian kecil dari variabel-variabel lain yang berpengaruh.
3. Peneliti tidak menguji variabel-variabel nonkeuangan. Oleh karena keterbatasan itu, menyebabkan temuan penelitian perlu pengkajian yang lebih seksama di masa mendatang dengan mengurangi atau menghilangkan segala keterbatasannya.