

STUDI EMPIRIS TINGKAT UNDERPRICING PADA INITIAL PUBLIC OFFERING

Fanny Rastiti
Daniel Sugama Stephanus

Universitas Ma Chung, Vila Puncak Tidar N-01 Malang, 65151
Surel: 121210012@student.machung.ac.id

<http://dx.doi.org/DOI: 10.18202/jamal.2015.12.6039>



**Jurnal Akuntansi Multiparadigma
JAMAL**
Volume 6
Nomor 3
Halaman 341-511
Malang, Desember 2015
ISSN 2086-7603
e-ISSN 2089-5879

Tanggal Masuk:
23 November 2015
Tanggal Revisi:
15 Desember 2015
Tanggal Diterima:
31 Desember 2015

Abstrak: Studi Empiris Tingkat Underpricing pada Initial Public Offering. Kegiatan *Initial Public Offering* (IPO), *underpricing* masih sering terjadi. Hal ini dikarenakan adanya informasi asimetris antara emiten dengan *underwriter*. Penelitian ini bertujuan menganalisis faktor akuntansi dan faktor non akuntansi yang memengaruhi tingkat *underpricing*. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan analisis regresi. Data dalam penelitian adalah perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2010 – 2014. Faktor akuntansi meliputi ROA, DER, CR, dan SIZE. Faktor non akuntansi meliputi OFFER, AGE, reputasi auditor, dan reputasi *underwriter*. Hasil menunjukkan hanya reputasi *underwriter* yang memengaruhi tingkat *underpricing*. Hal ini mengindikasikan bahwa reputasi *underwriter* sangat penting bagi perusahaan dalam melakukan IPO untuk mengurangi tingkat *underpricing*.

Abstract: Empirical Study of Underpricing Rate on Initial Public Offering. At *Initial Public Offering* (IPO), *underpricing* still happened. This is due to asymmetric information between firms and underwriters. This research to analyze accounting factors and non-accounting factors which affect the level of *underpricing*. This research is quantitative research with regression analysis. The data of this research are companies which did an IPO in 2010 – 2014. Accounting factors are ROA, DER, CR, and SIZE. Non-accounting factors are OFFER, AGE, auditor's reputation, and underwriter's reputation. Results showed that only underwriter's reputation affects *underpricing*. This indicates that underwriter's reputation is very important for firms to reduce *underpricing* in an IPO.

Kata kunci: Informasi Asimetris, *Initial Public Offering*, *Underpricing*, faktor akuntansi, faktor non akuntansi

Perusahaan dalam menghadapi dunia perekonomian, memerlukan ekspansi dalam kegiatan usahanya. Dalam kegiatan ekspansi, diperlukan dana yang cukup banyak untuk memperluas usahanya. Sumber dana dapat berasal dari internal (seperti saldo laba) dan eksternal (seperti saham) perusahaan. *Pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan cenderung memilih pendanaan dari internal perusahaan dibandingkan pendanaan dari luar perusahaan (Myers 1984). Namun, dengan semakin luasnya skala bisnis perusahaan mengakibatkan sumber pembiayaan internal tidak mencukupi sehingga perusahaan dituntut untuk mencari sumber pembiayaan lain selain dari internal perusahaan yaitu dana dari eksternal perusahaan

(seperti saham). Dana yang didapatkan perusahaan melalui penjualan saham merupakan hasil perdagangan saham-saham perusahaan yang dilakukan di pasar perdana. Pada pasar perdana inilah perusahaan melakukan kegiatan penjualan sekuritas (saham) yang sering disebut dengan istilah *Initial Public Offering* (IPO) (Tandelilin 2010). Dalam melakukan IPO, perusahaan harus menerbitkan prospektus yang berisikan informasi mengenai perusahaan lebih detail. Prospektus ini dapat memberikan informasi bagi para calon investor dan dapat menarik investor untuk membeli saham yang diterbitkan oleh perusahaan (emiten) (Tandelilin 2010). Aisyah (2009), menyatakan bahwa informasi akuntansi, informasi non akuntansi

bahkan informasi non ekonomi dibutuhkan oleh investor dalam membuat keputusan investasi di pasar modal.

Dalam proses IPO, emiten melakukan kesepakatan harga penawaran saham dengan pihak penjamin emisi (*underwriter*). Dalam perundingan yang dilakukan, muncul informasi asimetris antara emiten dengan *underwriter*. Informasi dan pengetahuan mengenai pasar modal, *underwriter* lebih memahami dibandingkan emiten. *Underwriter* dengan penawaran *full commitment* cenderung menekan harga saham agar *underwriter* tidak harus membeli sisa saham yang tidak terjual. Oleh karena itu, harga saham di pasar sekunder akan cenderung lebih tinggi dibandingkan di pasar perdana yang sering disebut dengan *underpricing* (Aisyah 2009). Kondisi *underpricing* dapat merugikan perusahaan yang melakukan *go public*, karena dana yang diperoleh dari publik tidak maksimum. Hal ini dapat ditunjukkan pada harga saham di pasar perdana lebih rendah dibandingkan harga saham di pasar sekunder di mana ada kesalahan dan ketidaktepatan dalam penentuan harga penawaran saham. Investor akan menerima *abnormal return* dari kondisi *underpricing*. Para pemilik perusahaan menginginkan minimalisasi situasi *underpricing*, karena terjadinya *underpricing* akan menyebabkan transfer kemakmuran dari pemilik kepada para investor. Ada dua faktor penyebab terjadinya *underpricing*, yaitu faktor akuntansi dan faktor non akuntansi. Faktor akuntansi adalah *Return on Asset*, *Debt to Equity Ratio*, *Current Ratio*, dan ukuran perusahaan. Sedangkan faktor non akuntansi adalah persentase penawaran saham, umur perusahaan, reputasi auditor, dan reputasi *underwriter*.

Variabel *Return on Asset* menggambarkan sejauh mana kemampuan aset-aset yang dimiliki perusahaan bisa menghasilkan laba (Tandelilin 2010). Penelitian Yasa (2008), Suyatmin dan Sujadi (2006), serta Wulandari (2011) menyatakan bahwa *Return on Asset* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* sedangkan Wahyusari (2013) menghasilkan *Return on Asset* tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Variabel *Debt to Equity Ratio* menggambarkan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajibannya dengan ekuitasnya (Kusuma 2001). Penelitian Aini (2009), Ariawati (2005), dan Wulandari (2011) mengatakan bahwa *Debt to Equity Ratio* berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing* sedangkan

Suyatmin dan Sujadi (2006) mengatakan *Debt to Equity Ratio* tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Variabel *Current Ratio* menggambarkan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya melalui aset lancarnya (Indriyanti *et al.* 2013). Penelitian Suyatmin dan Sujadi (2006) mengatakan bahwa *Current Ratio* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* sedangkan Prasetya (2011) menghasilkan tidak adanya pengaruh *Current Ratio* terhadap *underpricing*. Variabel ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya perusahaan di mana semakin besar perusahaan maka informasi yang ada lebih banyak dan lengkap dibandingkan perusahaan kecil (Misnen 2004). Penelitian Aini (2009) dan Yasa (2008) mengatakan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *underpricing* sedangkan Wulandari (2011) menyatakan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*.

Variabel persentase penawaran saham menunjukkan berapa lembar saham yang diterbitkan dibandingkan jumlah saham yang beredar (Darmadji dan Fakhruddin 2010). Penelitian Prasetya (2011) menyatakan persentase penawaran saham memiliki pengaruh terhadap *underpricing* sedangkan Handayani (2008) menyatakan persentase penawaran saham tidak memiliki pengaruh terhadap *underpricing*. Variabel umur perusahaan menunjukkan umur perusahaan dari berdiri hingga IPO di mana semakin lama perusahaan maka semakin banyak informasi historis perusahaan (Suyatmin dan Sujadi 2006). Penelitian Suyatmin dan Sujadi (2006) menyatakan bahwa umur perusahaan berpengaruh positif terhadap *underpricing* sedangkan Yasa (2008) menyatakan bahwa umur perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Variabel reputasi auditor maupun reputasi *underwriter* menjadi pertimbangan sendiri bagi investor untuk membeli saham pada suatu perusahaan. Penggunaan jasa auditor dan *underwriter* yang bereputasi baik, memberikan sinyal kepada investor (Rizqi dan Harto 2013). Penelitian Suyatmin dan Sujadi (2006) menyatakan reputasi auditor berpengaruh terhadap *underpricing* dan reputasi *underwriter* berpengaruh positif terhadap *underpricing* namun Yasa (2008) menghasilkan reputasi auditor tidak berpengaruh terhadap *underpricing* dan Aini (2009) menyatakan reputasi *underwriter* berpengaruh negatif signifikan terhadap *underpricing*.

Berdasarkan pada *research GAP* di atas, peneliti bertujuan menganalisis faktor akuntansi dan faktor non akuntansi yang memengaruhi tingkat *underpricing* saat *Initial Public Offering* (IPO) pada tahun 2010 – 2014. Penelitian ini melihat pengaruh *Return on Asset*, *Debt to Equity Ratio*, *Current Ratio*, ukuran perusahaan, persentase penawaran saham, umur perusahaan, reputasi auditor, dan reputasi *underwriter* terhadap tingkat *underpricing*.

METODE

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Pendekatan penelitian yang digunakan adalah *hypothesis testing*. Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2010 – 2014. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* yaitu dengan ketentuan (1) perusahaan melakukan *Initial Public Offering* (IPO) dan *listing* di BEI pada tahun penelitian (2) tanggal *listing* tersedia di BEI beserta harga penawaran perdana (3) data harga penutupan tersedia (*closing price*) (4) tersedia data laporan keuangan dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) (5) perusahaan tersebut mengalami *underpricing* dan tidak mengalami *overpricing* (6) perusahaan tidak termasuk dalam kelompok perusahaan perbankan, lembaga keuangan dan sejenisnya (7) laporan keuangan tidak menggunakan mata uang asing.

Jenis data dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. Sumber data yang digunakan adalah data sekunder seperti *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), prospektus perusahaan, media massa (publikasi lain yang membantu penelitian), serta laporan keuangan yang diperoleh melalui Galeri Investasi BEI Universitas Ma Chung Malang. Teknik pengumpulan data adalah dokumentasi terhadap perusahaan IPO di BEI. Langkah-langkah analisis data adalah sebagai berikut.

Menghitung tingkat *underpricing* menggunakan proksi *Initial Return* (IR).

$$IR = \frac{Pt_1 - Pt_0}{Pt_0} \times 100\%$$

Keterangan:

IR : *Initial Return*

Pt₀ : harga penawaran perdana (*offering price*)

Pt₁ : harga penutupan (*closing price*) pada hari pertama perusahaan IPO

Berikut adalah rumus perhitungan variabel akuntansi yang terdiri dari *Return On Asset* (ROA), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Current Ratio* (CR), dan ukuran perusahaan (SIZE) yang digunakan.

$$ROA = \frac{EBIT}{Total Asset} \times 100\%$$

$$DER = \frac{Total Debt}{Total Shareholder equity} \times 100\%$$

$$CR = \frac{Current Asset}{Current Liabilities}$$

$$Ukuran Perusahaan = Ln.Total Asset$$

Berikut ini merupakan rumus dalam menghitung variabel non akuntansi yang terdiri dari persentase penawaran saham (OFFER), umur perusahaan (AGE), reputasi auditor, dan reputasi *underwriter*:

$$OFFER = \frac{Jumlah\ saham\ yang\ ditawarkan\ ke\ publik}{Jumlah\ saham\ beredar} \times 100\%$$

$$Umur\ perusahaan = Tahun\ IPO - Tahun\ berdiri\ perusahaan$$

Reputasi auditor dan reputasi *underwriter* dalam penelitian ini menggunakan variabel *dummy*. Reputasi auditor yang termasuk dalam kategori *big four* dikategorikan *prestigious* (1) dan sebaliknya di luar kategori *big four* maka dikategorikan *non-prestigious* (0). Sedangkan reputasi *underwriter* yang termasuk dalam kategori *top 10* dalam *20 most active brokerage house monthly in total value IDX* dikategorikan *prestigious* (1) dan sebaliknya di luar kategori *top 10* dalam *20 most active brokerage house monthly in total value IDX* maka dikategorikan *non-prestigious* (0).

Model regresi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + e$$

Keterangan:

a : Konstanta

Y : *Initial Return* (IR)

X₁ : *Return On Asset* (ROA)

X₂ : *Debt to Equity Ratio* (DER)

X₃ : *Current Ratio* (CR)

X₄ : Ukuran Perusahaan (SIZE)

X₅ : Persentase Penawaran Saham (OFFER)

X₆ : Umur Perusahaan (AGE)

X₇ : Reputasi Auditor

X₈ : Reputasi *Underwriter*

e : *error term* atau kesalahan pengganggu

HASIL

Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 67 perusahaan publik (dapat dilihat pada Tabel 1). Total perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) pada tahun 2010 – 2014 sebanyak 123 perusahaan publik. Dari jumlah tersebut, sebanyak 6 perusahaan yang tidak memenuhi persyaratan kelengkapan data, 25 perusahaan yang mengalami *overpricing*, 20 perusahaan yang termasuk dalam kelompok perusahaan perbankan, lembaga keuangan dan sejenisnya, serta 6 perusahaan yang menggunakan mata uang asing dalam laporan keuangan yang disajikan.

Penelitian ini menggunakan uji regresi linear berganda. Dalam uji regresi, diperlukan uji asumsi klasik agar memberikan hasil yang representatif dan model regresi tidak menjadi bias atau BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*) (Gujarati 2006). Uji asumsi klasik yang pertama adalah uji normalitas. Uji normalitas digunakan untuk melihat apakah model regresi baik variabel independen maupun variabel dependennya memiliki distribusi data yang normal (Ghozali 2011). Berikut merupakan hasil uji normalitas.

Hasil uji normalitas pada Tabel 2 menunjukkan variabel SIZE dan OFFER terdistribusi normal dengan nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* > 0,05. Sedangkan ROA, DER, CR,

AGE, dan *Initial Return* tidak terdistribusi normal karena nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* < 0,05. Langkah menormalkan data dengan cara transformasi data menggunakan Logaritma 10 (*log10*) pada variabel penelitian yang datanya tidak terdistribusi normal.

Hasil uji normalitas setelah dilakukan *log10* pada variabel ROA, DER, CR, SIZE, OFFER, AGE, dan *Initial Return* sudah terdistribusi normal dengan nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* > 0,05.

Pada Gambar 1, terlihat grafik pengujian menggunakan *Normality P-Plot* menunjukkan data menyebar di sekitar garis diagonal. Hal ini mengindikasikan bahwa model regresi memenuhi asumsi normalitas. Terbukti bahwa setelah data dilakukan *log10* untuk beberapa variabel yang tidak terdistribusi normal dan hasilnya data sudah terdistribusi normal.

Uji asumsi klasik selanjutnya adalah uji multikolinearitas. Uji ini dilakukan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen (Ghozali 2011). Berikut merupakan hasil dari uji multikolinearitas dengan melihat nilai *Tolerance* dan VIF nya.

Hasil uji multikolinearitas pada Tabel 4 variabel SIZE, OFFER, reputasi *underwriter*, reputasi auditor, ROA, DER, CR, dan AGE menunjukkan nilai *tolerance* mendekati 1.

Tabel 1. Daftar Kode Saham Perusahaan IPO pada Tahun 2010 hingga 2014

No.	Kode Saham	No.	Kode Saham	No.	Kode Saham	No.	Kode Saham	No.	Kode Saham
1	EMTK	15	MIDI	29	ESSA	43	ASSA	57	IMJS
2	PTPP	16	BRMS	30	BEST	44	WIIM	58	SSMS
3	BIPI	17	MFMI	31	TRIS	45	WSKT	59	SIDO
4	GOLD	18	MBSS	32	KOBX	46	HOTL	60	WTON
5	SKYB	19	SRAJ	33	TOBA	47	SAME	61	BLTZ
6	GREN	20	BULL	34	MSKY	48	DYAN	62	MDIA
7	IPOL	21	ALDO	35	ALTO	49	SRIL	63	LINK
8	BUVA	22	STAR	36	GLOB	50	ACST	64	CINT
9	BRAU	23	SUPR	37	GAMA	51	NRCA	65	TARA
10	HRUM	24	ARII	38	IBST	52	SMBR	66	BIRD
11	TBIG	25	GEMS	39	NIRO	53	MLPT	67	GOLL
12	KRAS	26	ABMM	40	PALM	54	SILO		
13	APLN	27	BAJA	41	NELY	55	APII		
14	BORN	28	TELE	42	TAXI	56	KRAH		

Sumber: www.idx.com (2015)

Tabel 2. Hasil Uji Normalitas sebelum di log10

	ROA	DER	CR	SIZE	OFFER	AGE	Initial Return
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,032	0,000	0,000	0,639	0,395	0,031	0,000

Nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) pada ke-delapan variabel tersebut < 10 (VIF < 10). Dapat dikatakan tidak adanya korelasi antar variabel dependen yaitu tidak terjadi multikolinearitas.

Uji asumsi klasik yang selanjutnya adalah uji heteroskedastisitas. Uji ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi atau terdapat ketidaksamaan varians dari residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Sugiyono 2010). Tabel 5 menunjukkan hasil uji heteroskedastisitas pada variabel SIZE, OFFER, reputasi underwriter, reputasi auditor, ROA, DER, CR, dan AGE dengan nilai sig. > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi tidak terjangkau heteroskedastisitas.

Uji asumsi klasik yang terakhir adalah uji autokorelasi. Uji ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode *t* dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya (Gujarati 2006). Uji autokorelasi dapat dilihat dari nilai Durbin-Watson (DW) yang dihasilkan dalam analisis statistik. Nilai *Durbin Watson* (DW) berada diantara 4 - dU dan 4 - dL yang dapat dilihat pada nilai dU sebesar 1,882 yaitu 4 - dU ≤ DW ≤ 4 - dL dengan angka 2,121 < 2,148 < 2,650. Hal ini menunjukkan bahwa uji Durbin Watson berada pada daerah abu-abu sehingga dapat dikatakan tidak terkena autokorelasi.

Berikut ini merupakan model persamaan regresi dalam penelitian ini.

$$Y = -0,723 + 0,031 \text{ ROA} - 0,089 \text{ DER} - 0,145 \text{ CR} - 0,004 \text{ SIZE} + 1,334 \text{ OFFER} - 0,026 \text{ AGE} - 0,153 \text{ Reputasi Auditor} - 0,481 \text{ Reputasi Underwriter}$$

Uji $F_{statistik}$. Uji *F* digunakan untuk melihat apakah variabel-variabel independen yang ada berpengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen (Ghozali 2011). Berikut merupakan hasil uji $F_{statistik}$.

Berdasarkan hasil uji *F*, nilai F_{hitung} sebesar 2,521 dan nilai F_{tabel} sebesar 2,122. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai F_{hitung} lebih besar dibandingkan nilai F_{tabel} signifikansi 0,05. Hal ini mengindikasikan penerimaan H_1 dan penolakan H_{01} . Dapat disimpulkan dari hasil uji *F* yang ada bahwa penelitian ini variabel akuntansi dan variabel non akuntansi berpengaruh secara simultan terhadap *Initial Return*.

Uji koefisien determinasi (R^2).

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel dependen (Ghozali 2011). Berikut ini merupakan hasil uji koefisien determinasi (R^2).

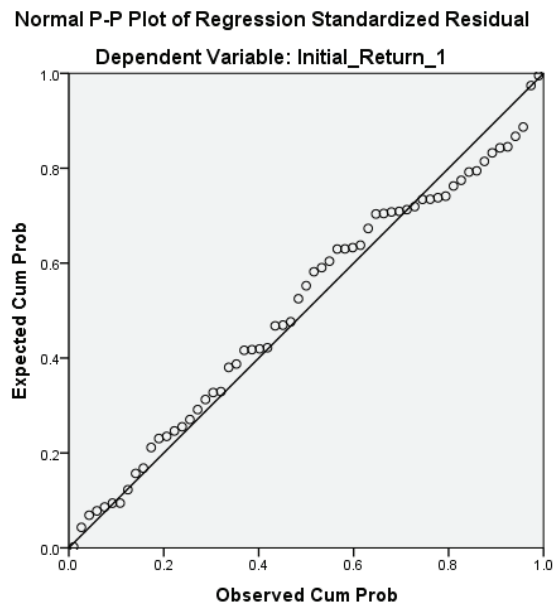
Berdasarkan hasil uji koefisien determinasi (R^2) pada Tabel 8, ditemukan nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,169 atau 16,9%. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel independen dalam menjelaskan variabel dependennya secara keseluruhan sebesar 16,9%. Sisa dari nilai *Adjusted R Square* sebesar 83,1% dijelaskan oleh variabel di luar penelitian.

Uji $t_{statistik}$ dan Uji $r_{parsial}$. Uji $t_{statistik}$ digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Uji $r_{parsial}$ digunakan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial (Ghozali 2011). Tabel 9 merupakan hasil uji $t_{statistik}$ dan uji $r_{parsial}$.

Hasil uji $t_{statistik}$ pada ROA, DER, CR, SIZE, OFFER, AGE, dan reputasi auditor lebih besar dari nilai t_{tabel} dengan signifikansi 0,05 sebesar 2,006 dan nilai sig. lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel tersebut tidak berpengaruh secara parsial terhadap *Initial Return*. Pada variabel reputasi *underwriter* nilai t_{hitung} lebih kecil dari nilai t_{tabel} dengan signifikansi 0,05 sebesar 2,006 dan nilai sig. lebih kecil dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel repu-

Tabel 3. Hasil Uji Normalitas setelah di log10

	ROA_1	DER_1	CR_1	SIZE	OFFER	AGE_1	Initial Return
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,691	0,865	0,746	0,639	0,395	0,475	0,526



Gambar 1. Grafik Normality P-Plot

tasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap *Initial Return*. Hasil uji r_{parsial} dapat dilihat pada nilai Beta. Nilai r_{parsial} tertinggi yaitu variabel reputasi *underwriter* sebesar 40%.

PEMBAHASAN

Penelitian ini menguji variabel akuntansi dan non akuntansi secara simultan dan parsial terhadap terhadap tingkat *underpricing* yang diproksikan dalam *Initial Return*. Hasil dari penelitian pada pengujian simultan menunjukkan bahwa variabel akuntansi dan non akuntansi berpengaruh secara simultan terhadap *Initial Return*. Pengujian parsial pada variabel akuntansi menunjukkan tidak ada pengaruh terhadap

Initial Return, sedangkan pengujian parsial pada variabel non akuntansi menunjukkan adanya pengaruh terhadap *Initial Return* yaitu pada variabel reputasi *underwriter*.

Penelitian variabel Reputasi *Underwriter* yang tidak sejalan dengan penelitian ini adalah penelitian Sulistio (2005), Suyatmin dan Sujadi (2006), Nugroho (2009), serta Irawati (2009) yang memberikan hasil bahwa Reputasi *Underwriter* tidak berpengaruh maupun berpengaruh positif terhadap *Initial Return*. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Ariawati (2005), Yasa (2008), Aini (2009), dan Prasetya (2011) yang menyatakan Reputasi *Underwriter* berpengaruh signifikan negatif terhadap *Initial Return*.

Tabel 4. Hasil Uji Multikolinearitas

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
SIZE	0,571	1,751
OFFER	0,693	1,443
Reputasi Underwriter	0,709	1,410
Reputasi Auditor	0,725	1,380
ROA_1	0,638	1,566
DER_1	0,771	1,297
CR_1	0,622	1,607
AGE_1	0,838	1,194

Tabel 5. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Model	Sig.
(Constant)	0,516
SIZE	0,354
OFFER	0,764
Reputasi Underwriter	0,572
Reputasi Auditor	0,431
ROA_1	0,567
DER_1	0,168
CR_1	0,747
AGE_1	0,805

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Reputasi *Underwriter* sudah mampu mengurangi tingkat *underpricing* yang terjadi saat *Initial Public Offering* (IPO). Hal ini dikarenakan penjamin emisi (*underwriter*) yang memiliki reputasi tinggi dapat mengurangi konflik yang terjadi dengan menetapkan harga saham perdana sesuai dengan kondisi perusahaan, sehingga akan mengurangi *underpricing* (Rizqi dan Harto 2013). Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa Reputasi *Underwriter* berpengaruh negatif signifikan terhadap *Initial Return*.

Pada variabel *OFFER*, penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Aini (2009) dan Prasetya (2011) yang menunjukkan bahwa *OFFER* berpengaruh signifikan terhadap *Initial Return*. Namun penelitian ini sejalan dengan penelitian Suyatmin dan Sujadi (2006), Yasa (2008), Handayani (2008), Nugroho (2009), serta Wulandari (2011) yang menyatakan *OFFER* tidak berpengaruh terhadap *Initial Return*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *OFFER* belum mampu mengurangi tingkat *underpricing* yang terjadi saat *Initial Public Offering* (IPO). Hal ini dikarenakan bergantung pada masing-masing perusahaan, seberapa besar persentase saham kepemilikan yang ingin diberikan kepada masyarakat dan seberapa besar dana yang

dibutuhkan dalam ekspansi perusahaan. Contohnya PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul yang melakukan IPO dengan persentase penawaran saham sebesar 10% merupakan persentase yang kecil dalam melakukan IPO dibandingkan perusahaan lain yang cenderung persentase penawaran sahamnya sekitar 20%. Tujuan Sidomuncul dalam melepas kepemilikan saham masyarakat sebesar 10% bukan dikarenakan Sidomuncul membutuhkan uang atau dana, namun Sidomuncul ingin membangun kepercayaan masyarakat terhadap PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul (economy.okezone.com). Oleh karena itu, persentase saham penawaran tidak dapat menentukan tingkat *underpricing* yang terjadi dan tidak berpengaruh terhadap *Initial Return*.

Penelitian variabel Reputasi Auditor yang tidak sejalan dengan penelitian ini adalah penelitian Suyatmin dan Sujadi (2006) yang memberikan hasil bahwa Reputasi Auditor berpengaruh terhadap *Initial Return*. Namun penelitian ini sejalan dengan penelitian Sulistio (2005), Yasa (2008), Nugroho (2009), Irawati (2009), dan Prasetya (2011) yang menyatakan Reputasi Auditor tidak berpengaruh terhadap *Initial Return*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Reputasi Auditor belum mampu mengurangi tingkat *underpricing* yang terjadi saat *Initial*

Tabel 6. Hasil Uji F_{statistik}

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	5,284	8	0,661	2,521	0,021
Residual	13,625	52	0,262		
Total	18,910	60			

Tabel 7. Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²)

Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	0,529	0,279	0,169

Public Offering (IPO). Hal ini dikarenakan persepsi investor dan menurunnya kepercayaan investor pada suatu perusahaan IPO bahkan dengan auditor yang termasuk *Big Four* masih belum dapat memberikan kepercayaan penuh kepada para investor (Nugroho 2009). Dapat disimpulkan bahwa auditor tidak menjadi ukuran dalam keputusan berinvestasi maka Reputasi Auditor tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *Initial Return*.

Penelitian variabel CR yang tidak sejalan dengan penelitian ini adalah penelitian Suyatmin dan Sujadi (2006) yang memberikan hasil bahwa CR berpengaruh negatif terhadap *Initial Return*. Namun sejalan dengan penelitian Prasetya (2011) yang menyatakan CR tidak berpengaruh signifikan terhadap *Initial Return*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel CR belum mampu mengurangi tingkat *underpricing* yang terjadi saat *Initial Public Offering* (IPO). Hal ini dikarenakan kebanyakan perusahaan yang melakukan IPO cenderung perusahaan dengan nilai aset menengah. Perusahaan yang berkapitalisasi besar kurang berminat untuk melakukan IPO karena khawatir dana yang diperoleh lebih rendah dari target (beritasore.com). Menurut Gregorius Cahyo (*Head of Corporate Finance Panca Global Securities*) meski aset perusahaan masih kecil,

potensi pertumbuhannya cukup menjanjikan (investasi.kontan.co.id). Dapat dikatakan bahwa dalam melakukan IPO, perusahaan tersebut tidak harus memiliki aset yang tinggi. Proses IPO ini sebenarnya membantu perusahaan dalam menambahkan dananya dalam ekspansi, dengan begitu dapat menambah aset perusahaan juga baik itu aset lancar maupun aset tetap. Dapat disimpulkan bahwa CR yang memiliki makna porsi aset lancar terhadap utang lancar tidak lagi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* saat IPO.

Penelitian variabel DER yang tidak sejalan dengan penelitian ini adalah penelitian Ariawati (2005), Sulistio (2005), Aini (2009), Irawati (2009), dan Wulandari (2011) yang memberikan hasil bahwa DER ada yang berpengaruh negatif maupun positif terhadap *Initial Return*. Namun sejalan dengan penelitian Suyatmin dan Sujadi (2006), Yasa (2008), Handayani (2008), Nugroho (2009), serta Prasetya (2011) yang menyatakan DER tidak berpengaruh terhadap *Initial Return*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa DER belum mampu menambah tingkat *underpricing* yang terjadi saat *Initial Public Offering* (IPO). Hal ini dikarenakan salah satu motivasi perusahaan dalam *go public* melalui IPO adalah dengan menggali dana masyarakat untuk melunasi utang-utang

Tabel 8. Hasil Uji $t_{statistik}$ dan Uji $r_{parsial}$

Model	Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	Keterangan
(Constant)		-0,398	0,692	
ROA_1	0.029	0,200	0,842	Tidak Signifikan
DER_1	-0.078	-0,585	0,561	Tidak Signifikan
CR_1	-0.092	-0,617	0,540	Tidak Signifikan
SIZE	-0.009	-0,057	0,955	Tidak Signifikan
OFFER	0.243	1,720	0,091	Tidak Signifikan
AGE_1	-0.015	-0,118	0,906	Tidak Signifikan
Reputasi Auditor	-0.126	-0,909	0,367	Tidak Signifikan
Reputasi Underwriter	-0.400	-2,861	0,006	Signifikan

perusahaan. Contohnya seperti PT Blue Bird Tbk yang melakukan IPO pada tahun 2014 dengan catatan 50% dari dana IPO digunakan untuk membeli armada kendaraan, lahan dan bangunan di daerah Jadetabek, Surabaya, Bali, Bandung, dan Palembang. Kedua, dana hasil IPO sekitar 35,17% untuk melunasi pinjaman. Perseroan akan restrukturisasi kepemilikan pinjaman kepada BCA sebesar Rp 400 miliar. Lalu perseroan melunasi pinjaman kredit kepada Bank Permata, DBS, Bank Bukopin, Bank CIMB Niaga, Bank ANZ Indonesia, BCA, dan Bank OCBC NISP (bisnis.liputan6.com). Dapat disimpulkan bahwa DER yang memiliki makna kemampuan perusahaan dalam melunasi utang melalui ekuitasnya tidak lagi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* saat IPO.

Pada variabel ROA, penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Aini (2009), Nugroho (2009), Wulandari (2011), dan Prasetya (2011) dengan hasil bahwa ROA memiliki pengaruh terhadap *Initial Return*. Namun sejalan dengan penelitian Handayani (2008) yang menyatakan bahwa ROA tidak berpengaruh terhadap *Initial Return*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ROA belum mampu mengurangi tingkat *underpricing* yang terjadi saat *Initial Public Offering* (IPO). Hal ini dikarenakan perusahaan dapat melakukan IPO meskipun perusahaan mengalami kerugian. Pada tahun 2013, Nurhaida selaku anggota Dewan Komisiner dan Kepala Eksekutif Pengawas Pasar Modal OJK menyatakan bahwa perusahaan yang masih dalam tahap pengembangan usahanya dapat melakukan penawaran umum saham perdana (IPO) meski masih mencatatkan rugi. Pada prinsipnya harus *disclosure*, selama perusahaan dapat melakukan *disclosure* secara benar maka akan diserahkan kepada investor dalam memilih investasinya (www.antarane.ws.com). Dapat disimpulkan bahwa ROA yang memiliki makna kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba melalui aset tidak lagi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* saat IPO.

Penelitian variabel AGE yang tidak sejalan dengan penelitian ini adalah penelitian Suyatmin dan Sujadi (2006) yang memberikan hasil bahwa AGE berpengaruh positif terhadap *Initial Return*. Namun sejalan dengan penelitian Yasa (2008), Handayani (2008), Aini (2009), Nugroho (2009), Wulan-

dari (2011), dan Prasetya (2011) yang menyatakan AGE tidak berpengaruh terhadap *Initial Return*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa AGE belum mampu mengurangi tingkat *underpricing* yang terjadi saat *Initial Public Offering* (IPO). Menurut Wulandari (2011), umur perusahaan tidak bisa dijadikan pertimbangan bagi investor untuk mengambil keputusan berinvestasi. Dari beberapa perusahaan yang telah beroperasi cukup lama memiliki tingkat *underpricing* yang cukup rendah pada saat melakukan penawaran umum saham perdana. Hal ini dikarenakan walaupun perusahaan telah memiliki operasi yang cukup lama namun alasan perusahaan melakukan IPO juga menjadi pertimbangan bagi investor akan saham yang ditawarkan. Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa AGE tidak berpengaruh signifikan terhadap *Initial Return* karena faktor keputusan investor dengan melihat tujuan perusahaan.

Penelitian variabel SIZE yang tidak sejalan dengan penelitian ini adalah Ariawati (2005) dan Wulandari (2011) yang memberikan hasil bahwa SIZE berpengaruh negatif terhadap *Initial Return*. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Sulistio (2005), Yasa (2008), Handayani (2008), Aini (2009), dan Prasetya (2011) yang menyatakan SIZE tidak berpengaruh terhadap *Initial Return*. Variabel SIZE dalam penelitian ini menggunakan nilai aset total yang dilakukan Ln. Hal ini terjadi disebabkan perusahaan dalam melakukan IPO tidak harus memiliki aset yang tinggi. Proses IPO ini sebenarnya membantu perusahaan dalam menambahkan dananya dalam ekspansi, dengan begitu dapat menambah aset perusahaan juga baik itu aset lancar maupun aset tetap. Berarti perusahaan dengan skala kecil maupun besar, tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* saat IPO.

Dari semua pengujian hipotesis, secara parsial yang memiliki pengaruh signifikan terhadap *Initial Return*, hanya variabel Reputasi *Underwriter*. Hal ini dikarenakan dalam proses IPO, yang berperan penuh dalam penentuan harga saham adalah penjamin emisi atau *underwriter*. Selain itu juga adanya asimetri informasi antara emiten dan *underwriter*. *Underwriter* kecenderungan menekan harga saham (Aisyah 2009). Oleh karena itu untuk menghindari hal tersebut, perusahaan dalam IPO dapat menggunakan *underwriter* berpengalaman dan bereputasi baik dalam menentukan harga saham yang

tepat pula. Laporan keuangan maupun auditor yang mengaudit laporan keuangan tidak menjadi pertimbangan khusus dalam IPO dan hanya menjadi prasyarat proses IPO. Bahkan umur perusahaan dan persentase saham penawaran bukanlah hambatan perusahaan dalam *go public*. Kembali lagi kepada *underwriter*, jika reputasi *underwriter* yang cenderung buruk dan dalam menentukan harganya tidak tepat berdasar pada nilai perusahaan (laporan keuangan, umur perusahaan, dan ukuran perusahaan) maka *underpricing* terjadi.

Secara simultan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel akuntansi (ROA, DER, CR, dan SIZE) serta variabel non akuntansi (OFFER, AGE, Reputasi Auditor, dan Reputasi *Underwriter*) berpengaruh signifikan terhadap *Initial Return*. Hal ini mengindikasikan tingkat *underpricing* yang terjadi, tersirat secara bersama dari faktor-faktor akuntansi dan faktor-faktor non akuntansi perusahaan dalam IPO. Secara parsial, yang memiliki pengaruh terbesar dan signifikan terhadap *Initial Return* yaitu Reputasi *Underwriter*.

SIMPULAN

Fenomena *underpricing* merupakan fenomena yang sudah tidak asing lagi bagi beberapa perusahaan yang akan melakukan IPO pada pasar primer. *Underpricing* diyakini merupakan hal yang sangat merugikan bagi pemilik karena adanya transfer kesejahteraan yang tak berpihak pada pemilik. Fenomena ini dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor yakni faktor akuntansi dan non akuntansi.

Underpricing diyakini terjadi karena terjadinya asimetri informasi antara pihak *underwriter* dengan pihak emiten. Tentu saja hal ini akan merugikan pihak emiten karena harga saham sewaktu IPO akan lebih rendah. Namun demikian, dari berbagai faktor akuntansi dan non akuntansi, penelitian ini menunjukkan bahwa yang sangat memengaruhi fenomena *underpricing* ini adalah reputasi *underwriter*.

Hal ini ditunjukkan dengan secara simultan, variabel akuntansi dan non akuntansi memiliki pengaruh terhadap *Initial Return*. Namun demikian, secara parsial, variabel yang berpengaruh terhadap *Initial Return* adalah variabel reputasi *underwriter*. Hal ini mengindikasikan pentingnya peran *underwriter* dalam menentukan harga sa-

ham perdana untuk mengurangi tingkat *underpricing*.

Hal ini bukan berarti faktor akuntansi dan non akuntansi tidak memengaruhi tingkat *underpricing*. Sebaliknya, dari simulasinya pengaruh kedua faktor tersebut terhadap tingkat *underpricing*, maka menunjukkan bahwa keduanya memengaruhi tingkat *underpricing*, namun yang terlihat sangat menentukan dari kedua faktor tersebut adalah reputasi dari *underwriter*.

DAFTAR RUJUKAN

- Aini, S. 2009. Pengaruh Variabel Keuangan dan Non Keuangan Terhadap *Underpricing* Pada Perusahaan yang Melakukan *Initial Public Offering* di Bursa Efek Indonesia. Tesis tidak dipublikasikan. Manajemen Keuangan. Universitas Sebelas Maret Surakarta.
- Aisyah, I.S. 2009. "Pengaruh Variabel-Variabel Keuangan pada *Initial Return* Saham di Pasar Perdana." *Trikonomika*, Vol. 8, No. 1, Hlm 22-31.
- Ariawati, S. 2005. Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi Tingkat *Underpricing* Pada Penawaran Saham Perdana (IPO) (Studi Pada Perusahaan *Go Public* di Bursa Efek Jakarta tahun 1999-2003). Tesis. tidak dipublikasikan. Universitas Diponegoro.
- Darmadji, T. dan H.M. Fakhruddin. 2011. *Pasar Modal di Indonesia*. Salemba Empat. Jakarta.
- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Gregorius Cahyo. (24 Juli 2015). Gelombang *Seismic* beri diskon harga saham IPO. Diunduh tanggal 18 November 2015. <<http://investasi.kontan.co.id>>.
- Gujarati, D. 2006. *Ekonometrika Dasar*. Edisi Keenam. Erlangga. Jakarta.
- Handayani, S.R. 2008. Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi *Underpricing* Pada Penawaran Umum Perdana (Studi Kasus Pada Perusahaan Keuangan yang *Go Public* di Bursa Efek Jakarta tahun 2000-2006). Tesis. tidak dipublikasikan. Universitas Diponegoro.
- Indriyanti, I., G.N. Ahmad dan A.G. Buchdadi. 2013. "Pengaruh DER, ROI, *Current Ratio* dan Rata-Rata Kurs terhadap *Underpricing* pada *Initial Public Offering*." *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, Vol.4, No. 2.

- IPO Sidomuncul. 2013. IPO, Sidomuncul Tak Butuh Uang Tapi Kepercayaan. Diunduh tanggal 18 November 2015. <<http://economy.okezone.com>>.
- IPO. 2012. BEI Yakin Target IPO 25 Emiten Tercapai. Diunduh tanggal 19 November 2015. <<http://beritasore.com>>.
- Irawati, S.U. 2009. "Analisis Pengaruh Informasi Akuntansi dan Non Akuntansi terhadap *Initial Return* pada Perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* di Bursa Efek Indonesia." *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 4, No. 1, Hlm 74-87.
- Kusuma, H. 2001. "Prospektus Perusahaan dan Keputusan Investasi: Studi Empiris Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta." *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 1, No. 6, hlm 61-75.
- Misnen, A. 2004. "Pengaruh Variabel Keuangan Terhadap *Return* Awal dan *Return* 15 hari setelah IPO serta Moderasi Besar Perusahaan terhadap Hubungan antara Variabel Keuangan dengan *Return* Awal dan *Return* 15 hari setelah IPO di Bursa Efek Jakarta." *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 7, No. 2, Hlm 125-153.
- Myers, S. 1984. "The Capital Structure Puzzle." *Journal of Finance*, Vol. XXXIX, hlm 13-24.
- Nugroho, A.S. 2009. Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi *Initial Return* setelah IPO di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi tidak dipublikasikan*. Universitas Sebelas Maret Surakarta.
- Nurhaida. 2013. Perusahaan dapat IPO meski masih rugi. Diunduh tanggal 18 November 2015. <<http://www.antaranews.com>>.
- Prasetya, E. 2011. Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi *Initial Return* setelah *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi. (Tidak Dipublikasikan)*. Universitas Ma Chung Malang.
- PT Blue Bird Tbk. 2014. Dana IPO Blue Bird Lunasi Utang dan Belanja Modal. Diunduh tanggal 18 November 2015. <<http://bisnis.liputan6.com>>.
- Risqi, I.A. dan P. Harto. 2013. "Analisis Faktor - Faktor yang Memengaruhi *Underpricing* Ketika *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia." *Diponegoro Journal of Accounting*, Vol. 2, No. 3, hlm 1-7.
- Sugiyono. 2010. *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Alfabeta. Bandung.
- Sulistio, H. 2005. Pengaruh Informasi Akuntansi dan Non Akuntansi Terhadap *Initial Return*: Studi pada Perusahaan yang Melakukan *Initial Public Offering* di Bursa Efek Jakarta. Solo. *Simposium Nasional Akuntansi VIII*.
- Suyatmin dan Sujadi. 2006. "Analisis Faktor-Faktor Yang Memengaruhi *Underpricing* Pada Penawaran Umum Perdana di Bursa Efek Jakarta." *BENEFIT*, Vol 10, No. 1, hlm 11-32.
- Tandelilin, E. 2010. *Portofolio dan Investasi*. Kanisius. Yogyakarta.
- Wahyusari, A. 2013. "Analisis Faktor-Faktor yang memengaruhi *Underpricing* Saham saat IPO di BEI." *Accounting Analysis Journal 2*, Universitas Negeri Semarang. ISSN 2252-6765.
- Wulandari, A. 2011. Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi Tingkat *Underpricing* pada Penawaran Umum Perdana (IPO) (Studi Kasus pada Perusahaan *Go Public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2010). *Skripsi. tidak dipublikasikan*. Universitas Diponegoro Semarang.
- Yasa, G. W. 2008. "Penyebab *Underpricing* Dalam Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta." *AUDI*, Vol 3, No. 2, hlm 143-157.