



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH *OPENING SPREAD*, REPUTASI PENJAMIN
EMISI, REPUTASI AUDITOR TERHADAP *UNDERPRICING*
SAHAM IPO PERIODE 2002-APRIL 2012**

SKRIPSI

**IFAH SYAROFINA
1006812693**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM S1 EKSTENSI AKUNTANSI
DEPOK
JULI 2012**



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH *OPENING SPREAD*, REPUTASI PENJAMIN
EMISI, REPUTASI AUDITOR TERHADAP *UNDERPRICING*
SAHAM IPO PERIODE 2002 - APRIL 2012**

SKRIPSI

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
sarjana**

**IFAH SYAROFINA
1006812693**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM S1 EKSTENSI AKUNTANSI
DEPOK
JULI 2012**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Skripsi ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Ifah Syarofina

NPM : 1006812693

Tanda Tangan :



Tanggal : 13 Juli 2012

HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh :

Nama : Ifah Syarofina

NPM : 1006812693

Program Studi : S1 Ekstensi Akuntansi

Judul Skripsi :

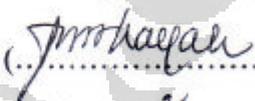
Bahasa Indonesia : Pengaruh *Opening Spread*, Reputasi Penjamin Emisi, Reputasi Auditor Terhadap *Underpricing* Saham IPO Periode 2002- April 2012.

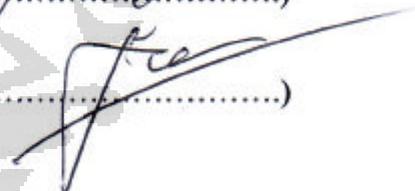
Bahasa Inggris : *The Effect of Opening Spread, Underwriter's Reputation, Auditor's Reputation to Underpricing of Initial Public Offering Stocks : Year 2002-April 2012.*

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi Ekstensi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Wasilah S.E., Ak., M.E (.....)

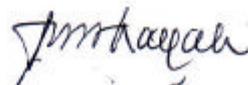
Penguji : Sri Nurhayati S.E., M.M. S.A.S (.....)

Penguji : Catur Sasongko S.E., MBA (.....)

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : 13 Juli 2012

Ketua Program Ekstensi Akuntansi



Sri Nurhayati, MM., S.A.S

NIP : 196003171986022001

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT, karena atas berkat dan rahmatNya, penulis dapat menyelesaikan skripsi ini. Penyusunan skripsi ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi pada Program Studi Ekstensi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Penulis menyadari bahwa tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, baik dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan skripsi ini sangatlah sulit bagi penulis untuk menyelesaikan skripsi ini. Untuk itu penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Ibu Wasilah S.E., Ak., M.E selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga dan pikiran didalam mengarahkan penulis. Terima kasih karena ibu bersedia menjadi dosen pembimbing dan membantu penulis dalam proses penyusunan skripsi ini. Maaf kalau saya sangat merepotkan ibu hehe..
2. Ibu Sri Nurhayati S.E., M.M. S.A.S dan Bpk Catur Sasongko S.E., MBA selaku dosen penguji yang telah memberikan kelulusan kepada penulis dalam sidang skripsi serta memberikan masukan bagi skripsi ini.
3. Seluruh dosen dan staf pengajar FEUI yang selama ini telah membekali ilmu-ilmu yang berguna bagi perjalanan karir kepada penulis semoga ilmu-ilmu yang telah diajarkan sangat bermanfaat bagi penulis di masa depan.
4. Para Perpustakawan FEUI yang membantu penulis dalam pencarian sumber-sumber literatur yang penulis butuhkan.
5. Ayahanda Gatot Iswantoro, Ibunda Sri Rahayu Utami dan Firmansyah Iswantoro serta seluruh keluarga yang penulis sayangi terima kasih atas dukungan, perhatian serta doa yang luar biasa dan tak pernah putus kepada penulis. Terima kasih mama, papa, adek ☺
6. Teman-teman bertukar cerita dan belajar bersama selama 5 tahun yaitu Irna, Ipit, Dita, Hasna, Nia, Genis, Insana. Makasih ya teman-teman atas kebersamaan kita selama ini, terima kasih atas *support* dan bantuannya

selama masa perkuliahan. Semoga tali persahabatan kita tetap terus terjalin. Amin ☺

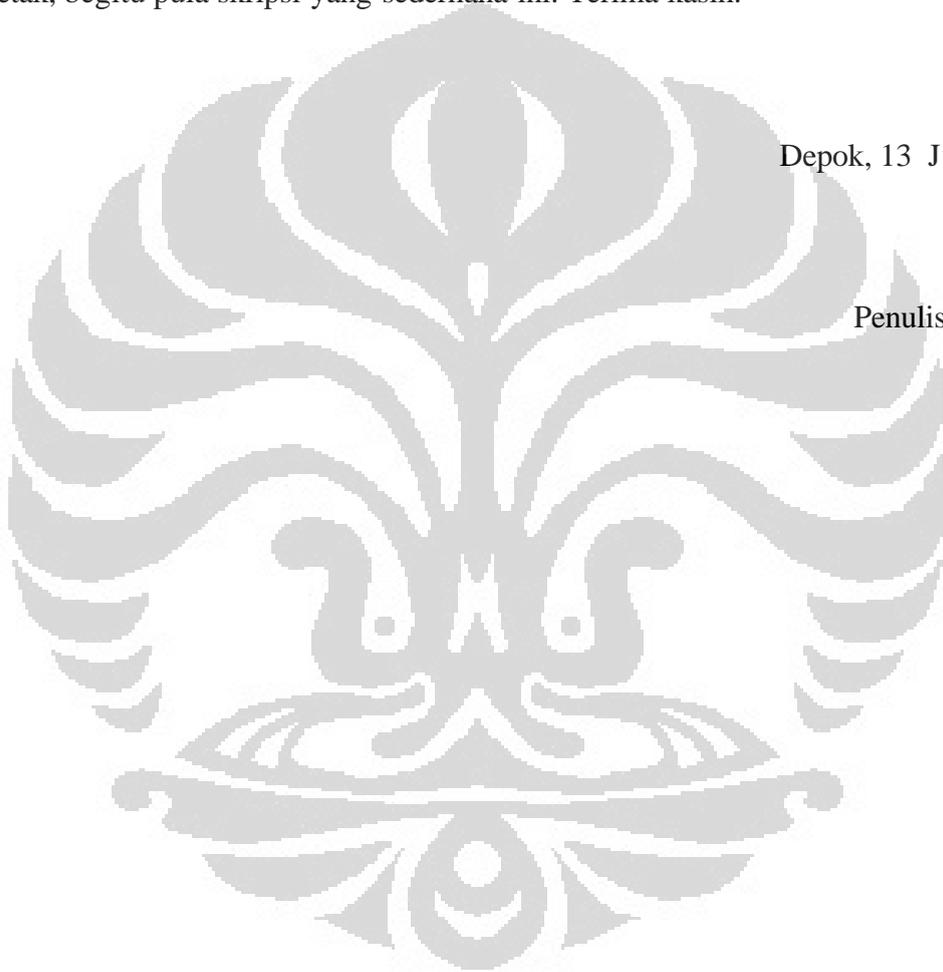
7. Kepada teman-teman koreainers yaitu irna, dita, nia, ipit, genis, hasna, insana, mega, icha, listi, hain, ajeng, mba Reni, terima kasih atas donlotan Video, Variety Show, drama, MV, Video Perform KPOP, MP3, acara-acara korea lainnya selama 3 tahun ini. Terima kasih karena dengan adanya acara-acara korea membuat penulis menjadi lebih semangat dalam proses belajar selama perkuliahan dan selama proses pengerjaan skripsi ini. Semoga kontribusi donlotan acara-acara koreanya tetap terus mengalir kepada penulis hehehe..
8. Dinda terima kasih atas *sharing* pengetahuan dan informasi mengenai *underpricing* serta dukungan yang diberikan kepada penulis selama proses pengerjaan skripsi ini. Dita, teman galau data *bid ask spread* selama skripsi, terima kasih atas simulasi sidang dan memberikan masukan kepada penulis. Retno dan Kurnia “nyae” teman sesama anak bimbingan bu Wasilah terima kasih atas informasi dan dukungannya. Christine “itin” terima kasih atas pinjaman blezer dan bantuan normalitasnya. Mega terima kasih atas pinjaman laptopnya pada waktu sidang. Mayang, Fitri, teman-teman lainnya yang sudah membantu penulis selama proses pengerjaan skripsi ini.
9. Seluruh teman-teman Diploma III Akuntansi FEUI angkatan 2007 dan Ekstensi Akuntansi FEUI angkatan 2010 yang tidak dapat disebutkan satu persatu.
10. Running Man, DBSK *always keep the faith*, SUJU, B2ST, SNSD, Big Bang, Shine, F(x), 2PM, 2NE1, @mjeje, @B2STGK, Donghae, Siwon Cassiopeia, ELF, allkpop. Ifah-cassiopeia.blogspot.com
11. Laptop Acer Aspire 4710 terima kasih karena sudah rela dinyalakan berjam-jam selama 5 tahun ini. Semoga laptop acer tetap terus awet dan memberikan kontribusi besar kepada penulis selama minimal 20 tahun mendatang.

12. Semua pihak yang telah membantu penulis, Google dalam menyelesaikan penyusunan skripsi ini.

Akhir kata, semoga skripsi yang sederhana ini dapat bermanfaat bagi banyak pihak dan dapat menjadi acuan bagi mahasiswa yang memerlukan referensi dalam memajukan pendidikan di Indonesia. Tak ada gading yang tak retak, begitu pula skripsi yang sederhana ini. Terima kasih.

Depok, 13 Juli 2012

Penulis



**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : IFAH SYAROFINA

NPM : 1006812693

Program Studi : S1 Ekstensi

Departemen : Akuntansi

Fakultas : Ekonomi

Jenis Karya : Skripsi

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneklusif** (*Non-exclusive-Royalty-Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul :

**PENGARUH *OPENING SPREAD*, REPUTASI PENJAMIN
EMISI, REPUTASI AUDITOR TERHADAP *UNDERPRICING*
SAHAM IPO PERIODE 2002-APRIL 2012**

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok

Pada Tanggal : 13 Juli 2012

Yang menyatakan



(IFAH SYAROFINA)

NPM : 1006812693

ABSTRAK

Nama : Ifah Syarofina
Program Studi : S1 Ekstensi Akuntansi
Judul : Pengaruh *Opening Spread*, Reputasi Penjamin Emisi, Reputasi Auditor Terhadap *Underpricing* Saham IPO Periode 2002-April 2012.

Skripsi ini meneliti mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* saham IPO seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2002 – April 2012. Faktor – faktor yang diuji antara lain *opening spread*, reputasi penjamin emisi, reputasi auditor, ukuran perusahaan, umur perusahaan. Kelima faktor tersebut berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Dari kelima faktor tersebut, *opening spread*, reputasi penjamin emisi, reputasi auditor berpengaruh negatif signifikan terhadap *underpricing*, sedangkan ukuran perusahaan dan umur perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *underpricing*.

Kata kunci:

Opening Spread, Reputasi Penjamin Emisi, Reputasi Auditor, *Underpricing*

ABSTRACT

Name : Ifah Syarofina

Study Program : S1 Extension of Accounting

Title : The Effect of Opening Spread, Underwriter's Reputation,
Auditor's Reputation to Underpricing of Initial Public Offering
Stocks : Year 2002-April 2012.

This research examines the factors that influence underpricing of stock IPO for all companies that listed in the BEI for period 2002 until April 2012. The factors that were tested include opening spread, underwriter's reputation, auditor's reputation, firm size and firm age. These five factors have negative correlation with underpricing. All of factors such as opening spread, underwriter's reputation, auditor's reputation are significantly negative effect on underpricing, whereas firm size and firm age are not significantly negative effect on underpricing.

Key words:

Opening Spread, Reputation of Underwriter, Reputation of Auditor, Underpricing

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI.....	vii
ABSTRAK.....	viii
ABSTRACT.....	ix
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar belakang	1
1.2 Perumusan Masalah.....	8
1.3 Tujuan Penelitian.....	8
1.4 Manfaat penelitian	8
1.5 Batasan Penelitian	9
1.6 Sistematika Penulisan.....	10
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA.....	11
2.1 Pasar Modal di Indonesia	11
2.2 Pasar Perdana dan Pasar Sekunder	12
2.2.1 Pasar perdana (<i>primary market</i>).....	12
2.2.2 Pasar sekunder (<i>secondary market</i>)	13
2.3 Penawaran Umum Perdana atau <i>Initial Public Offering</i> (IPO).....	15
2.3.1 Proses IPO (Penawaran Umum Saham Perdana) di Indonesia	15
2.3.2 Proses <i>Bookbuilding</i> Saham IPO di Bursa Efek Indonesia.....	19
2.4 Anomali – anomali dalam IPO.....	21
2.4.1 Long term Underperformance.....	21
2.4.2 Hot and Cold Market.....	22

2.4.3	<i>Underpricing</i>	22
2.4.3.1	Teori Fenomena Terjadinya <i>Underpricing</i>	24
2.4.3.2	Faktor – Faktor yang Mempengaruhi <i>Underpricing</i>	29
2.5	Teori Likuiditas	35
2.5.1	Dimensi Likuiditas	36
2.6	Penelitian Sebelumnya	38
2.7	Pengembangan Hipotesis.....	41
BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN		45
3.1	Kerangka Pemikiran	45
3.2	Model Penelitian.....	48
3.3	Operasional Variabel.....	49
3.4	Metode Pengumpulan Data	55
3.5	Metode Pengambilan Sampel.....	56
3.6	Teknik Pengujian Hipotesis.....	56
3.6.1	Pengujian Statistik.....	57
3.6.2	Pengujian Ekonometri.....	58
BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN		62
4.1	Pengumpulan Data	62
4.2	Analisis Statistik Deskriptif.....	62
4.3	Pengujian Asumsi Klasik	70
4.3.1	Uji Normalitas	70
4.3.2	Uji Multikolinearitas.....	73
4.3.3	Uji Heteroskedastisitas	74
4.3.4	Uji Autokorelasi.....	75
4.4	Analisis Pengujian Hipotesis	76
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN.....		88
5.1	Kesimpulan.....	88
5.2	Saran	89
DAFTAR REFERENSI.....		91

DAFTAR TABEL

Tabel 4.1 Perusahaan yang dijadikan sampel	62
Tabel 4.2 Hasil Statistik Deskriptif.....	63
Tabel 4.3 Rata-Rata <i>Initial Return</i> per Tahun.....	63
Tabel 4.4 Hasil Pengujian Normalitas dengan Uji Jarque Bera.....	71
Tabel 4.5 Identifikasi Data Outliers	71
Tabel 4.6 Hasil Pengujian Normalitas dengan Uji Jarque Bera.....	72
Tabel 4.7 Hasil Pengujian Multikolinearitas.....	73
Tabel 4.8 Hasil Pengujian Heterokedastisitas dengan Uji <i>White</i>	74
Tabel 4.9 Hasil Pengujian Autokorelasi dengan Uji Durbin Watson	75
Tabel 4.10 Hasil Pengujian Autokorelasi dengan Uji Breusch-Godfrey	76
Tabel 4.11 Hasil Regresi.....	77

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Proses Perdagangan pada Pasar Perdana.....	12
Gambar 2.2	Proses Perdagangan pada Pasar Sekunder	14
Gambar 2.3	Contoh <i>Time Line</i> Proses IPO ITMG.....	19
Gambar 2.4	<i>Time Line</i> Proses IPO.....	34
Gambar 3.1	Kerangka Pemikiran Model Penelitian	48
Gambar 4.1	Grafik Jumlah Penjamin Emisi yang digunakan oleh Emiten yang melakukan IPO pada tahun 2002 – April 2012.....	68
Gambar 4.2	Grafik Jumlah KAP <i>Big Four</i> dan <i>Non Big Four</i> yang digunakan oleh Emiten yang melakukan IPO pada tahun 2002 – April 2012 ..	69
Gambar 4.3	Uji Normalitas	72



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Hasil Regresi.....	95
Lampiran 2. Uji Normalitas dengan Menggunakan E-views 6.0	96
Lampiran 3. Uji Normalitas dengan Menggunakan SPSS 17.0.....	97
Lampiran 4. Uji Multikolinieritas	98
Lampiran 5. Uji Heterokedastisitas.....	99
Lampiran 6. Treatment Heterokedastisitas Menggunakan Metode <i>White</i>	100
Lampiran 7. Uji Autokolinieritas Menggunakan Uji Breusch Godfrey	101
Lampiran 8. Statistik Deskriptif.....	102
Lampiran 9. Perusahaan Yang Melakukan IPO dari tahun 2002-April 2012	103
Lampiran 10. Perusahaan Yang Tidak Mengalami <i>Underpricing</i>	107
Lampiran 11. Perusahaan Dengan Data Yang Tidak Lengkap.....	108
Lampiran 12. Perusahaan Yang Merupakan <i>Outlier</i>	109
Lampiran 13. Perusahaan Yang Mengalami <i>Underpricing</i>	110

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar belakang

Perusahaan dalam mengembangkan usaha dan mempertahankan eksistensinya memerlukan dana yang tidak sedikit. Perusahaan mempunyai beberapa alternatif dalam mendapatkan sumber pendanaan. Alternatif pendanaan dari dalam perusahaan, umumnya dengan menggunakan laba yang ditahan perusahaan. Sedangkan alternatif pendanaan dari luar perusahaan dapat berasal dari kreditur berupa hutang, pembiayaan dalam bentuk lain atau dengan penerbitan surat-surat hutang, melakukan *merger*, maupun menambah jumlah kepemilikan dengan menerbitkan saham baru (Sinaga, 2010). *Pecking order theory* yang dipopulerkan oleh Myers (1984), dimana perusahaan akan menempatkan penggunaan sumber dana internal (*internal funds*) sebagai prioritas pertama karena lebih murah dan terbebas dari permasalahan informasi asimetri (Prastowo dan Chawwa, 2009). Jika diperlukan pembiayaan eksternal, perusahaan lebih memilih instrumen utang (*debt*) daripada saham (*equity*). Jenis instrumen utang yang menjadi pilihan utama adalah utang bank (*private debt*), kemudian diikuti penerbitan obligasi (Prastowo dan Chawwa, 2009). Penerbitan saham menjadi prioritas terakhir karena penerbitan saham baru memerlukan biaya yang besar sehingga perusahaan memilih untuk menghindari melakukan penjualan sekuritas jika hal tersebut memungkinkan (Ross, 2010).

Jika perusahaan memilih untuk melakukan penerbitan saham, maka perusahaan melakukan usaha pendanaan dengan cara menggalang dana dari masyarakat dengan melakukan penawaran saham perusahaan kepada masyarakat. Proses penawaran saham kepada masyarakat umum disebut *go public*. Transaksi penawaran umum penjualan saham pertama kali dilakukan di pasar perdana. Proses ini disebut *initial public offering* (IPO). Setelah itu, saham dapat diperjualbelikan di bursa efek yang disebut pasar sekunder. Harga saham di pasar perdana ditentukan dari kesepakatan antara emiten dengan penjamin emisi (*underwriter*). Penjamin emisi (*underwriter*) berperan sebagai perantara bagi emiten yang membutuhkan dana dengan investor yang akan memberikan dana

atau menanamkan modalnya. Pada pasar sekunder harga saham ditentukan berdasarkan mekanisme pasar yaitu dibentuk dari proses penawaran dan permintaan.

Masalah yang timbul pada saat perusahaan melakukan penawaran umum perdana atau IPO adalah ketika penentuan harga saham pada pasar perdana yang dimana harga saham ditentukan oleh emiten dan penjamin emisi (*underwriter*). Meskipun emiten dan penjamin emisi (*underwriter*) secara bersama-sama menentukan harga saham perdana, tetapi keduanya memiliki kepentingan yang berbeda. Dimana perusahaan yang melakukan IPO (emiten) ingin mendapatkan pemasukkan dana yang maksimal dengan adanya harga saham yang tinggi, sedangkan penjamin emisi (*underwriter*) sebagai penjamin dalam pelaksanaan IPO tidak ingin mendapatkan risiko atas adanya kerugian akibat tidak terjualnya saham yang ditawarkan. Dalam tipe penjaminan *full commitment*, pihak penjamin emisi (*underwriter*) akan membeli saham yang tidak terjual di pasar perdana, akibatnya untuk menghindari risiko tidak terjualnya saham tersebut, pihak penjamin emisi (*underwriter*) menginginkan harga perdana yang lebih rendah (Sinaga, 2010). Apabila penentuan harga saham pada pasar perdana atau pada saat IPO lebih rendah daripada harga penutupan pada hari pertama maka akan terjadi *underpricing* atau *positif initial return*. Disebut *underpricing* karena peneliti menganggap bahwa harga penawaran yang ditetapkan terlalu rendah (Martani, 2003). *Positif initial return* atau *underpricing* pada penawaran umum saham perdana merupakan gejala umum di setiap pasar modal namun faktor yang mempengaruhinya berbeda-beda di setiap pasar modal. Kondisi *underpricing* tidak menguntungkan bagi perusahaan yang melakukan *go public* (emiten) karena dana yang diperolehnya menjadi tidak maksimum.

Underpricing dapat terjadi karena adanya kesenjangan informasi atau informasi asimetri antara pihak-pihak yang terlibat dalam penawaran perdana yaitu penjamin emisi (*underwriter*), emiten dan investor. Informasi asimetri dapat terjadi karena adanya perbedaan informasi yang dimiliki oleh emiten dan penjamin emisi (*underwriter*) dimana penjamin emisi (*underwriter*) memiliki informasi yang lebih baik tentang kondisi pasar dibandingkan emiten (Baron, 1982). Sebagai perusahaan yang melakukan IPO (emiten) menginginkan agar

dapat meminimalisasi terjadinya *underpricing* karena *underpricing* akan menyebabkan transfer kekayaan (*wealth*) dari emiten kepada investor (Beatty, 1989). Karena jika terjadi *underpricing*, dana yang didapatkan oleh emiten menjadi tidak maksimum sebab dana yang seharusnya diterima oleh emiten dari penjualan saham ditransfer kepada pemilik saham yang dapat memperoleh *capital gain* dari penjualan saham ke pasar sekunder.

Menurut Rock (1986), informasi asimetri juga dapat terjadi pada kelompok investor yang memiliki informasi dan kelompok yang tidak memiliki informasi tentang prospek perusahaan emiten. Investor yang memiliki informasi mengetahui nilai sebenarnya dari saham sehingga akan membeli saham yang memberikan *return* tinggi di masa mendatang, sedangkan investor yang tidak memiliki informasi akan membeli saham secara acak sehingga akan membeli saham yang memberikan *return* tinggi maupun yang tidak (Martani, 2003).

Selain itu informasi asimetri juga dapat terjadi karena adanya perbedaan informasi yang diketahui oleh emiten dengan investor maupun penjamin emisi. Perusahaan yang melakukan IPO (emiten) mempunyai lebih banyak informasi mengenai keadaan perusahaannya dibandingkan dengan investor (Allen dan Faulhaber, 1989 dan Welch, 1989). Dimana harga saham IPO dibuat *underpriced* dengan tujuan agar emiten dapat menjual penawaran lainnya dengan harga yang lebih tinggi di waktu mendatang (Ibbotson, 1975). Emiten hanya akan menjual saham yang relatif kecil pada saat IPO, jika harga saham di pasar sekunder meningkat, maka diharapkan emiten dapat menikmati harga saham yang tinggi pada saat melakukan penawaran saham berikutnya (*seasoned equity offering*). Dalam hal ini untuk mengurangi adanya informasi asimetri tersebut maka pelaku pasar dan pihak yang berwenang menuntut adanya pengungkapan informasi yang diperlukan dalam memprediksi prospek masa depan yaitu melalui prospektus, laporan keuangan atau data publikasi lainnya (Sinaga, 2010). Selain itu, ada cara lain yang dapat digunakan untuk mengurangi adanya informasi asimetri yaitu dengan menggunakan auditor yang berkualitas (Beatty, 1989 dan Zhang *et al*, 2007) dan menggunakan penjamin emisi (*underwriter*) yang bereputasi baik (Carter dan Manaster, 1990).

Underpricing saham IPO pada umumnya dijelaskan dengan adanya informasi asimetri dan risiko (Ellul dan Pagano, 2006). Dimana investor khawatir mengenai risiko likuiditas saham IPO pada pasar sekunder (*after market liquidity*). Ekspektasi kurang likuidnya saham setelah pasar perdana dan kurang dapat diprediksikannya likuiditas akan menyebabkan semakin besarnya *underpricing* saham IPO (Ellul dan Pagano, 2006). Prediksi ini didukung dengan adanya penelitian yang dilakukan oleh Ellul dan Pagano (2006) dengan menggunakan sampel sebanyak 337 perusahaan yang melakukan IPO di Inggris periode tahun 1998 sampai dengan tahun 2000. Ellul dan Pagano (2006) menemukan bahwa *after-market liquidity* dan risiko likuiditas merupakan penentu dari *underpricing* saham IPO. Penelitian Ellul dan Pagano (2006) mengukur *after market liquidity* dengan menggunakan proksi *Effective spread*. *Effective spread* yang diukur adalah rata-rata *effective spread* selama empat minggu pertama perdagangan.

Telah banyak dilakukan penelitian terkait dengan fenomena *underpricing* dalam IPO. Bavers *et al* (1988) dengan menggunakan sampel sebanyak 1182 perusahaan yang melakukan IPO di NYSE, menemukan bahwa auditor dan penjamin emisi (*underwriter*) yang bereputasi mempunyai hubungan negatif terhadap *underpricing*. Beatty (1989) mengungkapkan bahwa *underpricing* disebabkan oleh adanya informasi asimetri. Beatty menguji beberapa faktor yang diduga mempengaruhi tingkat *underpricing* yang dilatarbelakangi oleh adanya informasi asimetri tersebut. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa reputasi auditor, reputasi *underwriter*, presentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, tipe penjamin emisi dan indikator perusahaan minyak dan gas berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Carter dan Manaster (1990) menemukan bahwa reputasi penjamin emisi, persentase penawaran saham, *offer size* dan umur perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *underpricing*. Jelic *et al* (2001) meneliti tentang hubungan antara reputasi penjamin emisi dengan tingkat *underpricing* dengan menggunakan sampel sebanyak 136 emiten yang terdapat di bursa efek Malaysia pada periode 1980-1995. Hasil dari penelitian ini adalah ditemukannya hubungan yang negatif antara reputasi penjamin emisi dengan tingkat *underpricing* walaupun reputasi penjamin emisi tidak secara signifikan mempengaruhi tingkat *underpricing*. Ellul dan Pagano

(2007) dalam Chiang (2010) menunjukkan bahwa *after-market liquidity* merupakan faktor penting dari *underpricing*. *Underpricing* dipengaruhi oleh *after-market spread* yang diukur dengan menggunakan *effective spread*. Dalam penelitiannya, Ellul dan Pagano (2007) menggunakan *initial return* sebagai proksi untuk mengukur *underpricing*.

Di Indonesia juga telah banyak penelitian yang meneliti terkait faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing*, seperti penelitian yang dilakukan oleh Martani (2003) dengan menggunakan sampel sebanyak 250 perusahaan yang listing di BEJ dari tahun 1990 – 2000 yang memasukkan variabel umur, *return* pasar, SBI, jangka waktu saham terdaftar, PER, tingkat maturitas pasar, perbandingan harga penawaran saham. Menemukan bahwa umur perusahaan berhubungan negatif dengan *initial return*. Martani dan Yolana (2005) dengan menggunakan data di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1994 – 2001 yang memasukkan variabel reputasi penjamin emisi, rata-rata kurs, ukuran perusahaan, *return on equity* dan jenis industri. Penelitian ini menemukan bahwa rata-rata kurs, skala perusahaan, ROE, jenis industri mempengaruhi *underpricing* sedangkan variabel reputasi penjamin emisi tidak dapat menunjukkan pengaruh yang signifikan dengan *underpricing*. Putrisasongko (2009) dengan menguji 100 emiten yang melakukan penawaran IPO dari kurun waktu 2002-2008 di BEI. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dengan menggunakan proksi peringkat pialang teraktif harian, reputasi penjamin emisi terbukti memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap besarnya tingkat *underpricing* dalam periode tersebut. Sinaga (2010) meneliti perusahaan manufaktur di Indonesia yang melakukan IPO selama periode 1994 – 2006 dengan menguji reputasi penjamin emisi, reputasi auditor, ukuran perusahaan dan ROE. Hasil dari penelitian ini adalah ukuran perusahaan terbukti berkorelasi negatif dan signifikan dengan tingkat *underpricing*. Desalfianti (2011) dengan menggunakan sampel perusahaan-perusahaan sektor non keuangan yang melakukan IPO dari tahun 2003-2009 dengan variabel independen yang digunakan adalah ROA, reputasi *underwriter*, reputasi auditor, jenis industri dan nilai kurs. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa reputasi *underwriter*, reputasi auditor dan jenis industri berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya, penelitian ini meneliti adanya pengaruh *opening spread* yang terjadi pada hari pertama perdagangan di BEI terhadap *initial return* atau tingkat *underpricing*. Penelitian ini ingin melihat bagaimana likuiditas pada pasar sekunder (*after market liquidity*) yang terjadi di hari pertama perdagangan atau pada tanggal pencatatan di Bursa Efek Indonesia setelah penetapan harga penawaran yang ditentukan oleh penjamin emisi dan emiten terhadap *underpricing* atau *initial return* pada hari pertama perdagangan. Dikarenakan menurut Ellul dan Pagano (2006) menemukan bahwa ekspektasi *after market liquidity* dan risiko likuiditas merupakan faktor penentu dari *underpricing*. Adanya informasi asimetri atau perbedaan informasi yang dimiliki emiten, penjamin emisi dan investor dapat menyebabkan *underpricing*. *Underpricing* atau *positif initial return* terjadi jika penentuan harga penawaran saham IPO lebih rendah daripada harga penutupan pada hari pertama. Disebut *underpricing* karena peneliti menganggap bahwa harga penawaran yang ditetapkan oleh emiten dan penjamin emisi terlalu rendah.

Adanya informasi asimetri ini dapat menyebabkan investor khawatir mengenai risiko likuiditas saham IPO pada pasar sekunder (*after market liquidity*). Likuiditas merupakan salah satu faktor penting yang diperhatikan investor karena saham yang likuid merupakan saham yang dapat ditransaksikan dalam waktu singkat, dengan biaya yang murah dan dalam jumlah yang besar (Frensidy, 2008). Likuiditas ini dapat dilihat dari adanya *spread*. Karena peneliti ingin melihat bagaimana likuiditas pada hari pertama saham IPO diperdagangkan di BEI atau pada tanggal pencatatan di BEI, maka *spread* yang diukur merupakan *spread* yang terjadi pada tanggal hari pertama perdagangan. Dalam penelitian ini disebut sebagai *opening spread* karena *spread* yang diukur adalah *spread* yang terjadi pertama kali saat saham IPO diperdagangkan di BEI. Terdapat empat pengukuran *spread* antara lain : *quoted spread*, *quoted relative spread*, *effective spread* dan *relative effective spread*. *Quoted Spread* merupakan selisih antara harga ask dengan harga bid. Harga *ask* adalah harga penawaran terendah yang ditawarkan oleh investor yang ingin menjual saham tersebut. Sedangkan harga *bid* merupakan harga pembelian tertinggi yang diminta oleh investor yang ingin membeli saham tersebut. Jika besaran *quoted spread* dibagi rata-rata harga *bid* dan harga *ask*

maka akan mendapatkan *quoted relative spread* (Frensidy, 2008). *Quoted relative spread* ini adalah faktor penting yang dipertimbangkan investor dalam memutuskan untuk menggunakan *market order* atau *limit order*. *Market order* adalah instruksi untuk bertransaksi pada harga terbaik yang ada di pasar saat ini. Sedangkan *limit order* adalah instruksi untuk bertransaksi pada harga terbaik yang ada di pasar tetapi tidak boleh lebih jelek dari harga yang ditetapkan investor (Frensidy, 2008). Dalam penelitian ini pengukuran *spread* yang digunakan adalah *quoted relative spread*. Jika *quoted relative spread* yang terjadi semakin kecil maka saham tersebut semakin likuid. Sebaliknya jika *quoted relative spread* yang terjadi semakin besar maka saham tersebut semakin tidak likuid. Menurut Ellul dan Pagano (2006) ekspektasi kurang likuidnya saham setelah pasar perdana dan kurang dapat diprediksikannya likuiditas akan menyebabkan semakin besarnya *underpricing* saham IPO. Sehingga menurut Ellul dan Pagano (2006) terdapat hubungan positif antara *spread* dengan *underpricing*. Penelitian Ellul dan Pagano (2006) menggunakan pengukuran *effective spread* dalam mengukur *after market liquidity*.

Houge (2001) menyatakan bahwa pelaku pasar akan memperlebar *spread* ketika menghadapi ketidakpastian yang besar pada saat perdagangan awal atau IPO. Oleh karena itu *opening spread* merupakan indikasi awal dari adanya ketidakpastian pada saat proses IPO (Houge, 2001). Dimana terdapat hubungan positif antara ketidakpastian (*uncertainty*) dengan tingkat *underpricing* (Beatty dan Ritter, 1986). Karena ketidakpastian menunjukkan adanya potensi risiko pada saat proses penawaran sehingga adanya ketidakpastian yang besar menyiratkan tingkat *underpricing* yang besar (Houge, 2001). Derrien dan Kecskes (2007) dalam Chiang Tai (2010) menyatakan bahwa dengan ketidakpastian yang tinggi menyebabkan likuiditas setelah pasar (*after-market liquidity*) akan lebih rendah. Dimana dengan adanya ekspektasi bahwa akan terjadi likuiditas yang rendah setelah IPO maka penjamin emisi (*underwriter*) akan menetapkan harga penawaran yang lebih rendah untuk mengkompensasi investor (Derrien dan Kecskes, 2007 dalam Chiang Tai, 2010). Oleh karena itu tingginya *spread* dapat menyebabkan denominator dalam rasio *initial return* akan menjadi lebih tinggi dan kemudian rasio *initial return* menjadi lebih rendah. Selain itu penelitian

Chiang dan Tai (2010) membuktikan bahwa terdapat hubungan negatif antara *after market liquidity* yang diukur dengan *quoted relative spread* dengan *initial return*. Berbeda dari penelitian sebelumnya penelitian ini melakukan penelitian terhadap seluruh perusahaan yang melakukan IPO yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dalam periode 2002-April 2012.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan di atas, maka rumusan masalah yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Bagaimana pengaruh *opening spread* terhadap *underpricing* saham pada perusahaan yang melakukan IPO ?
- b. Bagaimana pengaruh reputasi penjamin emisi (*underwriter*) terhadap *underpricing* saham pada perusahaan yang melakukan IPO ?
- c. Bagaimana pengaruh reputasi auditor terhadap *underpricing* saham pada perusahaan yang melakukan IPO ?

1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan perumusan masalah yang telah disebutkan sebelumnya, maka tujuan penelitian ini adalah :

- a. Mengetahui pengaruh *opening spread* terhadap *underpricing* saham pada perusahaan yang melakukan IPO.
- b. Mengetahui pengaruh reputasi penjamin emisi (*underwriter*) terhadap *underpricing* saham pada perusahaan yang melakukan IPO.
- c. Mengetahui pengaruh reputasi auditor terhadap *underpricing* saham pada perusahaan yang melakukan IPO.

1.4 Manfaat penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah :

1. Bagi emiten atau calon emiten

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi para emiten atau calon emiten yang ingin menerbitkan saham di pasar perdana mengenai adanya faktor informasi asimetri yang dimana

underwriter (penjamin emisi) memiliki lebih banyak informasi atau pengetahuan mengenai kondisi pasar dibandingkan dengan emiten.

2. Bagi Penjamin Emisi

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan didalam menentukan harga penawaran perdana untuk memperoleh harga yang baik agar saham yang ditawarkan dapat terjual semua.

3. Bagi Investor

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi para investor dalam memperoleh informasi yang dapat membantu menyusun strategi investasi dimasa yang akan datang. Selain itu investor dapat mempertimbangkan adanya kesenjangan informasi atau informasi asimetri antara investor dengan emiten dan penjamin emisi. Dimana penjamin emisi dan emiten yang menentukan harga penawaran dipasar perdana. Sehingga investor harus mempertimbangkan apakah dengan adanya penetapan harga penawaran yang *underpriced*, saham tersebut akan likuid di pasar sekunder untuk itu investor harus mempertimbangkan risiko likuiditas saham di pasar sekunder.

4. Akademis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat dan dapat dijadikan salah satu tambahan referensi bagi akademisi yang berminat dalam meneliti faktor – faktor yang mempengaruhi *underpricing* saham IPO.

1.5 Batasan Penelitian

Dalam penelitian ini penulis hanya meneliti pengaruh *opening spread* yang terjadi pada hari pertama perdagangan di BEI, reputasi *underwriter* dan reputasi auditor terhadap *underpricing* saham IPO pada perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 2002 sampai dengan April 2012.

1.6 Sistematika Penulisan

Bab 1. Pendahuluan

Bab ini menjelaskan secara umum mengenai latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, batasan penelitian dan sistematika penulisan.

Bab 2. Landasan teori

Bab ini menjelaskan teori-teori yang berkaitan *underpricing* saham IPO dan faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing*, serta hasil studi yang telah dilakukan sebelumnya mengenai hal tersebut. Penjelasan dalam bab ini akan digunakan untuk merumuskan hipotesis yang akan diuji.

Bab 3. Metodologi Penelitian

Bab ini menjelaskan tentang model penelitian, operasional variabel, pemilihan sampel penelitian, sumber data yang digunakan untuk penelitian serta metode analisis data.

Bab 4. Pembahasan

Bab ini menjelaskan tentang hasil pengolahan data, pengujian model regresi, serta analisis data.

Bab 5. Kesimpulan dan Saran

Bab ini merupakan bagian penutup dimana merangkum latar belakang, tujuan, hasil penelitian, serta analisisnya. Selain itu, terdapat juga saran-saran berisi kesimpulan dari seluruh isi laporan dan saran-saran sebagai referensi untuk penelitian berikutnya.

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Pasar Modal di Indonesia

Menurut UU No. 8 Tahun 1995 mengenai pasar modal, pasar modal didefinisikan sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Efek merupakan surat berharga yang berupa surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek dan setiap derivatif dari efek. Peran pasar modal menurut UU No. 8 Tahun 1995 adalah sebagai salah satu sumber pembiayaan bagi dunia usaha dan wahana investasi bagi masyarakat.

Pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka adalah bursa efek. Pada tahun 1995 di Indonesia memiliki dua bursa efek yaitu Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Pada tahun 2007 Bursa Efek Jakarta melakukan merger dengan Bursa Efek Surabaya sehingga menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI). Sedangkan Badan yang bertugas untuk melakukan pembinaan, pengaturan dan pengawasan sehari-hari kegiatan pasar modal dengan tujuan mewujudkan terciptanya kegiatan pasar modal yang teratur, wajar, efisien, serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat adalah Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam). Bapepam berada di bawah dan bertanggung jawab kepada Menteri.

Di Indonesia peraturan yang mengatur mengenai pasar modal adalah Undang-Undang no. 8 Tahun 1995 yang berlaku efektif sejak tanggal 1 Januari 1996. Undang-undang ini dilengkapi dengan Peraturan Pemerintah No. 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal, serta Peraturan Pemerintah No. 46 Tahun 1995 tentang Tata Cara Pemeriksaan di Bidang Pasar Modal. Sedangkan penanaman modal diatur dalam Undang Undang No. 25 tahun 2007.

2.2 Pasar Perdana dan Pasar Sekunder

Dalam pasar modal di Indonesia terdapat pasar perdana (*primary market*) dan pasar sekunder (*secondary market*).

2.2.1 Pasar perdana (*primary market*)

Pasar perdana adalah pasar dimana efek-efek diperdagangkan untuk pertama kalinya, sebelum dicatatkan di Bursa Efek. Pada pasar perdana, saham dan efek lainnya untuk pertama kalinya ditawarkan kepada investor oleh pihak penjamin emisi (*underwriter*) melalui perantara pedagang efek (Broker-Dealer). Broker-Dealer bertindak sebagai agen penjual saham. Proses ini disebut sebagai Penawaran Umum Perdana (*Initial Public Offering/IPO*).



Gambar 2.1 : Proses Perdagangan pada Pasar Perdana
 Sumber : www.bapepam.go.id/old/old/news/Juni2003/BAB%20III.pdf

Berikut ini adalah prosedur penawaran dan pemesanan efek di pasar perdana, antara lain (Bapepam.go.id):

- a. Penawaran Perdana suatu saham atau obligasi suatu perusahaan kepada investor publik dilakukan melalui penjamin emisi dan agen penjual. Tata cara pemesanan saham atau obligasi seperti harga penawaran, jumlah saham yang ditawarkan, masa penawaran dan informasi lain yang penting harus dipublikasikan di surat kabar dan juga dibagikan ke publik dalam bentuk prospektus.
- b. Investor yang berminat, dapat memesan saham atau obligasi dengan cara menghubungi penjamin emisi atau agen penjual dan kemudian mengikuti prosedur yang telah ditetapkan.

- c. Investor kemudian melakukan pemesanan saham atau obligasi tersebut dengan disertai pembayaran.
- d. Penjamin emisi dan agen penjual kemudian mengumumkan hasil penawaran umum tersebut kepada investor yang telah melakukan pemesanan.
- e. Proses penjatahan saham atau obligasi (biasa disebut dengan *allotment*) kepada investor yang telah memesan dilakukan oleh penjamin emisi dan emiten yang mengeluarkan saham atau obligasi. Sehubungan dengan proses penjatahan, ada beberapa istilah yang harus diperhatikan:
 - *Undersubscribed* adalah kondisi dimana total Saham atau Obligasi yang dipesan oleh investor kurang dari total Saham atau Obligasi yang ditawarkan. Dalam kondisi seperti ini, semua investor pasti akan mendapat Saham atau Obligasi sesuai dengan jumlah yang dipesannya.
 - *Oversubscribed* adalah kondisi dimana total Saham atau Obligasi yang dipesan oleh investor melebihi jumlah total Saham atau Obligasi yang ditawarkan. Dalam kondisi ini, terdapat kemungkinan investor mendapatkan Saham atau Obligasi kurang dari jumlah yang dipesan, atau bahkan mungkin tidak mendapatkan sama sekali.
- f. Apabila jumlah saham atau obligasi yang didapat oleh investor kurang dari jumlah yang dipesan, atau telah terjadi *oversubscribed*, maka kelebihan dana investor akan dikembalikan (proses ini sering disebut dengan “*refund*”).
- g. Saham atau Obligasi tersebut kemudian didistribusikan kepada investor melalui Penjamin Emisi dan Agen Penjualan.

2.2.2 Pasar sekunder (*secondary market*)

Pasar sekunder adalah pasar di mana efek-efek yang telah dicatatkan di Bursa Efek diperjual-belikan. Dalam pasar sekunder para investor membeli atau menjual efek-efek yang tercatat di Bursa, setelah terlaksananya penawaran perdana. Efek-efek tersebut diperdagangkan dari satu investor kepada investor lainnya.

2.3 Penawaran Umum Perdana atau *Initial Public Offering* (IPO)

Menurut UU Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, penawaran umum adalah kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur dalam undang-undang dan peraturan pelaksanaannya. Penerbitan dan penawaran sekuritas perusahaan kepada masyarakat umum dilakukan pertama kali di pasar perdana. IPO (*Initial Public Offering*) merupakan pasar perdana bagi suatu perusahaan untuk menawarkan efeknya (saham, obligasi dan surat-surat berharga lainnya) kepada publik. Bagi suatu perusahaan (emiten) IPO secara finansial merupakan sarana untuk memperoleh modal untuk pengembangan bisnis perusahaannya. Berdasarkan UU Pasar Modal no. 8 tahun 1995 pasal 70, yang dapat melakukan penawaran umum hanyalah emiten yang telah menyampaikan pernyataan pendaftaran kepada Bapepam untuk menawarkan atau menjual efek kepada masyarakat dan pernyataan pendaftaran tersebut telah efektif. Harga saham perdana di pasar perdana ditentukan oleh emiten dan penjamin emisi.

2.3.1 Proses IPO (Penawaran Umum Saham Perdana) di Indonesia

Berikut ini adalah tahapan-tahapan dalam proses penawaran umum saham perdana (IPO) di Indonesia sesuai dengan Peraturan Bapepam – LK Nomor IX. A.2, Keputusan Ketua Bapepam Nomor : KEP-122/BL/2009, antara lain :

1. Tahap Persiapan

Pada tahap persiapan yang harus dilakukan oleh sebuah perusahaan yang akan melakukan penawaran umum perdana saham adalah mengadakan RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) diantara pemilik saham sebelum *go public*. Sebelum perusahaan melakukan IPO, biasanya saham perusahaan dimiliki oleh pihak internal seperti manajer-manajer perusahaan, pegawai kunci dan sejumlah kecil investor. Penawaran umum perdana saham harus disetujui terlebih dahulu oleh pemegang saham. Karena penawaran umum perdana saham akan melibatkan pemodal baru di luar pemegang saham yang ada, maka perlu diputuskan apakah kehadiran pemodal baru nantinya akan mengubah masing-masing kepemilikan para pemegang saham lama. Berapa modal yang dibutuhkan dan berapa modal

yang akan disetor masing-masing pemegang saham harus memperoleh persetujuan pemegang saham lama.

Setelah memperoleh persetujuan dari semua pemegang saham untuk melakukan penawaran umum perdana saham, maka perusahaan menunjuk penjamin emisi (*underwriter*). Penjamin emisi (*underwriter*) adalah perusahaan efek yang nantinya akan menjabatani perusahaan efek tersebut ke pasar modal. Sebagai penjamin emisi efek maka perusahaan efek akan menyiapkan dokumen dan bersama dengan perusahaan menunjuk pihak-pihak seperti profesi penunjang pasar modal untuk membantu proses *go public*. Menurut UU Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 profesi penunjang pasar modal tersebut, antara lain :

- Akuntan publik
Bertugas mengaudit laporan keuangan perusahaan (emiten) yang akan melakukan penawaran umum perdana saham sehingga benar-benar layak untuk *go public*. Akuntan publik tersebut adalah akuntan publik yang telah memperoleh izin dari Menteri dan terdaftar di Bapepam.
- Konsultan hukum
Konsultan hukum merupakan ahli hukum yang memberikan pendapat hukum kepada pihak lain dan terdaftar di Bapepam.
- Notaris
Notaris adalah pejabat umum yang berwenang membuat akta otentik dan terdaftar di Bapepam. Notaris ini bertugas mengubah anggaran dasar dan anggaran rumah tangga perusahaan.
- Penilai
Penilai (*appraisal*) adalah pihak yang memberikan penilaian atas aset perusahaan dan terdaftar di Bapepam. Penilai ini bertanggung jawab memberikan penilaian riil atas aset perusahaan.
- Profesi lain yang ditetapkan dengan Peraturan Pemerintah

2. Tahap Pernyataan Pendaftaran ke Bapepam-LK

Dalam melakukan penawaran umum perdana saham, calon emiten wajib menyampaikan Pernyataan Pendaftaran kepada Bapepam dan LK untuk mendapatkan pernyataan efektif. Tata cara penyampaian Pernyataan Pendaftaran

ini diatur di dalam UU Pasar Modal No. 8 Tahun 1995. Emiten melalui penjamin emisi menyampaikan pernyataan pendaftaran emisi efek kepada Bapepam LK. Ketentuan yang harus dipenuhi oleh calon emiten, yaitu : (i) bentuk dan isi pernyataan pendaftaran dalam rangka penawaran umum, (ii) surat pengantar untuk pernyataan pendaftaran dalam rangka penawaran umum, (iii) ketentuan umum pengajuan pernyataan pendaftaran. Dokumen Pernyataan Pendaftaran yang disampaikan sesuai ketentuan yang berlaku selanjutnya akan ditelaah dan diberikan tanggapan secara tertulis oleh Bapepam LK. Setelah calon emiten menyampaikan perbaikan atas tanggapan tertulis dari Bapepam LK tersebut, maka Bapepam LK akan mengeluarkan izin untuk mempublikasikan Prospektus ke masyarakat.

Setelah diberikan izin oleh pihak Bapepam dan LK, Prospektus ringkas diumumkan disurat kabar dan merupakan dimulainya masa penawaran awal (*book building*) untuk menjangkau minat calon investor. Pihak perusahaan yang diwakili oleh penjamin efek (*underwriter*) melakukan *bookbuilding* atau penawaran awal. *Bookbuilding* merupakan ajakan baik secara langsung maupun tidak langsung dengan menggunakan prospektus awal yang antara lain bertujuan untuk mengetahui minat calon pembeli atas efek yang akan ditawarkan dan atau perkiraan harga penawaran efek. Meskipun telah dilakukan *bookbuiding*, kemungkinan *underpricing* tetap ada karena harga yang ditetapkan pada *bookbuiding* belum mewakili keinginan keseluruhan investor. Masa penawaran awal ini dapat dilakukan antara 7 sampai 21 hari kerja.

Setelah masa penawaran awal berakhir, calon emiten wajib menyampaikan konfirmasi mengenai harga penawaran serta keterbukaan informasi lain kepada Bapepam dan LK. Dengan diterimanya konfirmasi tersebut, Bapepam dan LK akan memberikan surat pernyataan efektifnya atas pernyataan pendaftaran dimaksud. Surat pernyataan efektif tersebut harus ditindaklanjuti Emiten dengan pengumuman kepada masyarakat mengenai perubahan atau tambahan atas Prospektus Ringkas yang telah diumumkan sebelumnya. Setelah itu calon emiten dapat memulai memasuki masa penawaran umum sahamnya kepada masyarakat.

3. Tahap Masa Penawaran Umum

Dari prospektus perusahaan, investor dapat mengetahui kondisi perusahaan sehingga dapat memutuskan apakah membeli efek yang ditawarkan atau tidak. Dalam melakukan penawaran perdana, investor sudah dapat membeli saham. Masa Penawaran Umum saham perdana kepada masyarakat dibatasi antara 1 sampai dengan 5 hari kerja. Setelah berakhirnya masa penawaran tersebut, dalam waktu paling lambat 2 hari kerja, emiten wajib menyelesaikan penjatahan atas permintaan pemesanan saham yang disampaikan para investor. Penjatahan efek diperlukan jika permintaan melebihi persediaan. Selain itu penjatahan efek ini diperlukan untuk menghindari efek jatuh kepada sedikit investor, sebab semakin sedikit investor yang memegang efek, semakin tidak likuid efek tersebut di pasar sekunder. Dalam waktu 2 hari setelah penjatahan, akan dilakukan distribusi saham kepada pihak yang berhak dan pengembalian uang pemesanan (*refund*) terhadap investor. Selanjutnya, tahapan berikutnya adalah pencatatan saham hasil IPO ke Bursa Efek, apabila Emiten bermaksud agar sahamnya dapat diperdagangkan di bursa.

4. Tahap Pencatatan di Bursa Efek

Setelah melakukan penawaran umum di pasar perdana, saham kemudian di daftarkan di bursa untuk ditransaksikan kembali antar investor, maka yang perlu diperhatikan oleh perusahaan adalah apakah perusahaan yang melakukan IPO tersebut memenuhi ketentuan dan persyaratan yang berlaku di BEI (*listing requirement*). Pemenuhan ketentuan listing ini sebelumnya sudah dilakukan dengan penandatanganan perjanjian pendahuluan pencatatan efek antara calon emiten dengan Bursa Efek.

Apabila memenuhi persyaratan, maka perlu ditentukan papan perdagangan yang menjadi papan pencatatan emiten itu. Papan pencatatan yang tersedia di Bursa Efek Indonesia terdiri dari dua : Papan Utama (*Main Board*) dan Papan Pengembangan (*Development Board*). Sebagaimana namanya, papan utama merupakan papan perdagangan bagi emiten yang volume sahamnya cukup besar dengan kapitalisasi pasar yang besar, sedangkan papan pengembangan adalah khusus bagi pencatatan saham-saham yang tengah berkembang.

2.3.2 Proses *Bookbuilding* Saham IPO di Bursa Efek Indonesia

Penawaran Awal (*bookbuilding*) menurut Peraturan Bapepam – LK Nomor IX. A.8, Keputusan Ketua Bapepam Nomor : KEP-41/PM/2000 adalah ajakan baik secara langsung maupun tidak langsung dengan menggunakan prospektus awal yang antara lain bertujuan untuk mengetahui minat calon pembeli atas efek yang akan ditawarkan dan atau perkiraan harga penawaran efek. Prospektus awal adalah dokumen tertulis yang memuat seluruh informasi dalam prospektus yang disampaikan kepada Bapepam sebagai bagian dari pernyataan pendaftaran, kecuali informasi mengenai nilai nominal, jumlah dan harga penawaran efek, penjaminan emisi efek, tingkat suku bunga obligasi, atau hal-hal lain yang berhubungan dengan persyaratan penawaran yang belum dapat ditentukan. Prospektus awal mencantumkan informasi mengenai kisaran jumlah efek yang akan ditawarkan dan kisaran harga penawaran efek serta hal-hal lain yang berhubungan dengan persyaratan penawaran. Penyampaian minat untuk membeli efek yang dilakukan dalam masa *bookbuilding* tersebut bersifat tidak mengikat dan bukan merupakan suatu pemesanan atas suatu Efek. Gambar 2.3 menunjukkan contoh proses IPO pada PT Indo Tambangraya Megah :



Gambar 2.3 : Contoh *Time Line* Proses IPO ITMG
 Sumber : Prospektus ITMG (2007) dan telah diolah kembali (2012)

Pada gambar 2.3 merupakan contoh proses IPO PT Indo Tambangraya Megah. Informasi tanggal dan keterangan dibawah ini diperoleh dari prospektus perusahaan dengan keterangan sebagai berikut :

- 7 Desember 2007 : Tanggal Efektif merupakan tanggal terpenuhinya persyaratan pernyataan pendaftaran sesuai dengan Peraturan Bapepam.
- 11-13 Desember 2007 : Masa Penawaran merupakan jangka waktu bagi masyarakat untuk dapat melakukan pemesanan atas saham yang ditawarkan.
- 17 Desember 2007 : Tanggal Penjatahan merupakan tanggal yang disetujui oleh perseroan bersama dengan penjamin emisi setelah penutupan masa penawaran dan pada saat dimana Manajer Penjatahan menetapkan penjatahan saham yang ditawarkan bagi setiap pemesan.
- 18 Desember 2007 : Tanggal Pencatatan pada Bursa Efek Indonesia dimana tanggal tersebut merupakan tanggal pencatatan saham yang ditawarkan untuk diperdagangkan di Bursa Efek.

Proses *bookbuilding* terjadi pada masa penawaran dimana pada tanggal tersebut investor yang berminat terhadap saham IPO dapat melakukan pemesanan pada tanggal tersebut. Proses *bookbuilding* saham IPO di Bursa Efek Indonesia (terusbelajarsaham.blogspot.com) :

1. Penjamin emisi mengumumkan rentang harga *bookbuilding* suatu saham, misalnya antara Rp 750 - 1100.
2. Selanjutnya penjamin emisi mengumpulkan pernyataan minat beli dari semua calon investor. Dalam pernyataan ini investor menyebut berapa jumlah saham yang dipesan dan di harga berapa. Harga ini harus di dalam rentang harga yang sudah ditentukan penjamin emisi.
3. Untuk investor yang sangat berminat mendapatkan jatah saham atas saham tersebut akan memasukkan minat beli di harga batas atas. Apabila terdapat banyak investor yang memasukkan harga tinggi, investor yang memasukkan harga rendah kemungkinan tidak akan mendapat jatah. Inilah sebabnya

kebanyakan investor pada proses *bookbuilding* memasukkan harga di batas atas.

4. Tindakan melakukan permintaan saham di harga tinggi beresiko rugi besar apabila investor tidak tahu seberapa besar animo pasar terhadap saham tersebut. Jika investor melakukan permintaan saham dengan harga tinggi padahal saham tersebut sepi peminatnya, maka investor akan mendapat banyak jatah saham yang tidak diminati orang lain. Sehingga harga saham akan turun waktu diperdagangkan di bursa dan investor akan rugi besar.
5. Setelah mengumpulkan semua minat beli, penjamin emisi lalu menentukan harga optimum di mana saham itu akan laku. Apabila peminat banyak, harga ditentukan di batas atas dan pemesan akan mendapat jatah sedikit. Jika peminat sedikit, harga ditentukan di batas bawah dan pemesan mungkin mendapat jatah banyak. Hal ini yang menyebabkan penjamin emisi menetapkan harga penawaran yang rendah (*underpriced*).
6. Harga yang ditentukan ini disebut harga penawaran umum. Semua investor membayar harga penawaran umum ini untuk jatah saham yang didapat.

2.4 Anomali – anomali dalam IPO

Terdapat tiga anomali yang biasanya terjadi dalam IPO yaitu *long term underperformance*, “hot” and “cold” market dan *underpricing*. Ketiga anomali ini telah banyak dijadikan obyek penelitian oleh para peneliti.

2.4.1 Long term Underperformance

Penelitian yang juga telah banyak diteliti menyangkut anomali IPO adalah mengenai kinerja jangka panjang saham pada periode-periode pasca IPO. Anomali yang kedua ini adalah *Longterm underperformance* yaitu adanya penurunan harga saham atau kinerja perusahaan yang telah menerbitkan harga saham dalam jangka panjang. Penurunan ini ditandai dengan menurunnya harga saham perusahaan dari waktu ke waktu dibandingkan dengan kinerja pasar secara keseluruhan maupun kinerja industri (Martani, 2003). Penurunan ini juga dapat ditemukan pada kinerja secara operasional emiten, yang dapat dilihat dari laba per saham, *return on asset*, pangsa pasar dan lain-lainya (Jain Barat & Omesh Kini 1993, McLaughlin et al. 1998, Chen et al.2000).

Hasil dari *underpricing* yang menyebabkan *Initial Return* yang positif dalam jangka pendek dan adanya penurunan kinerja perusahaan dalam jangka panjang, menyebabkan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) dari saham IPO membentuk pola naik turun. Hal ini menunjukkan bahwa harga yang terjadi pada saat di awal pasar sekunder bukanlah harga yang wajar. Dalam jangka panjang, *Initial Return* positif yang diperoleh pada *underpricing* akan hilang karena kerugian yang dialami dalam jangka panjang (Sembel, 1996).

2.4.2 *Hot and Cold Market*

Anomali yang ketiga adalah *hot and cold market* yaitu nilai *return* awal pada saat *hot* lebih tinggi dibandingkan harga penawaran dan *initial return* yang lebih tinggi pada kondisi pasar ramai (*bullish*) dibandingkan pada kondisi pasar sepi (*bearish*) (Ibottson dan Jafe 1975, Arosio, 2000 dalam Martani, 2003). *Hot and cold market* terjadi pada pasar penawaran publik perdana. Dalam literatur, *hot market* atau pasar ramai (*bullish*) dicirikan dengan volume penawaran yang sangat tinggi dan tidak lazim, sering terjadi kelebihan permintaan atas penawaran dan *underpricing* yang disengaja. Selain itu *hot market* dicirikan sebagai periode dimana lebih banyak perusahaan berkualitas tinggi memilih untuk *go publik* (Yolana, 2004). Sedangkan *cold market* atau pasar sepi (*bearish*) dicirikan dengan jarang terjadi kelebihan permintaan, *underpricing* lebih sedikit dan mempunyai penerbitan yang lebih rendah (Yolana, 2004).

Model *asymmetric information* memprediksikan bahwa *hot market* mendorong perusahaan yang kualitasnya baik untuk melakukan IPO karena biaya *asymmetric information* pada *hot market* akan lebih rendah (Arifin, 2010). Model *signalling* memprediksikan bahwa akan terjadi *hot market* ketika ekspektasi laba perusahaan-perusahaan meningkat (Allen dan Faulhaber, 1989). Choe, Masulis dan Nanda (1993) memprediksikan *hot market* ketika ada peningkatan pertumbuhan ekonomi karena hal ini akan meningkatkan potensi *cash flow* perusahaan.

2.4.3 *Underpricing*

Anomali yang banyak menjadi obyek penelitian adalah adanya penurunan harga saham setelah saham IPO diperdagangkan di pasar modal. Fenomena ini

sering disebut “*underpricing*” atau “*positif initial return*” (Martani, 2003). Fenomena *underpricing* sering dijadikan objek penelitian dikarenakan *underpricing* merupakan fenomena yang umum dan sering terjadi di pasar modal maupun saat emiten melakukan IPO (Yolana dan Martani, 2005). Fenomena ini disebut sebagai *underpricing* karena Martani (2003) beranggapan bahwa harga penawaran yang ditetapkan terlalu rendah, sebab harga yang terjadi dipasar sekunder mencerminkan harga dalam kondisi keseimbangan (*full information*). Martani (2003) menyebutnya sebagai *positif initial return* dikarenakan adanya anggapan bahwa harga yang ditetapkan telah benar (*full information price*), kenaikan harga dipasar sekunder menunjukkan adanya *positive return* dan harga keseimbangan. Sedangkan kondisi *overpricing* adalah kebalikan dari *underpricing*. *Underpricing* ditunjukkan dengan adanya *initial return* yang diterima investor (Yolana, 2004). *Initial return* adalah keuntungan yang diperoleh investor karena ada perbedaan harga saham yang dibeli di pasar perdana dengan harga saham tersebut jika dijual pada hari pertama di pasar sekunder. Faktor-faktor yang menyebabkan terjadinya fenomena *underpricing* :

- Harga penawaran yang ditetapkan lebih rendah dari nilai wajar saham (Yolana, 2004). Penetapan harga penawaran yang lebih rendah dapat disebabkan adanya kesenjangan informasi (*assymetry information*) antara penjamin emisi dengan emiten. Dimana penjamin emisi (*underwriter*) lebih mengetahui tentang kondisi pasar modal dibandingkan dengan emiten. Sehingga emiten menerima harga penawaran yang disarankan penjamin emisinya. Biasanya penjamin emisi (*underwriter*) menetapkan harga penawaran yang lebih rendah dikarenakan untuk memperkecil risiko jika harus membeli saham emiten yang tidak laku.

Kesenjangan informasi dapat juga terjadi antara investor yang memiliki informasi dan yang tidak memiliki informasi. Dimana investor yang memiliki banyak informasi akan membeli saham-saham yang memberikan *return* sedangkan investor yang kurang atau tidak memiliki informasi akan membeli saham secara acak baik yang memberikan *return* maupun yang tidak. Akibatnya investor yang tidak memiliki informasi akan merasa rugi dan tidak mau berpartisipasi kembali dalam pembelian saham. Untuk menarik agar

investor ini mau berpartisipasi lagi maka harga penawaran dibuat lebih rendah.

Selain itu kesenjangan informasi dapat terjadi antara emiten dengan investor, dimana emiten memiliki lebih banyak informasi dibandingkan dengan investor. Harga penawaran yang rendah saat IPO bertujuan untuk mendapatkan harga saham yang lebih baik atau dengan harga yang lebih tinggi pada penawaran yang lain, dimana emiten hanya akan menjual saham yang relatif kecil pada saat IPO dan secara bertahap akan menambahnya pada *secondary offering* (Ibottson, 1975 dalam Martani, 2003).

- Pasar atau investor terlalu optimis dalam menilai penawaran saham emiten. Akibatnya harga saham akan naik saat diperdagangkan di pasar sekunder (Yolana, 2004).
- Positif *initial return* dapat terjadi karena penjamin emisi (*underwriter*) memberikan dukungan atau stabilisasi harga. Dikarenakan penjamin emisi ingin menjaga reputasi atau hubungan baiknya dengan investor maka penjamin emisi memberikan dukungan atau stabilisasi harga untuk menjaga agar harga saham tidak turun jauh dari harga penawarannya (Yolana, 2004).

Dari penelitian sebelumnya jika dilihat dari teori informasi asimetri, reputasi penjamin emisi dapat mengurangi ketidakpastian harga saham sehingga arahnya negatif terhadap *underpricing*. Tetapi jika dikaitkan dengan teori sinyal (*signalling theory*), reputasi penjamin emisi berhubungan positif terhadap *underpricing*, dimana semakin baik reputasi penjamin emisi maka *underpricing* akan semakin tinggi yang berarti bahwa emiten yang dijamin oleh penjamin emisi yang mempunyai reputasi yang baik akan banyak dicari oleh investor.

2.4.3.1 Teori Fenomena Terjadinya *Underpricing*

Terdapat beberapa teori yang menjelaskan fenomena terjadinya *underpricing*, antara lain (Yolana, 2004):

1. *The winner's curse hypothesis*

Model *winner's curse hypothesis* dikembangkan oleh Rock (1986) yang menjelaskan bahwa *underpricing* terjadi karena adanya kesenjangan informasi

(*assymetry information*) antar investor dimana terdapat investor yang memiliki informasi (*informed investor*) dan investor yang tidak memiliki informasi (*uninformed investor*). Investor yang memiliki informasi mengetahui nilai sebenarnya dari saham sehingga akan membeli saham yang memberikan *return* tinggi di masa mendatang, sedangkan investor yang tidak memiliki informasi akan membeli saham secara acak sehingga akan membeli saham yang memberikan *return* tinggi maupun yang tidak. Investor yang tidak memiliki informasi cenderung membeli saham yang *overpriced*. Akibatnya investor yang tidak memiliki informasi akan mengalami kerugian yang lebih besar dan memilih untuk meninggalkan pasar. Harga penawaran dibuat *underpriced* atau dibuat cukup berada dibawah tingkat harga wajar agar semua kelompok investor dapat berpartisipasi dalam pasar perdana dan memungkinkan memperoleh *return* yang wajar dan dapat menutup kerugian akibat pembelian saham yang terlalu tinggi (*overpriced*).

2. ***The investment banker's monopsony power hypothesis***

Fenomena *underpricing* lain pada penerbitan saham perdana yaitu adanya pengaruh dari bank investasi (*investment banker*) yang memanfaatkan pengetahuan mereka atas kondisi pasar untuk melakukan *underpricing* pada penawaran perdana. Hal ini dilakukan dengan cara menetapkan harga penawaran dibawah harga wajar. Model ini berasumsi bahwa perusahaan tidak mengetahui nilai wajar dari saham perusahaan mereka sendiri. Oleh karena itu perusahaan harus bergantung pada bank investasi untuk memperoleh informasi yang akurat mengenai harga saham mereka tersebut. Bank investasi atau peneliti menyebutnya sebagai penjamin emisi memegang peranan penting dalam menentukan harga saham.

Dalam model Baron (1982), penjamin emisi dianggap mempunyai informasi mengenai kondisi pasar dan permintaan potensial, sementara emiten tidak memiliki akses atas informasi tersebut. Penjamin emisi akan memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk membuat kesepakatan harga penawaran perdana untuk dapat memperkecil risikonya jika saham tidak terjual seluruhnya. Sedangkan emiten yang kurang memiliki informasi atas kondisi pasar cenderung untuk menerima harga kesepakatan yang ditentukan oleh penjamin emisi. Baron

dan Hamstrong (1980) mengemukakan bahwa konflik kepentingan antara penjamin emisi dan emiten menyebabkan penjamin emisi menetapkan harga dibawah harga seharusnya. Hal ini dilakukan untuk menjamin agar saham IPO dapat terjual semua sehingga secara tidak langsung penurunan harga tersebut dapat mengurangi biaya dan mengurangi kegiatan pemasaran dan pendistribusian yang akhirnya akan meningkatkan keuntungan penjamin emisi (Martani, 2003). Namun Baron dan Homstrong (1980) mengemukakan bahwa penjamin emisi harus meminimalkan penurunan harga tersebut agar emitennya tidak pindah ke perusahaan penjamin emisi lainnya. Besar penurunan harga ini sangat dipengaruhi dari bentuk kontrak antara penjamin emisi dan emiten serta biaya dari proses IPO yang akan diminta oleh penjamin emisi. Terdapat kelemahan dari model Baron dimana penjamin emisi akan berusaha menjaga reputasinya di mata emiten, sehingga penjamin emisi tidak mudah menentukan harga penawaran yang merugikan kepentingan emiten (Martani, 2003).

3. ***The signaling hypothesis (Hipotesis Sinyalisasi)***

Signaling theory merupakan suatu teori dimana perusahaan yang akan menerbitkan saham mengetahui dengan pasti nilai dari saham mereka dan investor tidak mempunyai informasi tersebut (Allen dan Faulhaber, 1989 dan Welch, 1989). Dalam model ini diasumsikan bahwa emiten mempunyai lebih banyak informasi mengenai keadaan perusahaannya dibandingkan dengan investor. Allen dan Faulhaber (1989) mengasumsikan bahwa emiten memiliki informasi rahasia mengenai kualitas proyek investasi yang dimiliki perusahaannya, sedangkan investor tidak memiliki informasi tersebut. Dengan adanya proyek-proyek investasi yang berkualitas dari perusahaan tersebut akan menarik perhatian investor mengenai kualitas investasi tersebut dengan menetapkan harga saham perdana yang rendah. Ketika investor mengetahui adanya proyek investasi yang berkualitas maka investor akan mencari dan membeli saham ini yang akan mengakibatkan harga saham akan meningkat pada penawaran saham berikutnya. Jika harga saham di pasar sekunder meningkat, maka diharapkan emiten dapat menikmati harga saham yang tinggi pada saat melakukan penawaran saham berikutnya (*seasoned equity offering*). Harga saham IPO yang dibuat *underpriced*

dengan tujuan agar emiten dapat menjual penawaran lainnya dengan harga yang lebih tinggi di waktu mendatang daripada penawaran perdananya merupakan model dari Ibbotson (1975). Dimana emiten hanya akan menjual saham yang relatif kecil pada saat IPO dan secara bertahap akan menambahnya pada *secondary offering*.

4. *The ownership dispersion hypothesis*

Ada beberapa emiten yang menawarkan saham perdananya dengan sengaja membuat harga sahamnya *underpriced*, hal ini dilakukan untuk menghasilkan *excess demand* dan dengan begitu sahamnya akan tersebar pada banyak investor. Penyebaran saham milik perusahaan bertujuan untuk menambah likuiditas perusahaan dan perusahaan juga tidak mudah dijatuhkan pesaingnya karena kepemilikan saham tersebar (Ritter, 1998 dalam Yolana, 2004).

5. *The uncertainty of company value (Ketidakpastian Nilai Perusahaan)*

Adanya ketidakpastian akan nilai perusahaan di masa mendatang akan membuat investor menjadi tidak yakin untuk menginvestasikan uangnya pada saham emiten tersebut karena semakin tinggi tingkat ketidakpastian nilai perusahaan maka semakin tinggi risiko yang harus ditanggung oleh investor jika berinvestasi pada perusahaan tersebut. Dikarenakan emiten tidak ingin kehilangan calon investor maka risiko ketidakpastian tersebut akan dikompensasikan dengan positif *initial return* atau *underpricing* yang akan diperoleh di pasar sekunder (Beatty dan Ritter, 1986). Beatty dan Ritter (1986) menunjukkan bahwa terdapat hubungan langsung antara *underpricing* dan tingkat ketidakpastian nilai perusahaan. Friedlan (1993) menemukan bahwa faktor ketidakpastian menentukan besarnya *underpricing* dimana semakin kecil ketidakpastian maka tingkat *underpricing* akan semakin kecil.

6. *Underwriter Reputation Hypothesis (Hipotesis Reputasi Penjamin Emisi)*

Carter dan Manaster (1990) mengungkapkan bahwa terdapat hubungan antara semakin baik reputasi penjamin emisi dengan risiko yang lebih rendah dari penawaran umum perdana. Untuk menjaga reputasinya, penjamin emisi akan

memilih perusahaan yang memiliki risiko rendah dalam melakukan penawaran umum perdana, sehingga tingkat ketidakpastian dan kesenjangan informasi atau informasi asimetri menjadi lebih kecil. Selain itu Beatty dan Ritter (1986) menganggap bahwa penjamin emisi peduli terhadap reputasinya sehingga tidak ingin menetapkan harga *underpricing* yang terlalu rendah.

7. *Earnings Management* (Manajemen Laba)

Praktek manajemen laba yang dilakukan oleh emiten pada saat menjelang IPO dilakukan dengan cara menaikkan laba (*income increasing*) dengan mengakui pendapatan masa depan menjadi pendapatan saat ini, sehingga laba pada periode IPO akan dilaporkan lebih tinggi daripada yang seharusnya (Yolana, 2004). Meskipun perusahaan dalam jangka pendek dapat melaporkan laba yang tinggi namun dalam jangka panjang perusahaan akan mengalami penurunan kinerja. Adanya informasi asimetri pada saat IPO mendorong manajemen melakukan manajemen laba sebelum dan sesudah penawaran. Sikap oportunistik ini dilakukan manajemen dengan harapan investor akan memberikan penilaian positif terhadap perusahaan dan merespon penawaran yang dilakukan perusahaan sehingga tertarik untuk membeli saham perusahaan tersebut. Manajemen laba akan mengakibatkan penurunan kinerja (*underperformance*) setelah penawaran (Tech *et al*, 1998). Tech *et al* (1998) menunjukkan bahwa penurunan kinerja perusahaan IPO berhubungan positif dengan *discretionary accruals* pada tahun perusahaan melakukan IPO. Perusahaan dengan *discretionary accruals* tinggi cenderung memiliki penurunan kinerja yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang *discretionary accruals* saat IPOnya rendah.

Friedlan (1994) mengungkapkan keberadaan praktik manajemen laba pada perusahaan yang melakukan IPO dengan menggunakan metode pengukuran akrual. Aharony (1993), membuktikan bahwa perusahaan IPO melakukan manajemen laba dengan cara mengganti metode akuntansi sebelum IPO agar mendapatkan laba yang lebih tinggi. Aharony *et al* berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki ukuran kecil dan memiliki *financial leverage* (rasio hutang terhadap modal) yang tinggi.

8. *The lawsuit avoidance hypothesis* (Hipotesis Penghindaran Perkara)

Tinic (1988) mengemukakan bahwa jika informasi yang terdapat dalam prospektus emiten terbukti ada yang tidak benar sehingga menimbulkan tuntutan hukum, maka penjamin emisi menetapkan harga perdana yang lebih rendah dari nilai wajar. Hal ini dijadikan sebagai kompensasi kerugian investor karena untuk menghindari kemungkinan terjadinya tuntutan hukum. Sehingga *underpricing* merupakan bentuk asuransi apabila informasi yang diberikan dalam prospektus ternyata ada yang tidak benar.

2.4.3.2 Faktor – Faktor yang Mempengaruhi *Underpricing*

Dalam penelitian ini akan dibahas beberapa faktor yang mempengaruhi *underpricing* antara lain :

1. Informasi Asimetri

Informasi asimetri menurut Pyndick dalam Wasilah (2004) adalah “*one side of the negotiation process has better information than the other*” maka dapat disimpulkan bahwa informasi asimetri terjadi apabila terdapat dua belah pihak yang memiliki informasi berbeda ketika akan melakukan proses negosiasi, dimana salah satu pihak memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan dengan pihak lainnya. Tipe-Tipe informasi asimetri antara lain :

Hubungan informasi asimetri dengan *underpricing*

Beatty (1989) mengungkapkan bahwa *underpricing* disebabkan oleh adanya kesenjangan informasi atau informasi asimetri. Terjadinya *underpricing* dapat disebabkan oleh adanya informasi asimetri antara emiten, penjamin emisi dan investor. Model informasi asimetri mengasumsikan bahwa salah satu dari ketiga pihak ini mengetahui informasi lebih banyak dari pihak lainnya sehingga mengurangi kekuatan penawaran optimal (Ljungqvist, 2006). Tingkat *underpricing* dipengaruhi oleh adanya informasi asimetri tentang ketidakpastian di masa yang akan datang mengenai nilai dan pendapatan perusahaan setelah perusahaan memulai penawaran saham ke publik (Rock, 1986). Teori menyatakan bahwa semakin besar ketidakpastian (*uncertainty*) maka semakin besar

ekspektasi terjadinya *underpricing* sehingga terdapat hubungan positif antara keduanya (Beatty, 1989 dalam Sinaga, 2010).

Informasi asimetri salah satunya dapat terjadi karena adanya perbedaan informasi yang dimiliki oleh emiten dengan investor dan penjamin emisi (*underwriter*). Dimana emiten atau pihak internal perusahaan memiliki informasi tentang prospek perusahaan yang tidak diketahui seluruhnya oleh pihak eksternal seperti investor dan penjamin emisi (*underwriter*). Dalam hal ini untuk mengurangi adanya informasi asimetri tersebut maka pelaku pasar dan pihak yang berwenang menuntut adanya pengungkapan informasi yang diperlukan dalam memprediksi prospek masa depan yaitu melalui prospektus, laporan keuangan atau data publikasi lainnya (Sinaga, 2010). Selain itu, ada cara lain yang dapat digunakan untuk mengurangi adanya ketidakpastian atau *uncertainty* dari nilai perusahaan yaitu dengan menggunakan auditor yang berkualitas (Beatty, 1989 dan Zhang *et al*, 2007) dan menggunakan penjamin emisi (*underwriter*) yang bereputasi baik (Carter dan Manaster, 1990).

2. Reputasi Penjamin Emisi (*underwriter*)

Pada saat perusahaan melakukan penawaran umum perdana, emiten dan penjamin emisi (*underwriter*) secara bersama-sama menentukan harga saham. Penjamin emisi (*underwriter*) merupakan pihak yang memiliki lebih banyak informasi mengenai kondisi pasar modal, sedangkan emiten merupakan pihak yang tidak mengetahui tentang kondisi pasar modal (Rock, 1986). Dalam proses IPO, penjamin emisi (*underwriter*) mempunyai risiko atas tidak terjualnya saham emiten. Apabila terdapat saham yang masih tersisa atau belum terjual, maka *underwriter* berkewajiban untuk membelinya. Bagi *underwriter* yang belum mempunyai reputasi baik, akan sangat berhati-hati untuk menghindari risiko tersebut. Untuk menghindari risiko atas tidak terjualnya saham emiten, maka *underwriter* menginginkan harga perdana yang rendah. Bagi *underwriter* yang memiliki reputasi tinggi, mereka berani memberikan harga yang tinggi pula sebagai konsekuensi dari kualitas penjaminannya (Sinaga, 2010).

Penjamin emisi dianggap memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tinggi rendahnya tingkat *underpricing*. Hal ini dikarenakan peranan penjamin emisi yaitu sebagai pihak yang menghubungkan antara emiten dengan investor. Tinggi rendahnya tingkat *underpricing* timbul karena adanya kesenjangan informasi atau informasi asimetri antara penjamin emisi, emiten dan investor. Reputasi penjamin emisi (*underwriter*) dapat digunakan sebagai sinyal bagi investor dalam mengurangi ketidakpastian di masa yang akan datang (Beatty, 1989; Carter & Manaster, 1994). Penelitian Carter dan Manaster (1990) menemukan bahwa emiten yang menggunakan jasa penjamin emisi dengan kualitas tinggi dan reputasi yang baik akan mengurangi tingkat ketidakpastian yang tidak diungkapkan dalam prospektus. Dengan adanya penjamin emisi (*underwriter*) yang memiliki reputasi tinggi, risiko penawaran diharapkan menjadi lebih rendah karena akan lebih mudah untuk mendapatkan kepercayaan dari investor yang disajikan oleh *underwriter*. Oleh karena itu, dengan reputasi yang baik dari *underwriter*, maka tingkat *underpricing* akan lebih rendah.

Martani (2003) menyatakan bahwa berdasarkan teori sinyal (*signaling*), reputasi penjamin emisi memiliki hubungan positif dengan *return* awal atau *initial return* dimana semakin baik reputasi penjamin emisi maka tingkat *underpricing* akan semakin tinggi karena dengan adanya penjamin emisi yang mempunyai reputasi baik akan dapat memberikan sinyal positif bagi investor mengenai perusahaan IPO atau emiten tersebut. Namun berdasarkan teori informasi asimetri (*assymetry information*), reputasi penjamin emisi mempunyai hubungan negatif terhadap *initial return* dimana dengan adanya reputasi penjamin emisi yang baik dapat mengurangi kesenjangan informasi sehingga dapat mengurangi ketidakpastian harga di pasar sekunder.

3. Reputasi Auditor

Auditor mempunyai peranan penting dalam proses penawaran saham perdana, karena auditor memiliki peranan dalam melakukan pemeriksaan atas laporan keuangan perusahaan apakah telah sesuai dengan prinsip akuntansi dan ketentuan Bapepam serta memberikan pendapat atas kewajaran dari laporan keuangan perusahaan. Perusahaan yang akan melakukan proses penawaran saham

perdana atau IPO, umumnya akan memilih untuk menggunakan auditor yang dianggap memiliki kualitas tinggi (Firth dan Liao-Tan, 1998). Perusahaan yang menggunakan auditor yang berkualitas tinggi dapat diartikan sebagai sinyal kualitas emiten (Daljono, 2000). Jika emiten memilih auditor yang berkualitas baik, maka akan meningkatkan kepercayaan investor atas informasi keuangan yang disediakan oleh emiten sehingga akan menjadi bahan pertimbangan bagi investor dalam menanamkan modalnya. Hal ini berarti bahwa penggunaan auditor yang memiliki reputasi tinggi akan mengurangi ketidakpastian di masa mendatang.

Beatty (1989) melakukan penelitian terhadap faktor yang mempengaruhi *underpricing* dengan menggunakan variabel reputasi auditor, persentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, jenis kontrak *underwriter* dan indikator perusahaan minyak dan gas, menghasilkan bahwa reputasi auditor dan tingkat *underpricing* memiliki hubungan negatif dan signifikan. Dimana semakin baik reputasi auditor maka tingkat *underpricing* akan semakin rendah. Penelitian lain yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara reputasi auditor dengan *initial return* dikemukakan oleh Balvers et. Al. (1989), Carter dan Manaster (1990). Namun Zhang et al (2007) menemukan hal yang berbeda yaitu reputasi auditor dan tingkat *underpricing* mempunyai hubungan positif dimana reputasi auditor yang baik akan meningkatkan *initial return* karena auditor yang mempunyai reputasi baik dianggap sebagai *favorable signal* yang menambah nilai saham di pasar sekunder.

4. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dapat dinyatakan dalam total aset perusahaan karena aset merupakan tolak ukur besaran atau skala suatu perusahaan (Yolana dan Martani, 2005). Semakin besar total aset perusahaan maka akan semakin besar ukuran perusahaan tersebut. Aset perusahaan yang besar akan memberikan sinyal bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek perusahaan dan mengurangi ketidakpastian di masa depan (Yolana dan Martani, 2005). Hal ini diperkuat oleh *pecking order theory* yang menyatakan bahwa besarnya biaya dalam menerbitkan sekuritas dalam hal ini melakukan penawaran saham perdana hanya akan dapat ditanggung oleh perusahaan yang besar. Dimana didalam *pecking order theory*

menjelaskan bahwa perusahaan dalam mendapatkan sumber pendanaan lebih memilih untuk menggunakan pembiayaan internal (*internal financing*) karena apabila dengan menjual sekuritas memerlukan biaya yang besar (Ross, 2010).

Ritter (1987) dan Hanley (1993) membuktikan bahwa semakin kecil ukuran perusahaan maka tingkat *underpricing* akan semakin besar. Kooli dan Suret (2001) menjelaskan bahwa IPO yang dilakukan oleh perusahaan kecil akan lebih beresiko dibandingkan dengan perusahaan besar sehingga perusahaan kecil akan lebih sering mengalami *underpricing* dibandingkan perusahaan besar (Sulistio, 2005). Yolana dan Martani (2005) mengemukakan bahwa skala perusahaan terbukti mendukung teori *uncertainty of company value* yaitu ketidakpastian nilai perusahaan di masa datang akan membuat investor ragu untuk menginvestasikan uangnya di saham emiten. Argumennya adalah pada saat investor membaca prospektus dan menganalisa total aset atau skala perusahaan tersebut dinilai dapat dipergunakan untuk menambah penghasilan emiten dan mampu menutupi kewajibannya, maka risiko atas ketidakpastian di masa datang dapat diperkecil.

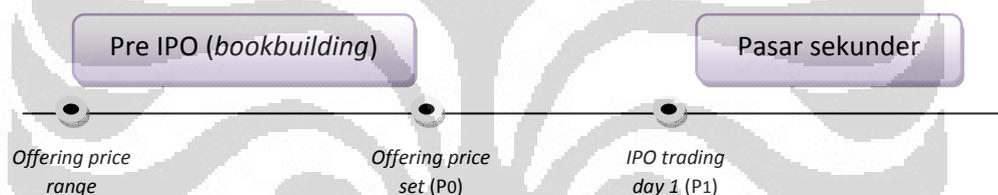
5. Umur Perusahaan

Boubaker (2011) menyatakan bahwa umur perusahaan memiliki dampak pada tingkat *underpricing*. Bagi perusahaan yang baru didirikan akan mempunyai ketidakpastian yang lebih besar. Sedangkan untuk perusahaan yang telah beroperasi selama bertahun-tahun akan mempunyai ketersediaan informasi tentang perusahaan sehingga akan mengurangi adanya informasi asimetri (Ritter, 1991 dan Hensler *et al*, 1997). Adanya ketidakpastian akan prospek perusahaan dimasa depan akan diperlihatkan oleh meningkatnya tingkat *underpricing* (Bilson and al, 2003). Penelitian yang dilakukan oleh Zhang et al. (2007) menyatakan bahwa umur perusahaan menunjukkan seberapa lama perusahaan dapat bertahan. Semakin lama perusahaan bertahan maka semakin banyak informasi yang diperoleh masyarakat mengenai perusahaan itu dan akan semakin mengurangi informasi asimetri dan memperkecil ketidakpastian di masa yang akan datang. Dengan adanya umur perusahaan yang lebih panjang akan memberikan kepercayaan bagi investor untuk berinvestasi.

6. *Bookbuilding*

Selain faktor-faktor yang telah dijelaskan sebelumnya terdapat faktor lain yang dapat menyebabkan *underpricing* yaitu salah satunya adalah *bookbuilding*. Jika dalam proses *bookbuilding* peminat dari saham emiten tersebut sedikit maka penjamin emisi (*underwriter*) akan menetapkan harga penawaran di batas bawah dan pemesan atau investor tersebut akan mendapatkan jatah yang banyak. Hal ini yang menyebabkan penjamin emisi menetapkan harga penawaran yang rendah (*underpriced*).

Tidak hanya di Indonesia yang melakukan proses *bookbuilding*, Taiwan juga menggunakan proses *bookbuilding* dalam menjual saham IPO. Chiang dan Tai (2010) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel perusahaan di Taiwan, menyatakan bahwa penjamin emisi (*underwriter*) dapat berperan aktif dalam meningkatkan likuiditas pada pasar sekunder (*after market liquidity*).



Gambar 2.4 Time Line Proses IPO
Sumber : Chiang dan Tai (2010)

Gambar 2.4 menunjukkan tahap proses IPO dari proses *bookbuilding* sampai dengan hari perdagangan pertama. Penjamin emisi akan mempertimbangkan adanya *private information* dan *public information* khususnya pada saat proses pre IPO untuk menentukan *range* harga penawaran. Setelah penjamin emisi mendapatkan informasi mengenai seberapa besar minat investor atas saham emiten maka penjamin emisi akan menetapkan harga penawaran atau *offering price* (Chiang dan Tai, 2010).

Banyaknya *private information* yang tetap dirahasiakan setelah IPO tergantung pada seberapa banyak informasi yang diungkapkan pada tahap proses IPO, hal ini tergantung pada mekanisme IPO yang digunakan apakah dengan

menggunakan *bookbuilding* atau *fixed price method* (Ellul dan Pagano, 2006). Busaba dan Chang (2002) dalam Ellul dan Pagano (2006) menunjukkan bahwa proses *bookbuilding* akan memunculkan banyak informasi dari *informed traders* pada tahap IPO dengan menjanjikan alokasi saham yang lebih besar bagi investor yang mengungkapkan informasi yang mereka miliki, sehingga akan mengurangi dampak *informed trader* pada pasar setelah perdagangan (*after market trading*) atau pasar sekunder.

Sebaliknya *fixed price method*, yang tidak memunculkan *private information* pada tahap IPO sehingga memungkinkan *informed trader* akan menggunakan informasi tersebut di pasar sekunder. Busaba dan Chang (2002) dalam Ellul dan Pagano (2006) menyatakan bahwa dibandingkan dengan *fixed price offering method*, proses *bookbuilding* akan memunculkan informasi dari *informed trader* pada tahap IPO sehingga akan mengurangi masalah *adverse selection* pada perdagangan pasar sekunder (*after market trading*).

2.5 Teori Likuiditas

Likuiditas menjadi salah satu faktor penting yang diperhatikan investor dalam pengambilan keputusan investasi selain dua faktor penting lainnya yaitu *return* dan risiko (Frensidy, 2008). Namun pemahaman mengenai likuiditas masih belum terlalu sempurna diterima oleh kebanyakan pelaku di pasar modal (Ekaputra, 2004 dalam Madihah, 2009). Pemahaman para pelaku pasar akan definisi dan ukuran likuiditas tidaklah sama. Belum ada kesepakatan bulat mengenai konsep likuiditas ini (Frensidy, 2008). Ada yang mengidentikkan likuiditas dengan kemudahan dan kecepatan bertransaksi. Ada pula yang mengaitkannya dengan volume transaksi. Sebagian investor lainnya lebih suka untuk menggunakan biaya transaksi yang rendah sebagai ukuran likuiditas. Selain itu ada investor yang melihat likuiditas dari seringnya terjadi transaksi atau frekuensi perdagangan (Frensidy, 2008).

Para pelaku perdagangan menyukai likuiditas karena likuiditas memungkinkan mereka untuk mengimplementasikan strategi-strategi perdagangan dengan mudah (Harris, 2003 dalam Madihah, 2009). Namun demikian, hingga kini belum terdapat keseragaman dan masih belum lengkapnya

pendefinisian mengenai likuiditas. Berikut beberapa definisi likuiditas dari beberapa peneliti, antara lain :

- Bayer *et al* (2005) menyatakan bahwa salah satu peranan pasar modal adalah untuk menghasilkan kemampuan untuk mentransfer kepemilikan dari sebuah sekuritas antara berbagai *economic agents*. Sehingga dapat dikatakan bahwa likuiditas merupakan tingkat dimana transaksi dalam jumlah besar dapat dilakukan dalam waktu yang singkat dan memberikan dampak yang minimal terhadap harga.
- Harris (2003) mendefinisikan likuiditas sebagai kemampuan untuk melakukan transaksi perdagangan dalam jumlah besar, dapat dilakukan secepatnya dan pada biaya yang rendah pada saat ingin melakukan transaksi perdagangan. Likuiditas merupakan karakteristik penting dari sebuah pasar sebagai fungsi yang memberikan informasi mengenai probabilitas perdagangan pada ukuran tertentu, di harga tertentu dan waktu tertentu dimana fungsi dari pasar tersebut berjalan dengan baik. Harris (2003) menyebutkan bahwa likuiditas merupakan objek penelusuran bilateral (*bilateral search*). Dalam penelusuran bilateral, pembeli mencari penjual dan penjual mencari pembeli. Ketika pembeli menemukan penjual yang ingin bertransaksi pada tingkat yang diinginkan pembeli, pembeli tersebut telah menemukan likuiditas. Begitupula sebaliknya penjual menemukan likuiditas ketika terdapat pembeli yang bersedia membeli pada tingkat yang diinginkan penjual.

2.5.1 Dimensi Likuiditas

Secara teori, suatu aset disebut likuid jika aset itu dapat ditransaksikan dalam waktu singkat, dengan biaya murah, dalam jumlah besar, dan tanpa perubahan harga atau *market impact* (Frensidy, 2008). Larry Harris dalam bukunya *Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners* (2003) mengatakan kalau konsep likuiditas mempunyai empat dimensi yaitu *immediacy*, *width*, *depth*, dan *resiliency*.

- **Immediacy** : merupakan kecepatan atau kemudahan untuk bertransaksi dengan segera dalam jumlah dan harga tertentu (Frensidy, 2008).

Immediacy melihat kepada biaya untuk melakukan transaksi dalam jumlah dan tingkat harga tertentu dengan segera. Para pelaku pasar biasanya menggunakan *order* pasar untuk melakukan permintaan perdagangan dengan tepat (Madihah, 2009).

- ***Width*** : merupakan selisih antara harga jual terbaik dan harga beli terbaik (Frensidy, 2008). *Width* melihat pada biaya untuk melakukan perdagangan pada ukuran atau jumlah tertentu (Madihah, 2009).
- ***Depth*** : merupakan jumlah transaksi yang dapat dilaksanakan pada tingkat harga tertentu tanpa mempengaruhi harga atau *market impact* (Frensidy, 2008). *Depth* melihat kepada ukuran perdagangan (jumlah atau nilai transaksi) yang dapat dibentuk atau diperdagangkan pada tingkat harga tertentu (Madihah, 2009).
- ***Resiliency***, menyatakan seberapa cepat harga dapat kembali pada tingkat harga yang seharusnya apabila pada suatu saat terdapat arus *order* (*order flow*) yang tidak seimbang (Frensidy, 2008).

Dari empat dimensi tersebut, dua dimensi yang paling penting adalah *immediacy* dan *width* (Frensidy, 2008). Ukuran yang biasa digunakan untuk kedua dimensi ini adalah *spread* yaitu selisih antara harga jual terbaik atau harga penawaran terendah yang ditawarkan investor jual (*ask price*) dan harga beli terbaik atau harga permintaan tertinggi yang diminta investor beli (*bid price*). Jika besaran *spread* itu dibagi rata-rata harga jual terbaik dan harga beli terbaik, maka akan mendapatkan *spread* relatif. *Spread* relatif ini adalah faktor penting yang dipertimbangkan investor dalam memutuskan untuk menggunakan *market order* atau *limit order*. *Market order* adalah instruksi untuk bertransaksi pada harga terbaik yang ada di pasar saat ini sedangkan *limit order* adalah instruksi untuk bertransaksi pada harga terbaik yang ada di pasar tetapi tidak boleh lebih jelek dari harga yang ditetapkan investor (Frensidy, 2008).

Indikator yang digunakan untuk mengukur likuiditas dalam penelitian ini adalah *Bid ask spread* adalah selisih antara harga *bid* (harga permintaan tertinggi yang diminta oleh investor beli) dengan harga *ask* atau *offer* (harga penawaran terendah yang ditawarkan oleh investor jual) dari suatu saham. Indikator tersebut digunakan para analis pasar modal untuk mengukur dimensi *immediacy* dan *width*

(Madihah, 2009). Pada pasar modal, investor yang menginginkan *immediacy* (ingin bertransaksi dengan cepat) akan menggunakan *market order* untuk memastikan terlaksananya transaksi. Untuk itu, investor yang ingin segera bertransaksi harus menghadapi risiko untuk membayar *bid ask spread* (Madihah, 2009). Semakin besar *spread* yang terbentuk di pasar berarti semakin mahal biaya *immediacy* yang harus ditanggung (Madihah, 2009).

2.6 Penelitian Sebelumnya

Telah banyak dilakukan penelitian berkaitan dengan *underpricing* dan berbagai faktor yang mempengaruhinya. Berikut ini beberapa penelitian dari luar negeri yang meneliti tentang fenomena *underpricing*, antara lain :

- Bavers *et al* (1988) dengan menggunakan sampel sebanyak 1182 perusahaan yang melakukan IPO dengan pengujian penelitian dari tahun 1981 sampai dengan 1985 di NYSE, menemukan bahwa auditor dan penjamin emisi (*underwriter*) yang bereputasi mempunyai hubungan negatif terhadap *initial return*. Kedua variabel tersebut merupakan faktor pengurang ketidakpastian.
- Beatty (1989) mengungkapkan bahwa *underpricing* disebabkan oleh adanya informasi asimetri. Beatty menguji beberapa faktor yang diduga mempengaruhi tingkat *underpricing* yang dilatarbelakangi oleh adanya informasi asimetri tersebut. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa reputasi auditor, reputasi *underwriter*, presentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, tipe penjamin emisi dan indikator perusahaan minyak dan gas berpengaruh negatif terhadap *initial return*.
- Carter dan Manaster (1990) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel sebanyak 501 perusahaan yang melakukan IPO dari 1 Januari 1979 sampai dengan 17 Agustus 1983. Penelitian ini menemukan bahwa reputasi penjamin emisi, persentase penawaran saham, *offer size* dan umur perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *initial return*.
- Michaelly dan Shaw (1995) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel sebanyak 1120 perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 1984 sampai dengan tahun 1988. Penelitian ini menemukan bahwa *initial return* dipengaruhi oleh reputasi auditor, jumlah nilai penawaran saham, reputasi

penjamin emisi dan variabel industri (*dummy*). Hasil dari penelitian ini membuktikan bahwa dengan menggunakan auditor yang *prestigious* akan mengurangi risiko pasar sehingga pasar saat IPO lebih rendah dan *initial return* yang diterima investor menjadi lebih tinggi.

- Jelic *et al* (2001) meneliti tentang hubungan antara reputasi penjamin emisi dengan tingkat *underpricing* dengan menggunakan sampel sebanyak 136 emiten yang terdapat di bursa efek Malaysia pada periode 1980-1995. Dengan menggunakan variabel independen reputasi penjamin emisi, persentase saham yang ditahan untuk pemegang saham lama, rasio BV/MV, ukuran perusahaan, umur perusahaan, sentimen pasar, kelipatan permintaan dan bias pengharapan *error*. Hasil dari penelitian ini adalah ditemukannya hubungan yang negatif antara reputasi penjamin emisi dengan tingkat *underpricing* walaupun reputasi penjamin emisi tidak secara signifikan mempengaruhi tingkat *underpricing*.
- Ellul dan Pagano (2006) meneliti hubungan *after market liquidity* dengan *underpricing* dengan menggunakan sampel sebanyak 337 yang melakukan IPO di Inggris selama periode 1998 sampai dengan 2000. Dalam penelitian ini menemukan bahwa ekspektasi likuiditas pada pasar sekunder (*expected after market liquidity*) dan resiko likuiditas merupakan faktor penentu dari *underpricing* saham IPO. Ellul dan Pagano (2006) menggunakan proksi *effective spread* dalam mengukur *after market liquidity*. *Effective spread* yang diukur merupakan rata-rata *spread* selama empat minggu pertama hari perdagangan.
- Chiang dan Tai (2010) meneliti perbedaan antara *initial return* dengan *underpricing* dan hubungan antara *after-market liquidity* yang diukur dengan 4 metode *spread* yaitu *quoted spread*, *quoted relative spread*, *effective spread* dan *relative effective spread* dengan *initial return*. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 164 perusahaan yang melakukan IPO di Taiwan dari periode Oktober 2005 sampai dengan 2009. Penelitian ini menghasilkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *quoted relative spread* dengan *initial return*.

Di Indonesia, penelitian terkait faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* juga telah banyak dilakukan, antara lain :

- Martani (2003) dengan menggunakan sampel sebanyak 250 perusahaan yang listing di BEJ dari tahun 1990 – 2000 yang memasukkan variabel umur, *return* pasar, SBI, jangka waktu saham terdaftar, PER, tingkat maturitas pasar, perbandingan harga penawaran saham. Menemukan bahwa umur perusahaan berhubungan negatif dengan *initial return*.
- Yolana (2004) dengan menggunakan data di BEJ dalam kurun waktu 1994-2001 dengan memasukkan variabel reputasi penjamin emisi, kurs, total aset, ROE, dan jenis industri yang membuktikan bahwa Kurs, total aset, ROE dan jenis industri barang konsumen terbukti mempengaruhi *underpricing* pada level signifikan 5%.
- Martani dan Yolana (2005) menggunakan data di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1994 – 2001 dengan memasukkan variabel reputasi penjamin emisi, rata-rata kurs, ukuran perusahaan, *return on equity* dan jenis industri. Penelitian ini menghasilkan bahwa rata-rata kurs, skala perusahaan, ROE, jenis industri mempengaruhi *underpricing* sedangkan variabel reputasi penjamin emisi tidak dapat menunjukkan pengaruh yang signifikan dengan *underpricing*.
- Putrisasongko (2009) dengan menguji 100 emiten yang melakukan penawaran IPO dari kurun waktu 2002-2008 di BEI. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dengan menggunakan proksi peringkat pialang teraktif harian, reputasi penjamin emisi terbukti memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap besarnya tingkat *underpricing* dalam periode tersebut.
- Sinaga (2010) meneliti perusahaan manufaktur di Indonesia yang melakukan IPO selama periode 1994 – 2006 dengan menguji reputasi penjamin emisi, reputasi auditor, ukuran perusahaan dan ROE. Hasil dari penelitian ini adalah ukuran perusahaan terbukti berkorelasi negatif dan signifikan dengan tingkat *underpricing*.
- Desalfianti (2011) dengan menggunakan sampel perusahaan-perusahaan sektor non keuangan yang melakukan IPO dari tahun 2003-2009 dengan variabel independen yang digunakan adalah ROA, reputasi *underwriter*,

reputasi auditor, jenis industri dan nilai kurs. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa reputasi *underwriter*, reputasi auditor dan jenis industri berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

2.7 Pengembangan Hipotesis

Dalam Penelitian ini akan menguji variabel-variabel yang diduga mempengaruhi *initial return* atau tingkat *underpricing* dari perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana (IPO) dalam periode 2002 - April 2012 di Indonesia. Variabel-variabel independen yang diuji dalam penelitian ini dan diduga mempengaruhi *initial return*, antara lain :

1. *Opening spread*

Penelitian ini meneliti adanya pengaruh *opening spread* yang terjadi pada hari pertama perdagangan terhadap *initial return* atau tingkat *underpricing*. Penelitian ini ingin melihat bagaimana risiko likuiditas pada pasar sekunder (*after market liquidity*) yang terjadi di hari pertama perdagangan di BEI atau setelah penetapan harga penawaran yang ditentukan oleh penjamin emisi dan emiten terhadap *underpricing* atau *initial return* pada hari pertama perdagangan. Dikarenakan adanya informasi asimetri atau perbedaan informasi yang dimiliki emiten, penjamin emisi dan investor dapat menyebabkan *underpricing* (Beatty, 1989). *Underpricing* atau *positif initial return* terjadi jika penentuan harga penawaran saham IPO lebih rendah daripada harga penutupan pada hari pertama. Disebut *underpricing* karena peneliti menganggap bahwa harga penawaran yang ditetapkan oleh emiten dan penjamin emisi terlalu rendah (Martani, 2003). Adanya informasi asimetri ini dapat menyebabkan investor khawatir mengenai risiko likuiditas saham IPO pada pasar sekunder (*after market liquidity*) (Ellul dan pagano, 2006). Likuiditas merupakan salah satu faktor penting yang diperhatikan investor karena saham yang likuid merupakan saham yang dapat ditransaksikan dalam waktu singkat, dengan biaya yang murah dan dalam jumlah yang besar (Frensidy, 2008). Likuiditas ini dapat dilihat dari adanya *spread*. Karena peneliti ingin melihat bagaimana likuiditas pada hari pertama perdagangan di BEI, maka *spread* yang diukur merupakan *spread* yang terjadi pada hari pertama perdagangan di BEI. Dalam penelitian ini disebut sebagai *opening spread* karena

spread yang diukur adalah *spread* yang terjadi pertama kali saat saham IPO diperdagangkan di pasar sekunder. Jika *spread* yang terjadi semakin kecil maka saham tersebut semakin likuid. Sebaliknya jika *spread* yang terjadi semakin besar maka saham tersebut semakin tidak likuid.

Ellul dan Pagano (2006) dalam Chiang dan Tai (2010) menunjukkan bahwa semakin besarnya *effective spread* akan menyebabkan *initial return* akan semakin besar. Sehingga terdapat adanya hubungan positif antara *effective spread* dengan *initial return* atau *underpricing*. Derrien dan Kecskes (2007) dalam Chiang dan Tai (2010) menyatakan bahwa dengan ketidakpastian yang tinggi menyebabkan likuiditas setelah pasar (*after-market liquidity*) akan lebih rendah. Dimana dengan adanya ekspektasi bahwa akan terjadi likuiditas yang rendah setelah IPO maka penjamin emisi (*underwriter*) akan menetapkan harga penawaran yang lebih rendah untuk mengkompensasi investor. Oleh karena itu tingginya *bid ask spread* dapat menyebabkan denominator dalam rasio *initial return* akan menjadi lebih tinggi dan kemudian rasio *initial return* menjadi lebih rendah. Selain itu penelitian Chiang dan Tai (2010) membuktikan bahwa terdapat hubungan negatif antara *after market liquidity* yang diukur dengan *quoted relative spread* dengan rasio *initial return*.

Dalam penelitian ini menduga bahwa terdapat hubungan antara *opening spread* yang diukur dengan menggunakan *quoted relative spread* terhadap *initial return*. Dikarenakan adanya perbedaan pendapat antara penelitian yang dilakukan oleh Ellul dan Pagano (2006) yang menyatakan terdapat hubungan positif antara *effective spread* dengan *initial return* atau *underpricing* sedangkan Chiang dan Tai (2010) menemukan adanya hubungan yang negatif antara *quoted relative spread* terhadap *initial return* maka penelitian ini ingin melihat apakah yang terjadi di Indonesia akan mempunyai hubungan positif atau negatif antara *after market liquidity* yang diukur dengan *spread* pada hari pertama perdagangan di BEI dengan *underpricing*.

H1 :Terdapat hubungan antara *opening spread* dengan *underpricing*.

2. Reputasi *Underwriter* (Reputasi Penjamin Emisi)

Penjamin emisi (*underwriter*) yang mempunyai reputasi tinggi dapat digunakan sebagai tanda atau petunjuk terhadap kualitas perusahaan atau emiten (Sinaga, 2010) dan dapat memberikan sinyal bahwa informasi privat dari emiten mengenai prospek perusahaan dimasa datang tidak menyesatkan (Yolana dan Martani, 2005). Menurut teori kesenjangan informasi (*assymetri information*), reputasi penjamin emisi dapat mengurangi kesenjangan informasi, karenanya dapat mengurangi ketidakpastian harga di pasar sekunder sehingga memiliki hubungan negatif dengan *return* awal (Martani, 2003).

Penelitian Carter dan Manaster (1990) menemukan bahwa emiten yang menggunakan jasa penjamin emisi (*underwriter*) dengan kualitas tinggi dan reputasi yang baik akan mengurangi tingkat ketidakpastian yang tidak dapat diungkapkan oleh informasi yang tertera di prospektus. Penelitian Carter dan Manaster (1990) menemukan adanya hubungan yang secara signifikan dan negatif antara reputasi penjamin emisi dengan tingkat *underpricing*. Apabila reputasi penjamin emisi (*underwriter*) semakin *prestigious* atau semakin bagus maka tingkat *underpricing* akan semakin kecil. Maka hipotesis yang akan diajukan dalam penelitian ini adalah :

H2 : Terdapat hubungan negatif signifikan antara reputasi penjamin emisi dengan *underpricing*.

3. Reputasi Auditor

Emiten yang menggunakan auditor yang berkualitas tinggi dapat diartikan sebagai sinyal kualitas emiten (Daljono, 2000) karena penggunaan auditor yang berkualitas tinggi akan diinterpretasikan oleh investor bahwa emiten mempunyai informasi yang tidak menyesatkan mengenai prospeknya di masa mendatang (Sinaga, 2010). Penggunaan auditor yang memiliki reputasi tinggi akan mengurangi ketidakpastian di masa mendatang. Sehingga semakin baik reputasi auditor yang digunakan oleh emiten maka *initial return* atau tingkat *underpricing* akan semakin kecil.

H3 : Terdapat hubungan negatif signifikan antara reputasi auditor dengan *underpricing*.

4. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menunjukkan jumlah total aset perusahaan dan mengindikasikan banyaknya dana yang dimiliki perusahaan. Semakin besar aset perusahaan akan mengindikasikan semakin besar ukuran perusahaan tersebut. Semakin besar jumlah dana yang dimiliki maka potensi untuk perusahaan tersebut berkembang dan meningkatkan kinerjanya di masa mendatang semakin tinggi (Sinaga, 2010). Secara teoritis perusahaan yang lebih besar mempunyai kepastian (*certainty*) yang lebih besar daripada perusahaan kecil sehingga akan mengurangi tingkat ketidakpastian mengenai prospek perusahaan dimasa depan (Yolana dan Martani, 2005). Hal ini dapat membantu investor memprediksi risiko yang mungkin terjadi jika investor tersebut berinvestasi. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini :

H4 :Terdapat hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan *underpricing*.

5. Umur Perusahaan

Menurut Beatty (1989) dan Zhang et al. (2007), umur perusahaan menunjukkan seberapa lama perusahaan dapat bertahan. Semakin lama perusahaan dapat bertahan maka semakin banyak informasi yang diperoleh masyarakat mengenai perusahaan itu dan akan semakin mengurangi informasi asimetri dan memperkecil ketidakpastian di masa yang akan datang. Kepastian yang ditawarkan oleh perusahaan dengan umur yang lebih panjang akan memberikan kepercayaan bagi investor untuk berinvestasi.

H5 : Terdapat hubungan negatif antara umur perusahaan dengan tingkat *underpricing*.

BAB 3

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya telah dijelaskan bahwa terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi tingkat *initial return* atau *underpricing* saham IPO. Penelitian ini ingin meneliti pengaruh *opening spread*, reputasi penjamin emisi, reputasi auditor, ukuran usaha dan umur perusahaan terhadap tingkat *underpricing* saham IPO. Pada saat melakukan penawaran saham perdana (IPO), harga pasar perdana ditentukan berdasarkan kesepakatan antara penjamin emisi (*underwriter*) dengan emiten dan tidak dapat dipungkiri bahwa antara *underwriter* dengan emiten memiliki informasi yang berbeda mengenai kondisi pasar. Oleh sebab itu salah satu penyebab *underpricing* adalah adanya informasi asimetri atau perbedaan informasi yang dimiliki antara penjamin emisi, emiten dan investor. Adanya informasi asimetri ini dapat menyebabkan investor khawatir mengenai likuiditas saham IPO pada pasar sekunder (*after market liquidity*). Likuiditas merupakan salah satu faktor penting yang diperhatikan investor karena saham yang likuid merupakan saham yang dapat ditransaksikan dalam waktu singkat, dengan biaya yang murah dan dalam jumlah yang besar (Frensidy, 2008). Likuiditas ini dapat dilihat dari adanya *spread* yang terjadi. Jika *spread* yang terjadi semakin kecil maka saham tersebut semakin likuid. Sebaliknya jika *spread* yang terjadi semakin besar maka saham tersebut semakin tidak likuid. Dalam penelitian ini akan meneliti adanya pengaruh *opening spread* terhadap *underpricing*. Dimana *opening spread* ini merupakan *spread* yang terjadi pada hari pertama perdagangan.

Opening spread dalam penelitian ini diproksikan dengan menggunakan *quoted relative spread* yang terjadi pada hari pertama perdagangan atau saat tanggal pencatatan pada Bursa Efek Indonesia. Teori *market microstructure* menunjukkan bahwa pelaku pasar akan memperlebar *spread* ketika menghadapi ketidakpastian yang besar pada saat perdagangan awal atau IPO (Houge, 2001). Oleh karena itu *opening bid ask spread* merupakan indikasi awal dari adanya

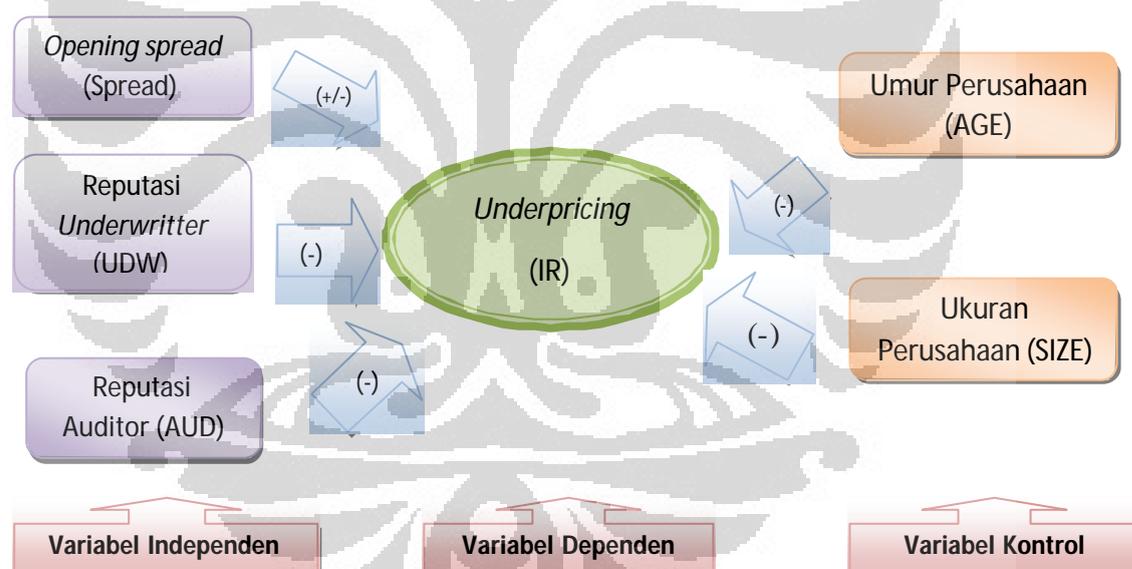
ketidakpastian pada saat proses IPO (Houge, 2001). Dimana terdapat hubungan positif antara ketidakpastian (*uncertainty*) dengan tingkat *underpricing* (Beatty dan Ritter, 1986). Karena ketidakpastian menunjukkan adanya potensi risiko pada saat proses penawaran sehingga adanya ketidakpastian yang besar menyiratkan tingkat *underpricing* yang besar (Houge, 2001). Menurut Ellul dan Pagano (2006) ekspektasi kurang likuidnya saham setelah pasar perdana dan kurang dapat diprediksikannya likuiditas akan menyebabkan semakin besarnya *underpricing* saham IPO. Sehingga menurut Ellul dan Pagano (2006) terdapat hubungan positif antara *effective spread* dengan *underpricing*. Sehingga dalam penelitian ini diprediksi bahwa terdapat hubungan antara *opening spread* dengan tingkat *initial return* saham IPO.

Penelitian ini juga meneliti hubungan antara reputasi penjamin emisi (*underwriter*) dengan *underpricing*. Martani (2003) menyatakan bahwa berdasarkan teori sinyal (*signaling*), reputasi penjamin emisi memiliki hubungan positif dengan *return* awal atau *initial return* dimana semakin baik reputasi penjamin emisi maka tingkat *underpricing* akan semakin tinggi karena dengan adanya penjamin emisi yang mempunyai reputasi baik akan dapat memberikan sinyal positif bagi investor mengenai perusahaan IPO atau emiten tersebut. Namun berdasarkan teori informasi asimetri (*assymetry information*), reputasi penjamin emisi mempunyai hubungan negatif terhadap *initial return* dimana dengan adanya reputasi penjamin emisi yang baik dapat mengurangi kesenjangan informasi sehingga dapat mengurangi ketidakpastian harga di pasar sekunder. Penelitian Carter dan Manaster (1990) menemukan bahwa emiten yang menggunakan jasa penjamin emisi (*underwriter*) dengan kualitas tinggi dan reputasi yang baik akan mengurangi tingkat ketidakpastian yang tidak dapat diungkapkan oleh informasi yang tertera di prospektus. Penelitian Carter dan Manaster (1990) menemukan adanya hubungan yang secara signifikan dan negatif antara reputasi penjamin emisi dengan tingkat *underpricing*. Apabila reputasi penjamin emisi (*underwriter*) semakin *prestigious* atau semakin bagus maka tingkat *underpricing* akan semakin kecil. Sehingga dalam penelitian ini diprediksi terdapat hubungan negatif antara penjamin emisi dengan tingkat *underpricing*

Dalam penelitian ini juga memasukkan variabel reputasi auditor sebagai variabel independen yang mempengaruhi tingkat *underpricing*. Auditor mempunyai peranan penting dalam proses penawaran saham perdana, karena auditor memiliki peranan dalam melakukan pemeriksaan atas laporan keuangan perusahaan apakah telah sesuai dengan prinsip akuntansi dan ketentuan Bapepam serta memberikan pendapat atas kewajaran dari laporan keuangan perusahaan. Perusahaan yang akan melakukan proses penawaran saham perdana atau IPO, umumnya akan memilih untuk menggunakan auditor yang dianggap memiliki kualitas tinggi (Firth dan Liau-Tan, 1998). Perusahaan yang menggunakan auditor yang berkualitas tinggi dapat diartikan sebagai sinyal kualitas emiten (Daljono, 2000). Jika emiten memilih auditor yang berkualitas baik, maka akan meningkatkan kepercayaan investor atas informasi keuangan yang disediakan oleh emiten sehingga akan menjadi bahan pertimbangan bagi investor dalam menanamkan modalnya. Hal ini berarti bahwa penggunaan auditor yang memiliki reputasi tinggi akan mengurangi ketidakpastian di masa mendatang. Dalam penelitian ini diprediksi terdapat hubungan negatif antara reputasi auditor dengan tingkat *underpricing*. Sehingga semakin baik reputasi auditor yang digunakan oleh emiten maka tingkat *underpricing* akan semakin kecil.

Ukuran perusahaan menunjukkan jumlah total aset perusahaan dan mengindikasikan banyaknya dana yang dimiliki perusahaan. Semakin besar aset perusahaan akan mengindikasikan semakin besar ukuran perusahaan tersebut. Secara teoritis perusahaan yang lebih besar mempunyai kepastian (*certainty*) yang lebih besar daripada perusahaan kecil sehingga akan mengurangi tingkat ketidakpastian mengenai prospek perusahaan dimasa depan (Yolana dan Martani, 2005). Hal ini dapat membantu investor memprediksi risiko yang mungkin terjadi jika investor tersebut berinvestasi. Dalam penelitian ini diprediksi terdapat hubungan negatif antara reputasi auditor dengan tingkat *underpricing*. Dimana semakin besar ukuran usaha maka perusahaan tersebut mempunyai kepastian (*certainty*) yang besar sehingga akan mengurangi ketidakpastian dimasa depan dan semakin kecil ketidakpastian maka *initial return* atau tingkat *underpricing* akan semakin kecil.

Menurut Beatty (1989) dan Zhang et al. (2007), umur perusahaan menunjukkan seberapa lama perusahaan dapat bertahan. Perusahaan yang telah lama berdiri memiliki publikasi yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan yang baru, sehingga informasi mengenai perusahaan menjadi lebih mudah didapat (Putrisasongko, 2009). Semakin lama perusahaan bertahan maka semakin banyak informasi yang diperoleh masyarakat mengenai perusahaan itu dan akan semakin mengurangi informasi asimetri dan memperkecil ketidakpastian di masa yang akan datang. Sehingga dalam penelitian ini diprediksi terdapat hubungan negatif antara umur perusahaan dengan *initial return* atau tingkat *underpricing*. Dimana semakin lama perusahaan berdiri maka semakin memperkecil ketidakpastian dan semakin kecil ketidakpastian maka tingkat *underpricing* akan semakin kecil.



Gambar 3.1 Kerangka Pemikiran Model Penelitian

3.2 Model Penelitian

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$IR_{it} = a_0 + a_1 SPREAD_{it} + a_2 UDW_{it} + a_3 AUD_{it} + a_4 SIZE_{it} + a_5 AGE_{it} + e_{it}$$

IR_{it} = *Initial Return* yang digunakan untuk mengukur *underpricing* saham IPO perusahaan *i* pada periode *t*

$SPREAD_{it}$ = *Opening Spread* yang diukur dengan menggunakan *bid ask spread* perusahaan *i* pada hari pertama perdagangan di BEI.

UDW_{it} = Reputasi *underwriter* pada perusahaan *i*

AUD_{it} = Reputasi auditor pada perusahaan *i*

$SIZE_{it}$ = Ukuran usaha perusahaan *i* pada periode *t*

e_{it} = *Error*

a = konstanta

3.3 Operasional Variabel

Variabel – variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

a. **Variabel independen** adalah variabel yang menjelaskan atau mempengaruhi variabel lain (Indriantoro dan Suparmo, 2002; dalam Tika, 2009). Variabel Independen dalam model penelitian yang pertama ini adalah :

1. *Opening spread*

Opening spread ini diproksikan dengan menggunakan *quoted relative spread* pada hari pertama perdagangan di BEI. Teori *market microstructure* menunjukkan bahwa pelaku pasar akan memperlebar *spread* ketika menghadapi ketidakpastian yang besar pada saat perdagangan awal atau IPO (Houge, 2001). Oleh karena itu *opening spread* merupakan indikasi awal dari adanya ketidakpastian pada saat proses IPO (Houge, 2001). Dimana terdapat hubungan positif antara ketidakpastian (*uncertainty*) dengan tingkat *underpricing* (Beatty dan Ritter, 1986).

Teori *market microstructure*

Dalam beberapa literatur dikemukakan bahwa *market microstructure* merupakan suatu bagian dari ilmu keuangan yang mempelajari tentang proses permintaan yang dilakukan para investor yang kemudian diterjemahkan atau terlihat dalam harga penawaran dan volume perdagangan. Bagian teori *market microstructure* yang memperoleh perhatian luas adalah bagaimana harga dan volume perdagangan dapat terbentuk dan faktor yang mampu melihat hal tersebut adalah *bid ask spread* (Wasilah, 2004).

Bid ask spread merupakan selisih harga beli tertinggi dengan harga jual terendah dari saham yang diperjual belikan. *Bid price* merupakan harga tertinggi dimana investor bersedia untuk membeli suatu saham sedangkan *ask price* merupakan harga terendah dimana investor bersedia untuk menjual suatu saham (Miguel, 2006). Terdapat 3 komponen utama dari teori *market microstructure*, yaitu komponen *order processing*, komponen *inventory* dan komponen *adverse selection*.

- Komponen *order processing* merupakan masalah yang dihadapi para pengambil keputusan akibat adanya biaya eksekusi atas jual beli saham yang harus ditanggung oleh mereka. Biaya eksekusi (*execution cost*) bukan hanya masalah biaya transaksi melainkan juga biaya lainnya seperti : biaya negosiasi, biaya administrasi, biaya pelaporan dan lainnya.
- Komponen *inventory* merupakan masalah *opportunity cost* yang harus ditanggung pemilik akibat memiliki suatu saham terlalu banyak atau terlalu sedikit.
- Komponen *adverse selection* merupakan adanya kemungkinan informasi *firm specific* yang material tidak diungkapkan ke publik. Informasi yang disimpan tersebut mungkin dapat tersedia secara privat bagi investor yang mengeluarkan banyak biaya untuk pencarian informasi tersebut.

Ketiga komponen harus dihadapi para investor atau calon investor, seperti tingginya biaya eksekusi, berfluktuasinya biaya *inventory* atau kurangnya informasi, maka akan timbul keinginan investor untuk melindungi diri. Perlindungan diri tersebut akan tercermin pada meningkatnya *bid ask*

spread. Dimana mereka akan meminimalisasi kerugian akibat perdagangan dengan investor yang lebih terinformasi (*informed traders*). Kondisi ini dibuktikan dengan hasil dari beberapa penelitian yang mencerminkan bahwa komponen *bid ask spread* merupakan proxy yang dapat menjelaskan ketiga hal tersebut (Aida CM, 2001 dalam Wasilah, 2004).

Menurut Chiang (2010) terdapat 4 pengukuran *spread* antara lain

1. **Quoted Spread** : Merupakan perbedaan antara *bid price* dengan *ask price*

$$\text{Quoted Spread} = \text{ask price} - \text{bid price}$$

2. **Quoted Relative Spread** : Merupakan *quoted spread* dibagi dengan *quote midpoint* (M_t)

$$\text{Quoted Spread} = (\text{ask price} - \text{bid price}) / M_t$$

Dimana

$$M_t = (\text{ask price} + \text{bid price}) / 2$$

3. **Effective spread** : Merupakan dua kali perbedaan yang absolut antara harga transaksi (P_t) dengan midpoint bid ask quotes (M_t)

$$\text{Effective spread} = 2 \times (P_t - M_t)$$

4. **Relative effective spread**

$$\text{Relative effective spread} = 2 [\ln(P_t / M_t)]$$

Dalam penelitian ini menggunakan pengukuran *quoted relative spread* dalam mengukur variabel *opening spread*. Hal ini dikarenakan *quoted relative spread* merupakan faktor penting yang dipertimbangkan investor dalam memutuskan untuk menggunakan *market order* atau *limit order*. *Market order* adalah instruksi untuk bertransaksi pada harga terbaik yang ada di pasar saat ini sedangkan *limit order* adalah instruksi untuk bertransaksi pada harga terbaik yang ada di pasar tetapi tidak boleh lebih jelek dari harga yang ditetapkan investor (Frensidy, 2008).

Maka pengukuran yang dipakai untuk mengukur *opening spread* dalam penelitian ini adalah :

$$\text{SPREAD} = (\text{ask}_{i,t} - \text{bid}_{i,t}) / \{(\text{ask}_{i,t} + \text{bid}_{i,t})/2\}$$

Keterangan :

$\text{SPREAD}_{i,t}$ = *opening spread*

$\text{Ask}_{i,t}$ = harga penawaran tertinggi saham perusahaan i yang terjadi pada hari pertama perdagangan.

$\text{Bid}_{i,t}$ = harga pembelian terendah saham perusahaan i yang terjadi pada hari pertama perdagangan.

Penelitian ini ingin meneliti pengaruh *opening spread* yang terjadi pada hari pertama perdagangan di BEI. Sehingga *Bid ask spread* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *bid ask spread* yang terjadi pada hari pertama perdagangan di BEI atau pada tanggal pencatatan di Bursa Efek Indonesia.

2. Reputasi Penjamin Emisi (*Underwriter*)

Reputasi penjamin emisi (*underwriter*) adalah skala kualitas *underwriter* dalam menawarkan saham emiten. Penggunaan *underwriter* yang mempunyai reputasi tinggi akan mengurangi ketidakpastian dari emiten. Dalam penelitian ini pengukuran reputasi penjamin emisi (*underwriter*) dengan menggunakan variabel *dummy* dengan proksi peringkat penjamin emisi berdasarkan peringkat pialang teraktif (*most active broker*) di Bursa Efek Indonesia secara bulanan. Pengukuran variabel *dummy* pada reputasi penjamin emisi dilakukan dengan memberikan nilai 1 untuk *underwriter* yang termasuk dalam 20 *most active broker* di Bursa Efek Indonesia secara bulanan dan nilai 0 untuk penjamin emisi (*underwriter*) yang tidak termasuk dalam 20 *most active broker* di Bursa Efek Indonesia. Pengamatan dilakukan satu bulan sebelum dilakukannya IPO, karena emiten perlu melakukan pertimbangan terlebih dahulu tentang perusahaan efek manakah yang memiliki reputasi baik untuk dapat dipercaya menjadi penjamin emisi IPO.

Apabila emiten menggunakan lebih dari satu penjamin emisi maka peringkat yang diambil adalah penjamin emisi yang menjamin emisinya paling besar.

Bursa Efek Indonesia melakukan pemeringkatan penjamin emisi (*underwriter*) yang masuk kedalam 20 *most active broker* berdasarkan presentasi total *volume, value* dan frekuensi transaksi perdagangan tertinggi secara bulanan. Penggunaan pengukuran reputasi penjamin emisi berdasarkan 20 *most active broker* di BEI dikarenakan tidak adanya pemeringkatan formal perusahaan penjamin emisi di Indonesia yang diterbitkan oleh suatu lembaga berwenang. Penelitian ini menggunakan pengukuran yang dilakukan oleh Putrisasongko (2009) yang dimana penelitiannya berhasil membuktikan bahwa reputasi penjamin emisi (*underwriter*) memiliki pengaruh yang signifikan dan negatif terhadap tingkat *underpricing*. Pembuktian ini sesuai dengan teori reputasi penjamin emisi yang diungkapkan Rock (1986) serta Carter dan Manaster (1990) yang menyimpulkan bahwa emiten yang menggunakan penjamin emisi (*underwriter*) yang *prestigious* dapat memperkecil risiko saham yang terlihat pada kecilnya tingkat *underpricing*.

3. Reputasi Auditor

Auditor berfungsi melakukan pemeriksaan terhadap laporan keuangan perusahaan yang akan melakukan *go public*. Variabel ini menggunakan variabel *dummy*, dimana perusahaan yang menggunakan Kantor Akuntan Publik yang termasuk kategori *the big four* yaitu PricewaterhouseCoopers KPMG, Deloitte, Ernst & Young, diberikan nilai 1 dan perusahaan yang menggunakan Kantor Akuntan Publik selain *the big four* maka diberikan nilai 0.

- b. **Variabel dependen** adalah variabel yang dijelaskan atau dipengaruhi oleh variabel lain (Indriantoro dan Suparmo, 2002; dalam Tika, 2009). Variabel dependen dalam model penelitian yang pertama ini adalah *underpricing saham* yang diukur dengan menggunakan *initial return*. *Initial Return* didefinisikan sebagai keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena perbedaan harga saham yang dibeli di pasar perdana (saat IPO) dengan harga

jual saham bersangkutan pada hari pertama di pasar sekunder. Menurut Yolana dan Martani (2005), *initial return* adalah selisih harga penutupan hari pertama saham diperdagangkan di pasar sekunder dengan harga penawarannya dibagi dengan harga penawaran.

Initial return dihitung dengan menggunakan rumus :

$$IR = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \times 100\%$$

IR = *Initial Return*

P₀ = Harga penawaran perdana (*offering price*) saham

P₁ = harga penutupan (*closing price*) saham hari pertama di pasar sekunder

c. Variabel Kontrol

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini antara lain :

1. Ukuran Perusahaan (*Size*)

Ukuran perusahaan (*size*) diukur berdasarkan jumlah total aset yang dimiliki perusahaan dengan melakukan natural logaritma atas total aset emiten sebelum melakukan IPO. Penelitian ini menggunakan pengukuran yang dilakukan oleh Boudriga, 2009. Aset merupakan tolak ukur besaran atau skala suatu perusahaan. Perusahaan yang lebih besar mempunyai kepastian (*certainty*) yang lebih besar daripada perusahaan kecil sehingga akan mengurangi tingkat ketidakpastian mengenai prospek perusahaan di masa depan hal ini dapat membantu investor memprediksi risiko yang mungkin terjadi jika investor tersebut berinvestasi pada perusahaan itu. (Yolana dan Martani, 2005).

2. Umur Perusahaan (*AGE*)

Usia perusahaan dapat berdampak pada tingkat *underpricing* (Boubaker, 2011). Untuk perusahaan yang baru berdiri akan memberikan ketidakpastian yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang sudah lama berdiri. Ketidakpastian ini seperti prospek masa depan perusahaan yang akan diperlihatkan oleh adanya peningkatan dari *underpricing* (Bilson, 2003 dalam

Boubaker, 2011). Adanya ketersediaan informasi tentang perusahaan yang telah beroperasi selama beberapa tahun akan dapat mengurangi informasi asimetri (Ritter, 1991 dalam Boubaker, 2011) karena semakin lama perusahaan dapat bertahan maka semakin banyak informasi yang diperoleh masyarakat mengenai perusahaan tersebut dan akan semakin mengurangi adanya informasi asimetri dan memperkecil ketidakpastian di masa yang akan datang. Penelitian ini menggunakan pengukuran yang dilakukan oleh Boudriga, 2009. Dimana umur perusahaan diukur dengan menggunakan natural logaritma atas tahun dari perusahaan tersebut berdiri sampai dengan perusahaan tersebut melakukan IPO.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Objek penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana (IPO) di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2002 – April 2012. Data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan data sekunder perusahaan publik yang melakukan IPO dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode tersebut. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari harga penawaran perdana (*offering price*), harga penutupan saham setelah hari pertama diperdagangkan dipasar sekunder. Sumber data untuk pengujian didapat dari :

- a. Daftar nama perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 2002 – April 2012 diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id)
- b. Prospektus perusahaan yang melakukan IPO didapat dari Pusat Data Ekonomi dan Bisnis Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- c. Data mengenai *bid* dan *ask price* yang digunakan untuk mengukur *opening spread* didapat dari Bursa Efek Indonesia dan Pusat Data Ekonomi dan Bisnis Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- d. Data mengenai harga penawaran perdana (*offering price*) diperoleh dari prospektus perusahaan dan harga penutupan saham (*closing price*) diperoleh dari www.finance.yahoo.com.

- e. Data mengenai peringkat reputasi penjamin emisi (*underwriter*) diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dengan melihat penjamin emisi yang masuk kedalam 20 *most active broker* secara bulanan.

3.5 Metode Pengambilan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2002 sampai dengan April 2012 sebanyak 171 perusahaan. Pemilihan periode dilakukan karena penelitian ini ingin menguji faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *underpricing* selama 10 tahun selain itu telah ada penelitian yang meneliti pada periode sebelumnya. Pengambilan sampel yang dipakai dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dimana pemilihan sampel didasarkan pada kriteria tertentu sesuai dengan kebutuhan data dan informasi yang diperlukan. Dari jumlah populasi sebanyak 171 perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 2002-April 2012, diambil sebanyak 103 perusahaan yang dijadikan sampel. Dikarenakan adanya perusahaan yang memiliki data tidak lengkap karena tidak memenuhi kriteria yang dibutuhkan dalam penelitian ini. Kriteria sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan yang melakukan IPO dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan terdapat data prospektus yang jelas.
2. Terdapat laporan keuangan yang lengkap serta telah diaudit.
3. Perusahaan yang mengalami *underpriced* yaitu perusahaan yang harga penawaran saham pada saat IPO lebih rendah dibandingkan dengan harganya pada saat penutupan di pasar sekunder hari pertama.
4. Perusahaan memiliki data yang lengkap terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

3.6 Teknik Pengujian Hipotesis

Data dikumpulkan dalam bentuk tabel dengan menggunakan Microsoft Excel sementara analisis statistik akan menggunakan software Eviews 6.0. model yang digunakan merupakan *multivariate model* artinya model memiliki lebih dari satu variabel bebas. Untuk mengujinya digunakan metode regresi OLS (*Ordinary*

Least Square), dimana data yang dipakai adalah data *cross section*. Menurut Gujarati (2003), metode OLS adalah metode yang paling umum digunakan dalam analisis regresi, karena secara intuitif menarik dan secara matematis mudah.

3.6.1 Pengujian Statistik

Dalam penelitian ini terdapat tiga tahapan dalam melakukan pengujian atas uji statistik yakni sebagai berikut:

1. Uji Signifikansi (Uji F)

Tujuan dalam melakukan pengujian ini adalah untuk mengetahui pengaruh dari variabel independen secara keseluruhan terhadap variabel dependen. Pengujian ini dilakukan dengan melihat nilai signifikansi nilai F. Adapun hipotesa yang digunakan dalam pengujian ini adalah sebagai berikut:

$$H_0 : a_1 = a_2 = a_3 = a_4 = 0$$

(model tidak dapat menjelaskan variabel dependen secara signifikan)

$$H_1 : \text{Minimal ada 1 variabel yang } \neq 0$$

(model dapat menjelaskan variabel dependen secara signifikan)

Uji F ini dilakukan dengan menggunakan dua cara yaitu (1) Membandingkan antara F (*table*) dan F (*statistic*), dimana jika F (*statistic*) lebih besar daripada F (*table*) maka H_0 ditolak, atau (2) Membandingkan antara probabilitas F (*statistic*) dengan α dimana jika F (*statistic*) lebih kecil dari α maka H_0 ditolak. Apabila H_0 ditolak dapat ditarik kesimpulan bahwa model penelitian terbukti dapat menjelaskan variabel sehingga secara keseluruhan variabel independen mempengaruhi variabel dependennya secara signifikan.

2. Uji Signifikansi Parsial (Uji t)

Tujuan dari pengujian signifikansi parsial adalah untuk mengetahui apakah secara individu variabel-variabel independen yang digunakan berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependennya. Pengujian

ini dilakukan dengan memperhatikan signifikansi pada *table* koefisien dengan hipotesis sebagai berikut:

$$H_0 : a_n = 0$$

$$H_1 : a_n \neq 0$$

Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan antara nilai probabilitas t (*statistic*) dengan α atau membandingkan nilai t (*statistic*) dengan t (*table*). Jika nilai dari probabilitas t (*statistic*) kurang dari α , atau t (*statistic*) kurang dari t (*table*) maka H_0 ditolak. Penolakan H_0 ini berarti variabel independennya secara individual berpengaruh signifikan terhadap variabel dependennya.

3. Uji Koefisien Determinasi (Uji R^2)

Tujuan dari pengujian koefisien determinasi adalah untuk mengetahui tingkat kecocokan model penelitian yang dipakai. Pengujian ini dapat memprediksi pergerakan dari variabel dependen yang dijelaskan oleh pergerakan

3.6.2 Pengujian Ekonometri

1. Uji Normalitas

Salah satu asumsi dalam analisis statistika adalah data berdistribusi normal. Dalam analisis multivariat, para peneliti menggunakan pedoman apabila tiap variabel terdiri dari 30 data maka data telah berdistribusi normal (Winarno, 2006). Untuk mengetahui apakah data sudah terdistribusi normal dapat dianalisis dengan menggunakan program *E-views* dan SPSS. Dalam penelitian ini uji normalitas yang digunakan adalah dengan menggunakan uji Jarque-Bera (JB) yang dioperasikan dengan menggunakan *E-views*. Uji Jarque-Bera mengukur perbedaan *skewness* dan *kurtois* data dan dibandingkan dengan apabila datanya bersifat normal (Winarno, 2006). Hipotesis yang digunakan dalam menguji normalitas dengan uji Jarque-Bera (JB) adalah sebagai berikut :

$$H_0 : \text{data berdistribusi normal}$$

$$H_1 : \text{data tidak terdistribusi normal secara normal}$$

Pada penelitian ini untuk mengetahui apakah data tersebut terdistribusi normal atau tidak yaitu dengan melihat probabilitas dari Jarque Bera. *Probability* menunjukkan kemungkinan nilai Jarque Bera melebihi nilai terobservasi dibawah hipotesis nol (Winarno, 2006). Nilai probabilitas yang kecil cenderung mengarahkan pada penolakan hipotesis nol. Jika probabilitas Jarque Bera lebih besar dari $\alpha = 5\%$ maka data berdistribusi normal. Uji normalitas dapat dilakukan pada beberapa variabel sekaligus atau diuji satu per satu (Winarno, 2006).

2. Uji Multiokolinearitas (Kolinearitas Jamak)

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui adanya kolerasi (hubungan) yang tinggi (kuat) di antara variabel independen. Suatu model penelitian yang baik akan memiliki nilai multikolinearitas yang rendah sebab dengan rendahnya nilai tersebut maka model tersebut dapat memisahkan efek parsial yang terdapat pada satu variabel bebas terhadap variabel bebas lainnya. Pengujian multikolinearitas ini dilakukan dengan menggunakan *software E-views* yaitu dengan memperhatikan apakah hasil regresi F statistik signifikan, namun sebagian besar t statistik tidak signifikan dan nilai R^2 signifikan (lebih dari 0.80) maka dapat dikatakan terdapat masalah multikolinearitas.

Menurut Nachrowi dan Usman (2006), terdapat beberapa cara yang dilakukan untuk mengatasi permasalahan multikolinearitas, yakni sebagai berikut:

- Mengeluarkan salah satu variabel bebasnya yang tidak signifikan dari model penelitian
- Mengubah variabel, yakni dengan melakukan suatu perbedaan (*difference*), membuat rasio, atau dengan mengubah bentuk dari X menjadi $1/X$ atau X^2 dan lain-lain.
- Menambah atau mengurangi data
- Mentransformasi variabel independen

3. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah dalam persamaan regresi terdapat kesamaan *varians* yang tidak seragam sehingga *error*-nya menjadi tidak konsisten. Padahal yang dibutuhkan adalah *error* yang konsisten dari variasi yang seragam. Oleh karena itu, persamaan regresi yang baik adalah persamaan yang mengandung homokedastisitas. Jika asumsi homokedastisitas tidak terpenuhi maka estimator pada model regresi yang digunakan tidak berada pada kondisi minimum varians (Gujarati, 2004).

Asumsi dalam model regresi ini adalah

1. Nilai residual memiliki nilai rata-rata nol (0)
2. Nilai residual memiliki nilai varians yang konstan
3. Nilai residual suatu observasi tidak saling berhubungan dengan residual observasi lainnya

Berdasarkan asumsi-asumsi di atas maka diharapkan hasil dari model penelitian ini adalah BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Menurut Nachrowi dan Usman (2006), permasalahan heterokedastisitas dapat diatasi melalui :

- *Treatment White* yang terdapat pada EViews
- Metode *Generalized Least Square* (GLS)
- Transformasi dengan $1/X$
- Transformasi dengan $1/\sqrt{x}$, $E(Y)$, atau logaritma

Pengujian heteroskedastisitas pada model regresi berganda dapat dilakukan dengan metode uji *White's General Heteroscedasticity Test* atau dikenal dengan Uji *White*. Hipotesa yang diajukan dalam pengujian ini adalah :

H_0 : Tidak ada heterokedastisitas

H_1 : Ada heterokedastisitas

Apabila nilai probabilitas dari $Obs * R^2$ lebih kecil dari tingkat $\alpha = 5\%$ maka H_0 ditolak sehingga disimpulkan model regresi mengandung heterokedastisitas. Sedangkan, apabila nilai probabilitas dari $Obs * R^2$ lebih besar dari tingkat $\alpha = 5\%$ maka H_0 tidak ditolak sehingga disimpulkan

model regresi sudah homokedastisitas. Sedangkan cara yang dapat dilakukan untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas adalah dengan menggunakan *Weighted Least Square*, yaitu dengan membobotkan setiap variabel dengan *varians* yang tidak konstan yang memiliki tujuan untuk membuat agar *varians* menjadi konstan

4. Uji Autokorelasi

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui hubungan antara residual satu observasi dengan residual observasi lainnya apakah terdapat *error*. Autokorelasi lebih mudah timbul pada data yang bersifat runtut waktu, karena berdasarkan sifatnya, data masa sekarang dipengaruhi oleh data pada masa-masa sebelumnya. Autokorelasi dapat berbentuk autokorelasi positif dan autokorelasi negatif. Apabila model regresi mengandung autokorelasi maka estimator (taksiran) metode kuadrat kecil masih linear, tidak bias, dan tidak mempunyai varian yang minimum sehingga autokorelasi juga akan menyebabkan estimator hanya bersifat LUE, tidak lagi BLUE. Regresi berganda mengasumsikan bahwa *error* tidak berhubungan antara observasi (non-autokorelasi) agar model bersifat BLUE. Cara yang digunakan untuk mendeteksi adanya autokorelasi dalam suatu model data panel yaitu uji *Durbin-Watson* (Nachrowi & Usman, 2006). Sedangkan cara mengatasi autokorelasi, yaitu dengan metode *First difference* dan *first order autoregressive* atau AR(1). Jika statistik *Durbin Watson* mendekati angka 2 (dua) maka dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi. Hipotesis yang dapat diajukan dari pengujian ini adalah :

H_0 : Tidak ada autokorelasi

H_1 : Ada autokorelasi

BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Pengumpulan Data

Sampel yang digunakan di dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan IPO (*Initial Public Offering*) pada periode 2002 sampai dengan April 2012. Dari 171 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2002 – April 2012, yang menjadi sampel di dalam penelitian ini adalah 103 perusahaan. Total perusahaan yang dikeluarkan dari sampel adalah sebanyak 70 perusahaan antara lain : 26 perusahaan yang tidak mengalami *underpricing*, 33 perusahaan yang tidak memiliki data-data yang lengkap dan 9 perusahaan yang merupakan *outlier*.

Tabel 4.1 Perusahaan yang dijadikan sampel

Kriteria	Jumlah Perusahaan
Perusahaan melakukan IPO pada tahun 2002-April 2012	171
Perusahaan yang tidak mengalami <i>underpricing</i>	(26)
Perusahaan yang tidak memiliki data-data lengkap	(33)
Perusahaan yang merupakan <i>outlier</i>	(9)
Jumlah sampel perusahaan yang digunakan didalam penelitian	103

Sumber : Hasil pengolahan data (2012)

4.2 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan ringkasan penyajian data yang telah diolah secara statistik. Informasi umum yang biasanya terdapat dalam statistik deskriptif adalah nilai rata-rata (*mean*), nilai tengah (*median*), nilai maksimum dan minimum dan standar deviasi. *Mean* adalah rata-rata data yang diperoleh dengan menjumlahkan seluruh data dan membaginya dengan jumlah data. *Maximum*

adalah nilai yang paling besar. *Minimum* merupakan nilai yang paling kecil. Standar deviasi merupakan ukuran dispersi atau penyebaran data (Winarno, 2006). Hasil statistik deskriptif yang diperoleh setelah pengolahan data dari satu variabel dependen, tiga variabel independen dan 2 variabel kontrol yang digunakan dengan menggunakan *software E-views* adalah sebagai berikut :

Tabel 4.2 Hasil Statistik Deskriptif

	IR	SPREAD	UDW	AUD	SIZE (Total Aset)	AGE
Mean	0.281553	296	0.563107	0.378641	3.814.533.827.811	16.51942
Max	0.700000	-19.600	1.000000	1.000000	91.802.911.000.000	48.90000
Min	0.018000	1	0.000000	0.000000	20.523.406.513	1.100000
Observations	103	103	103	103	103	103

Sumber: Pengolahan data E-views 6.0 dan olahan sendiri (2012)

a. Analisis Statistik Deskriptif Variabel *Underpricing* (IR)

Tabel 4.3 Rata-Rata *Initial Return* per Tahun

Mean	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
IR	21,2%	8,4%	17,1%	16,2%	29,9%	33,6%	16,9%	20,1%	17,6%	9,1%	24,1%

Sumber: Hasil Olahan Sendiri (2012)

Dari tabel 4.2 statistik deskriptif diatas dapat dilihat bahwa variabel dependen *underpricing* atau *initial return* perusahaan-perusahaan yang mengalami *underpricing* pada tahun 2002-April 2012 memiliki rata-rata *initial return* (IR) sebesar 28,15%. Nilai rata-rata *initial return* (IR) menunjukkan imbal hasil rata-rata yang diperoleh investor pada hari pertama perdagangan atau pada saat tanggal IPO sebesar 28,15%. Tingkat pengembalian yang tertinggi adalah sebesar 70% yang dihasilkan oleh Bank Kesawan (BKS), Bukit Darmo Property (BKDP), Perdana Karya Perkasa (PKPK), Multifiling Mitra Indonesia (MFMI). Sedangkan tingkat pengembalian terendah dihasilkan oleh Bumi Serpong Damai (BSDE) yaitu sebesar 1,8%.

Dari Tabel 4.3 terlihat bahwa rata-rata *Initial Return* tertinggi terjadi pada tahun 2007 dengan rata-rata *initial return* sebesar 33,6%. Hal ini mengindikasikan bahwa dari tahun 2002 sampai dengan April 2012 dengan total 103 perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini terjadi *hot market* pada tahun 2007. Dimana *hot market* atau pasar ramai (*bullish*) dicirikan dengan volume penawaran yang sangat tinggi dan tidak lazim, sering terjadi kelebihan permintaan atas penawaran dan *underpricing* yang disengaja. *Hot market* dicirikan sebagai periode dimana lebih banyak perusahaan berkualitas tinggi memilih untuk *go publik* (Yolana, 2004). Selain itu pada tahun 2007 terdapat 2 perusahaan yang memiliki *initial return* tertinggi yaitu Bukit Darmo Property (BKDP) dan Perdana Karya Perkasa (PKPK) dengan *initial return* sebesar 70%. Sedangkan rata-rata *initial return* terendah dari 103 sampel perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 2002 sampai dengan April 2012 terjadi pada tahun 2003 dengan *initial return* sebesar 8,4%. Hal ini mengindikasikan bahwa terjadi *cold market* pada tahun 2003. *Cold market* atau pasar sepi (*bearish*) dicirikan dengan jarang terjadi kelebihan permintaan, *underpricing* lebih sedikit dan mempunyai penerbitan yang lebih rendah (Yolana, 2004).

Dari Tabel 4.3 terlihat bahwa rata-rata *initial return* pada tahun 2008 mengalami penurunan dibandingkan dengan tahun 2007. Hal ini dikarenakan pada tahun 2008 perekonomian dunia mengalami krisis finansial ke berbagai negara (Outlook Ekonomi Indonesia, 2009). Krisis finansial global mulai muncul sejak bulan Agustus tahun 2007, yaitu pada saat salah satu bank terbesar perancis BNP Paribas mengumumkan pembekuan beberapa sekuritas yang terkait dengan kredit perumahan berisiko tinggi (*subprime mortgage*). Akibat adanya krisis finansial global menyebabkan aktivitas IPO di Indonesia pada tahun 2008 menurun dibandingkan tahun 2007. Menurut hasil laporan Konsultan Ernst & Young pada tahun 2009 dalam laporannya yang berjudul *Shifting Landscape-Are You Ready : Global IPO Trends Report 2009*, menjelaskan bahwa menurunnya aktivitas global IPO pada tahun 2008 yang diakibatkan adanya krisis pasar finansial terlihat dari jumlah aktivitas IPO yang mengalami penurunan sebesar 61%. Sedangkan jika dilihat dari sisi besarnya dana yang didapatkan dari proses IPO mengalami penurunan sebesar 67%. Selain itu turunnya aktivitas IPO pada

tahun 2008 disebabkan adanya guncangan fundamental perekonomian, sentimen negatif investor dan tingginya volatilitas di pasar saham yang seluruhnya dipengaruhi oleh adanya krisis finansial. Dari hasil penelitian yang dilakukan oleh tim studi Departemen Keuangan Bapepam LK (2009) dalam laporannya yang berjudul potensi jumlah perusahaan yang dapat melakukan *go public* di pasar modal Indonesia, berpendapat bahwa adanya krisis finansial tahun 2008 meningkatkan kekhawatiran investor terhadap keamanan berinvestasi di pasar modal akibat jatuhnya nilai efek-efek setelah krisis. Pasar dinilai masih mengalami tren penurunan (*bear market*). Hal ini tentunya menurunkan minat investor untuk membeli efek dan pada akhirnya membuat perusahaan untuk merencanakan kembali *go public*-nya.

Rata-rata *initial return* tahun 2011 pada tabel 4.3 menurun dibandingkan dengan tahun 2010. Adanya kondisi krisis keuangan yang melanda Eropa dan Amerika Serikat dinilai ikut menurunkan minat perusahaan untuk melakukan *initial public offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2011 (www.jurnas.com). Menurut Eddy Soegito, Direktur Penilaian Perusahaan BEI menjelaskan bahwa banyak perusahaan yang semula sudah tertarik melakukan IPO terpaksa menunda prosesnya demi mengantisipasi penerimaan pasar yang kurang maksimal. Selain itu pihak perusahaan juga masih terus mencermati kondisi yang terjadi pada perekonomian global (www.jurnas.com). Sepanjang tahun 2011, tercatat 25 emiten yang melakukan kegiatan *Initial Public Offering* (IPO), lebih banyak dibandingkan tahun 2010 yang hanya mencapai 23 emiten. Walaupun jumlah emiten lebih banyak tetapi nilai emisi saham tahun 2011 menurun dibandingkan nilai emisi tahun sebelumnya. Nilai emisi tahun 2011 hanya mencapai Rp 19,6 triliun, turun sekitar 34% dibanding nilai emisi tahun 2010 yang mencapai Rp 29,7 triliun (www.relitrade.com). Selain akibat krisis keuangan, penurunan nilai emisi saham tahun 2011 dikarenakan adanya perbedaan ukuran perusahaan yang melantai di bursa. Ada beberapa perusahaan besar dan BUMN yang sengaja menunda kegiatan emisinya di tahun 2011 untuk menghindari pengaruh sentimen negatif yang terjadi di pasar dan keinginan mendapatkan harga emisi yang lebih baik (www.relitrade.com).

b. Analisis Statistik Deskriptif Variabel *Opening Spread*

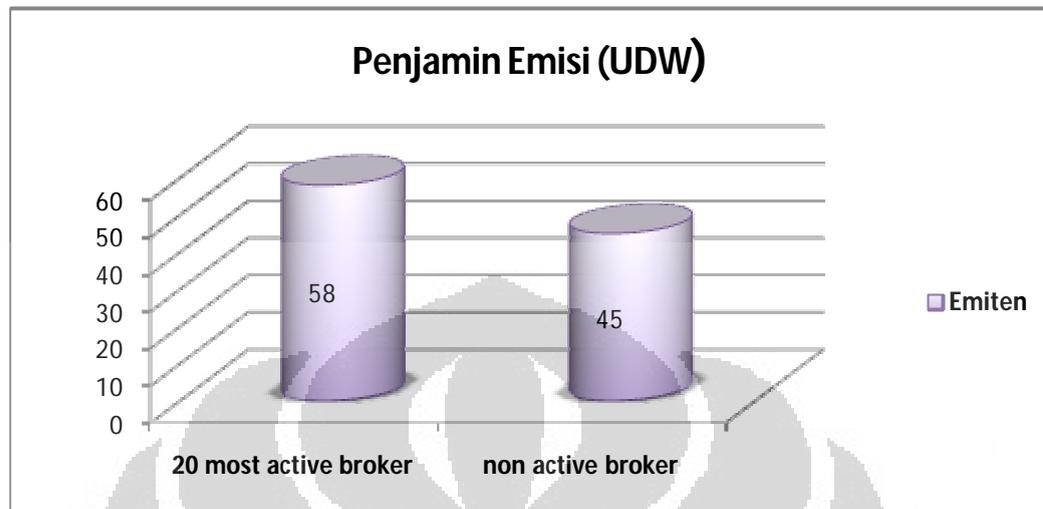
Untuk statistik deskriptif variabel independen *opening spread (spread)* pada tabel 4.2 diukur dengan menggunakan *quoted spread* yaitu dengan menghitung selisih antara harga *bid* dengan *ask* agar lebih mudah dalam menganalisis statistik deskriptifnya. Dikarenakan penelitian ini hanya mengukur *spread* pada tanggal pencatatan di Bursa Efek Indonesia atau pada hari pertama perdagangan di BEI, maka angka *spread* diatas merupakan angka yang terjadi pada hari pertama perdagangan di BEI. *Opening spread (spread)* memiliki nilai rata-rata sebesar Rp 296. *Spread* terendah yaitu sebesar Rp 1 terjadi pada perusahaan Trada Maritime (TRAM), Batavia Prosperindo Finance (BPFI), Inovisi Infracom (INVS), Bumi Citra Permai (BCIP), Benakat Petroleum Energy (BIPI), Indofood CBP Sukses Makmur (ICBP), Star Petrochem (STAR). *Spread* tertinggi yaitu sebesar Rp 19.600 terjadi pada perusahaan Indo Tambangraya Megah (ITMG). Angka tersebut menunjukkan angka negatif dikarenakan harga *ask* lebih rendah dibandingkan dengan harga *bid*. Dimana menurut data yang peneliti dapatkan dari Bursa Efek Indonesia tercatat bahwa harga *bid* PT Indo Tambangraya Megah pada tanggal pencatatan di BEI atau hari pertama perdagangan yaitu tanggal 18 Desember 2007 adalah sebesar Rp 19.600 dan harga *ask* sebesar Rp. 0. Peneliti menduga bahwa pada tanggal IPO terdapat investor yang ingin membeli saham tersebut dengan harga permintaan tertinggi (*bid*) sebesar Rp 19.600. Harga *ask* sebesar Rp 0, peneliti menduga bahwa investor yang mempunyai saham tersebut menganggap akan adanya kemungkinan harga saham tersebut akan naik sehingga investor yang mempunyai saham ITMG tidak ingin menjual sahamnya pada tanggal IPO sehingga harga *ask* PT ITMG pada tanggal IPO sebesar Rp 0.

PT Indo Tambangraya Megah (ITMG) merupakan perusahaan pertambangan yang bergerak dalam bidang penambangan, pemrosesan dan operasional logistik batubara di Indonesia. Batubara yang dihasilkan PT Indo Tambangraya Megah pada umumnya digunakan pada pembangkit listrik tenaga batubara (*coal fired power plant*) di pasar domestik maupun internasional (Prospektus ITMG, 2007). PT Indo Tambangraya Megah memiliki catatan

pertumbuhan yang baik terlihat dari produksi batubara yang meningkat dari 9,9 juta ton pada tahun 2002 menjadi 19,6 juta ton pada tahun 2006. Hal ini mencerminkan laju pertumbuhan rata-rata sebesar 18,5% per tahun sehingga menjadi produsen batubara ketiga terbesar di Indonesia pada tahun 2006 menurut Barlow Jonker (Prospektus ITMG, 2007). Selain itu PT Indo Tambangraya Megah juga mempunyai prospek usaha yang baik dimana wilayah Asia Utara merupakan pasar impor batubara terbesar yang mencapai 84% dari seluruh permintaan impor asia dan 45% dari seluruh permintaan impor global pada tahun 2005. Estimasi pertumbuhan ekonomi yang kuat di sebagian besar negara-negara Asia Utara diperkirakan memicu permintaan terhadap listrik terutama batubara (Prospektus ITMG, 2007).

Dikarenakan PT Indo Tambangraya Megah mempunyai kegiatan usaha dan prospek usaha yang bagus, membuat investor tertarik untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Hal ini yang menyebabkan harga permintaan (*bid price*) meningkat sebesar Rp 19.600, dimana investor yang tidak mendapatkan jatah saham PT Indo Tambangraya Megah pada saat proses *bookbuilding* ingin membeli saham tersebut dengan meminta pada harga (*bid price*) sebesar Rp 19.600. Sedangkan investor yang telah mendapatkan jatah saham pada saat *bookbuilding* tidak ingin menjual saham yang telah dimilikinya pada saat hari pertama perdagangan di BEI dikarenakan adanya persepsi bahwa harga saham akan meningkat sehingga harga *ask* menunjukkan angka sebesar Rp 0.

c. Analisis Statistik Deskriptif Variabel Reputasi Penjamin Emisi (UDW)

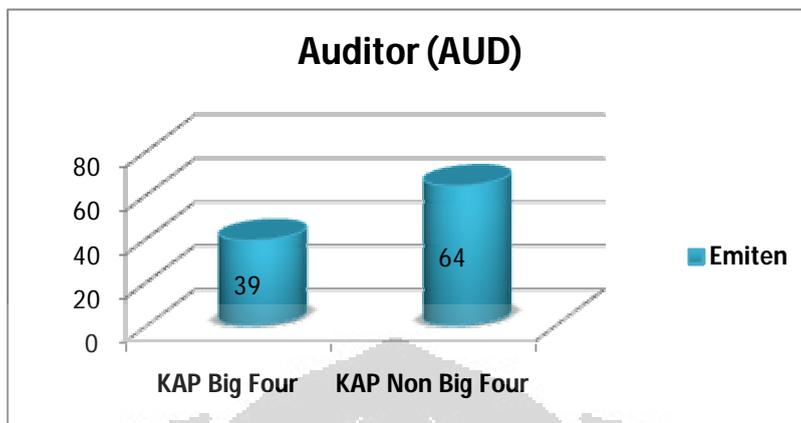


Gambar 4.1 Grafik Jumlah Penjamin Emisi yang digunakan oleh Emiten yang melakukan IPO pada tahun 2002 – April 2012

Sumber: Hasil Olahan Sendiri (2012)

Variabel reputasi penjamin emisi (UDW) dan reputasi auditor (AUD) diukur dengan menggunakan *dummy*. Pada tabel 4.1 terlihat bahwa variabel reputasi penjamin emisi (UDW) mempunyai rata-rata sebesar 56,3%, hal ini menunjukkan bahwa dari 103 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2002-April 2012, sebagian besar menggunakan penjamin emisi (*underwriter*) yang masuk kedalam *20 most active broker* menurut Bursa Efek Indonesia yaitu sebanyak 58 perusahaan atau sebesar 56,3%. Sedangkan sisanya sebesar 45 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2002-April 2012 tidak menggunakan penjamin emisi yang termasuk kedalam *most active broker* menurut BEI.

d. Analisis Statistik Deskriptif Variabel Reputasi Auditor (AUD)



Gambar 4.2 Grafik Jumlah KAP *Big Four* dan Non *Big Four* yang digunakan oleh Emiten yang melakukan IPO pada tahun 2002 – April 2012
 Sumber: Hasil Olahan Sendiri (2012)

Pada tabel 4.1 terlihat bahwa variabel reputasi auditor (AUD) mempunyai rata-rata sebesar 37,9% dimana dari 103 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2002-April 2012 menggunakan Kantor Akuntan Publik *big four* sebesar 37,9% atau sebanyak 39 perusahaan. Sedangkan sisanya sebesar 64 perusahaan atau sebanyak 62,1% menggunakan KAP *non big four*. Hal ini kemungkinan dikarenakan besarnya biaya yang harus dikeluarkan perusahaan yang melakukan IPO (emiten) untuk membayar jasa KAP *big four*, sehingga sebagian besar perusahaan lebih memilih untuk menggunakan KAP *non big four*.

e. Analisis Statistik Deskriptif Variabel Ukuran Perusahaan (SIZE)

Dalam penelitian ini menggunakan variabel kontrol ukuran perusahaan (SIZE) dan umur perusahaan (AGE). Nilai mean, minimum, maksimum pada variabel ukuran perusahaan dan umur perusahaan pada tabel 4.1 merupakan nilai sebelum dilakukan logaritma natural agar nilainya lebih tepat untuk dilakukan analisis statistik deskriptif. Untuk variabel kontrol ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan total aset. Perusahaan yang melakukan IPO pada periode 2002-April2012 mempunyai rata-rata total aset sebesar Rp. 3.814.533.827.811.

Dengan nilai aset terendah dimiliki oleh Aneka Kemasindo Utama (AKKU) sebesar Rp 20.523.406.513. Sedangkan perusahaan yang memiliki total aset terbesar adalah Bank Rakyat Indonesia (BBRI) sebesar Rp. 91.802.911.000.000.

f. Analisis Statistik Deskriptif Variabel Umur Perusahaan (AGE)

Rata-rata umur perusahaan (AGE) yang melakukan IPO pada periode 2002-April 2012 adalah 16,5 tahun. Nilai minimum dari umur perusahaan adalah 1,1 tahun. Hal ini menunjukkan bahwa pada perusahaan yang melakukan IPO periode 2002-April 2012 yang mempunyai umur termuda adalah PT Indofood CBP Sukses Makmur (ICBP). Perusahaan tersebut melakukan IPO setelah 1,1 tahun sejak perusahaan tersebut berdiri sesuai dengan akta pendiriannya berdiri pada tanggal 2 September 2009 dan melakukan IPO pada tanggal 7 Oktober 2010. Nilai maksimum dari umur perusahaan adalah 48,9 tahun. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan IPO setelah 48,9 tahun berdiri adalah PT PP Persero (PTPP) dimana perusahaan tersebut berdiri pada tanggal 29 Maret 1961 dan melakukan IPO pada tanggal 9 Februari 2010.

4.3 Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik yang dilakukan di dalam penelitian ini bertujuan untuk memastikan bahwa persamaan regresi memenuhi asumsi klasik BLUE (*Best Linier Unbiased Estimate*). Pengujian yang dilakukan adalah sebagai berikut :

4.3.1 Uji Normalitas

Salah satu asumsi dalam analisis statistika adalah data berdistribusi normal. Dalam analisis multivariat, para peneliti menggunakan pedoman apabila tiap variabel terdiri dari 30 data maka data telah berdistribusi normal (Winarno, 2006). Untuk mengetahui apakah data sudah terdistribusi normal dapat dianalisis dengan menggunakan program *E-views* dan SPSS. Dalam penelitian ini uji normalitas yang digunakan adalah dengan menggunakan uji Jarque-Bera (JB) yang dioperasikan dengan menggunakan *E-views*. Uji Jarque-Bera mengukur perbedaan *skewness* dan *kurtois* data dan dibandingkan dengan apabila datanya bersifat normal (Winarno, 2006). Hipotesis yang digunakan dalam menguji normalitas dengan uji Jarque-Bera (JB) adalah sebagai berikut :

H_0 : data berdistribusi normal

H_1 : data tidak terdistribusi normal secara normal

Pada penelitian ini untuk mengetahui apakah data tersebut terdistribusi normal atau tidak yaitu dengan melihat probabilitas dari Jarque Bera. *Probability* menunjukkan kemungkinan nilai Jarque Bera melebihi nilai terobservasi dibawah hipotesis nol (Winarno, 2006). Nilai probabilitas yang kecil cenderung mengarahkan pada penolakan hipotesis nol. Jika probabilitas Jarque Bera lebih besar dari $\alpha = 5\%$ maka data berdistribusi normal. Uji normalitas dapat dilakukan pada beberapa variabel sekaligus atau diuji satu per satu (Winarno, 2006). Dalam penelitian ini uji normalitas dilakukan dengan menguji semua variabel sekaligus dengan menggunakan *E-views*. Setelah dilakukan pengujian dengan menggunakan *E-views* 6.0 diperoleh hasil sebagai berikut :

Tabel 4.4 Hasil Pengujian Normalitas dengan Uji Jarque Bera

Probability Jarque – Bera	0,002093
---------------------------	----------

Sumber: Pengolahan data *E-views* 6.0 (2012)

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai probability Jarque – Bera sebesar 0,002093 lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ maka data tidak terdistribusi normal. Untuk mengidentifikasi adanya data *outliers* yaitu data yang menyimpang terlalu jauh dari data yang lain sehingga harus dikeluarkan dari model penelitian, maka digunakan program SPSS 17.0. Data *outliers* juga dapat membuat data menjadi tidak terdistribusi secara normal. Berikut adalah identifikasi data *outlier* yang diperoleh dari hasil pengujian dengan menggunakan program SPSS 17.0 :

Tabel 4.5 Identifikasi Data Outliers

Casewise Diagnostics^a

Case Number	Std. Residual	IR	Predicted Value	Residual
58	3.247	.60	.1217	.47831

Sumber: Pengolahan data SPSS 17.0 (2012)

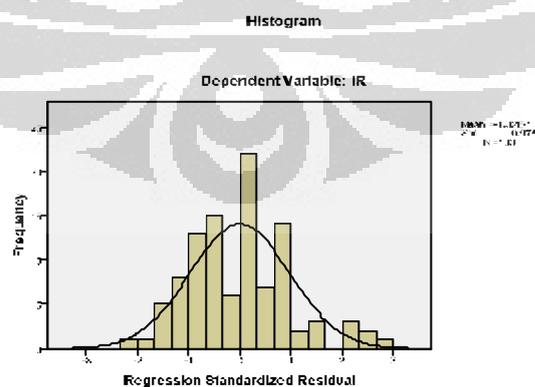
Dari pengidentifikasian data *outliers* dengan menggunakan program SPSS 17.0 diperoleh bahwa terdapat 1 sampel data yang merupakan *outliers* yaitu data nomer 58. Data nomer 58 harus dikeluarkan dari sampel penelitian sehingga jumlah data penelitian menjadi 103 sampel data. Setelah data *outliers* dikeluarkan maka dilakukan pengujian normalitas dengan menggunakan E-views 6.0 untuk mengetahui apakah data telah terdistribusi secara normal atau tidak. Berikut hasil pengujian normalitas dengan menggunakan E-views 6.0 :

Tabel 4.6 Hasil Pengujian Normalitas dengan Uji Jarque Bera

Probability Jarque – Bera	0,067837
---------------------------	----------

Sumber: Pengolahan data E-views 6.0 (2012)

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai probability Jarque – Bera sebesar 0,067837 lebih besar dari $\alpha = 5\%$ maka data telah terdistribusi secara normal. Selain itu dalam penelitian ini untuk lebih meyakinkan bahwa data telah terdistribusi normal dilakukan uji normalitas dengan menggunakan program SPSS 17.0. Pengujian normalitas menggunakan SPSS 17.0 dapat diukur dengan melihat gambar histogram.



Gambar 4.3 Uji Normalitas

Sumber: Pengolahan data SPSS 17.0 (2012)

Dari gambar hasil uji normalitas dengan menggunakan program SPSS 17.0 diatas terlihat bahwa residual telah membentuk pola sebagaimana halnya distribusi normal yang berbentuk lonceng dimana nilai tengah adalah 0.

4.3.2 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas adalah kondisi adanya hubungan linier antarvariabel independen. Karena melibatkan beberapa variabel independen, maka multikoliniearitas tidak akan terjadi pada persamaan regresi sederhana dimana terdiri atas satu variabel dependen dan satu variabel independen (Winarno, 2006). Model yang baik adalah model yang tidak terdapat korelasi yang kuat antar variabel independen atau dengan kata lain bebas dari multikolinearitas.

Untuk mendeteksi adanya multikolinearitas, penelitian ini menggunakan metode perhitungan koefisien korelasi antarvariabel independen, dengan membandingkan nilai koefisien korelasi antar variabel independen. Jika terdapat nilai koefisien korelasi antar variabel independen yang cukup besar yaitu 0,89 maka dapat diduga terdapat hubungan linear antara kedua variabel tersebut (Winarno, 2006) sehingga terdapat kecenderungan adanya multikolinearitas. Setelah dilakukan pengujian dengan menggunakan E-views 6.0 diperoleh hasil sebagai berikut :

Tabel 4.7 Hasil Pengujian Multikolinearitas

	SPREAD	UDW	AUD	AGE	SIZE
SPREAD	1.000000	0.183008	0.178146	0.051440	0.179643
UDW	0.183008	1.000000	0.324405	-0.089155	0.480494
AUD	0.178146	0.324405	1.000000	-0.006531	0.418883
AGE	0.051440	0.089155	-0.006531	1.000000	0.059901
SIZE	0.179643	0.480494	0.418883	0.059901	1.000000

Sumber: Pengolahan data E-views 6.0 (2012)

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai korelasi antar variabel independen tidak ada yang lebih dari 0,8 atau besarnya koefisien korelasi masih dibawah 0,8 maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas di dalam persamaan regresi.

4.3.3 Uji Heteroskedastisitas

Salah satu asumsi yang harus dipenuhi agar taksiran parameter dalam model regresi bersifat BLUE maka $\text{var}(u_i)$ harus sama dengan σ^2 (konstan) atau dengan kata lain semua residual atau *error* mempunyai varian yang sama. Kondisi seperti ini disebut dengan homokedastis. Sedangkan apabila varian tidak konstan atau berubah-ubah disebut dengan heterokedastis (Nachrowi, 2006). Dalam penelitian ini untuk mengidentifikasi adanya heterokedastisitas adalah dengan menggunakan Uji *White*. Uji *White* menggunakan residual kuadrat sebagai variabel dependen dan variabel independennya terdiri atas variabel independen yang telah ada, ditambah dengan kuadrat variabel independen, ditambah lagi dengan perkalian dua variabel independen (Winarno, 2006). Pada Uji *White*, ada atau tidak adanya heterokedastisitas dapat dilihat pada probabilitas Obs*R-squared. Jika nilai probabilitas Obs*R-squared lebih besar dari $\alpha = 5\%$ maka tidak terdapat heterokedastisitas. Apabila nilai probabilitas Obs*R-squared lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ maka terdapat masalah heterokedastisitas. Hasil pengujian Heterokedastisitas dengan menggunakan uji *white* pada E-views 6.0 adalah sebagai berikut :

Tabel 4.8 Hasil Pengujian Heterokedastisitas dengan Uji *White*

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	2.256268	Prob. F(18,84)	0.0068
Obs*R-squared	33.56895	Prob. Chi-Square(18)	0.0142

Sumber: Pengolahan data E-views 6.0 (2012)

Dari hasil pengujian heterokedastisitas dengan menggunakan Uji *White* diperoleh bahwa nilai Obs*R-squared adalah 33.56895 dengan probabilitas sebesar 0,0142. Nilai probabilitas ini lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat masalah heterokedastisitas. Dalam penelitian ini untuk menghilangkan heterokedastisitas dengan menggunakan metode *white* yang dioperasikan dengan menggunakan program E-views 6.

4.3.4 Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah hubungan antara residual satu observasi dengan residual observasi lainnya (Winarno, 2006). Penelitian ini menggunakan dua metode untuk mengetahui apakah model penelitian mengandung autokorelasi, yaitu dengan menggunakan metode uji Durbin Watson dan uji Breusch-Godfrey.

4.3.4.1 Uji Durbin Watson

Uji Durbin Watson merupakan salah satu uji yang banyak dipakai untuk mengetahui ada tidaknya autokorelasi (Winarno, 2006). Apabila d berada di antara 1,54 dan 2,46 maka tidak terdapat autokorelasi (Winarno, 2006). Hasil pengujian autokorelasi dengan menggunakan uji Durbin Watson pada E-views 6.0 adalah sebagai berikut :

Tabel 4.9 Hasil Pengujian Autokorelasi dengan Uji Durbin Watson

Durbin-Watson stat	2.333497
--------------------	----------

Sumber: Pengolahan data E-views 6.0 (2012)

Dari hasil pengujian autokorelasi dengan menggunakan uji Durbin Watson pada E-views 6.0 diperoleh nilai Durbin Watson sebesar 2.333497. Nilai ini berada diantara 1,54 dan 2,46 maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi.

4.3.4.2 Uji Breusch-Godfrey

Nama lain dari uji Breusch-Godfrey adalah Uji Lagrange-*Multiplier* (Winarno, 2006). Pada Uji Breusch-Godfrey, ada atau tidak adanya heterokedastisitas dapat dilihat pada probabilitas Obs*R-squared. Jika nilai probabilitas Obs*R-squared lebih besar dari $\alpha = 5\%$ maka tidak terdapat autokorelasi. Apabila nilai probabilitas Obs*R-squared lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ maka terdapat masalah autokorelasi. Hasil pengujian autokorelasi dengan menggunakan uji Breusch-Godfrey pada E-views 6.0 adalah sebagai berikut :

Tabel 4.10 Hasil Pengujian Autokorelasi dengan Uji Breusch-Godfrey

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.878127	Prob. F(2,95)	0.1585
Obs*R-squared	3.917667	Prob. Chi-Square(2)	0.1410

Sumber: Pengolahan data E-views 6.0 (2012)

Dari hasil pengujian autokorelasi dengan menggunakan Uji Breusch-Godfrey diperoleh bahwa nilai probabilitas Obs*R-squared sebesar 0,1410. Nilai probabilitas ini lebih besar dari $\alpha = 5\%$. Hasil ini mendapat kesimpulan yang sama dengan uji Durbin Watson yaitu tidak terdapat masalah autokorelasi.

4.4 Analisis Pengujian Hipotesis

Dalam penelitian ini akan menguji variabel-variabel yang diduga mempengaruhi tingkat *underpricing* saham IPO. Variabel – variabel yang diuji didalam penelitian ini adalah *opening spread*, reputasi penjamin emisi, reputasi auditor, ukuran perusahaan dan umur perusahaan. Persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$IR_{it} = a_0 + a_1 SPREAD_{it} + a_2 UDW_{it} + a_3 AUD_{it} + a_4 SIZE_{it} + a_5 AGE_{it} + e_{it}$$

Setelah dilakukan pengolahan dan dilakukan pengujian asumsi menggunakan E views 6.0 maka diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 4.11 Hasil Regresi

Model : $IR_{it} = a_0 + a_1 SPREAD_{it} + a_2 UDW_{it} + a_3 AUD_{it} + a_4 SIZE_{it} + a_5 AGE_{it} + e_{it}$				
Variables	Expected Sign	Coefficient	t-Statistic	Prob.
C		0.523291	1.912743	0.0587
SPREAD	(+/-)	-0.200075	-13.96442	0.0000*
UDW	(-)	-0.076610	-2.292368	0.0240*
AUD	(-)	-0.076036	-2.385554	0.0190*
AGE	(-)	-0.005764	-0.336457	0.7373
SIZE	(-)	-0.008820	-0.897440	0.3717
R-squared				0.679909
Adj R-squared				0.663410
F-Statistic				41.20780
Prob				0.000000
Keterangan: IR: <i>underpricing</i> ; SPREAD: <i>Opening Spread</i> ; UDW: Reputasi Penjamin Emisi; AUD: Reputasi Auditor; SIZE: Ukuran Usaha; AGE: Umur Perusahaan. * Signifikan di $\alpha = 5\%$				

Hasil regresi yang digunakan adalah hasil regresi yang sudah dilakukan uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heterokedastisitas dan uji autokorelasi dengan menggunakan program *E-views* 6.0. Dikarenakan pada uji heterokedastisitas, data bersifat heterokedastisitas maka hasil regresi yang digunakan adalah hasil regresi yang telah di hilangkan heterokedastisitasnya dengan menggunakan metode *white*

Heteroskedasticity pada program *E-views* sesuai dengan hasil regresi pada lampiran 6.

Uji signifikansi nilai F dilakukan untuk mengetahui pengaruh dari variabel independen secara keseluruhan terhadap variabel dependen. Pengujian ini dilakukan dengan melihat signifikansi nilai F dengan membandingkan probabilitas (F-statistic) dengan $\alpha = 5\%$. Dari hasil regresi diketahui bahwa nilai probabilitas (F-statistic) sebesar 0,00000 lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ maka dapat disimpulkan bahwa dengan tingkat keyakinan 95% variabel independen secara serentak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

Pada pengujian *goodness of fit* yang dilakukan untuk mengetahui tingkat kecocokan model penelitian yang dipakai dengan melihat nilai *adjusted R²*. Semakin besar nilai *adjusted R²* maka semakin besar kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen. Dari hasil regresi dengan menggunakan *E-views 6.0* diperoleh nilai *adjusted R²* sebesar 0.663410 atau sebesar 66,34% yang menunjukkan bahwa variabel – variabel independen yang di uji dalam penelitian ini yaitu *opening spread*, reputasi penjamin emisi, reputasi auditor serta dua variabel kontrol yaitu ukuran usaha dan umur perusahaan memiliki pengaruh sebesar 66,34% terhadap variabel dependen yaitu *undepricing*. Sisanya sebesar 33,66% di pengaruhi oleh variabel lainnya di luar model penelitian ini.

Untuk menguji signifikansi pengaruh dari masing-masing variabel independen pada persamaan regresi terhadap variabel dependen, dilakukan pengujian dengan Uji-t. Dari hasil pengolahan regresi dengan menggunakan *E-views*, dapat diperoleh persamaan regresi linier berganda sebagai berikut :

$$IR = 0.523291 - 0.200075 \text{ SPREAD} - 0, 0.076610 \text{ UDW} - 0.076036 \text{ AUD} - 0.008820 \text{ SIZE} - 0.005764 \text{ AGE} + e_1$$

Penjelasan masing-masing variabel mengenai koefisien regresi dan tingkat signifikansi adalah sebagai berikut :

a. *Opening Spread (spread)*

Dari hasil regresi pada tabel 4.11 diketahui bahwa nilai probabilitas (*t-statistic*) variabel *opening spread* (spread) sebesar 0,00000 lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ maka dapat disimpulkan bahwa dengan tingkat keyakinan 95% variabel independen *opening spread* mempunyai pengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Untuk mengetahui apakah pengaruh yang diberikan bersifat positif atau negatif dapat dilihat pada koefisien hasil regresi dari variabel ini. Pada pengujian ini dapat dilihat bahwa koefisien dari variabel *opening spread* adalah -0.200075. Hal ini menjelaskan bahwa peningkatan variabel *opening spread* sebesar 1 akan menurunkan tingkat *initial return* atau *underpricing* sebesar 0.200075 dengan asumsi bahwa variabel reputasi penjamin emisi, reputasi auditor, ukuran usaha dan umur perusahaan adalah konstan.

Hasil pengujian dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *opening spread* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *underpricing*. Apabila semakin besar *opening spread* maka semakin kecil tingkat *underpricing* atau positif *initial return*. Variabel *Opening spread* dalam penelitian ini merupakan *after market liquidity* yang terjadi pada hari pertama perdagangan yang diukur dengan menggunakan *bid ask spread* pada hari pertama perdagangan di BEI.

Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ellul dan Pagano (2006) dimana Ellul dan Pagano menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara *effective spread* dengan *initial return*. Perbedaan hasil penelitian ini mungkin disebabkan karena penelitian Ellul dan pagano (2006) yang menggunakan sampel perusahaan yang melakukan IPO di Inggris (British IPO) lebih banyak menggunakan metode *fixed price method*. Dimana harga penawaran telah ditentukan secara tetap pada proses penawaran saham IPO.

Berbeda dengan di Indonesia yang melakukan proses *bookbuilding* pada proses penawaran saham IPO dimana penjamin emisi memberikan *range* atau rentang harga penawaran saham IPO. Pada proses *bookbuilding* ini penjamin emisi dapat mengetahui seberapa besar minat investor terhadap saham IPO. Setelah mengumpulkan semua minat beli dari investor, penjamin emisi lalu

menentukan harga optimum di mana saham itu akan laku. Apabila peminat banyak, harga ditentukan di batas atas dan pemesan akan mendapat jatah sedikit. Jika peminatnya sedikit, harga penawaran akan ditentukan di batas bawah dan pemesan mungkin mendapat jatah banyak. Hal ini yang menyebabkan penjamin emisi menetapkan harga penawaran yang rendah (*underpriced*). Dari proses *bookbuilding* ini penjamin emisi dapat memperkirakan apakah saham tersebut dipasar sekunder akan likuid atau tidak. Apabila pada proses *bookbuilding* terlihat minat investor akan saham tersebut sedikit, peneliti menduga bahwa penjamin emisi mungkin akan memperkirakan likuiditas atas saham di pasar sekunder dalam jangka panjang akan rendah. Adanya ekspektasi bahwa likuiditas saham di pasar sekunder akan rendah, peneliti menduga penjamin emisi akan menetapkan harga penawaran yang rendah untuk memberikan kompensasi kepada investor. Dengan adanya penetapan harga penawaran rendah pada hari pertama perdagangan di BEI akan menarik minat investor lain yang tidak mendapatkan jatah saham pada proses *bookbuilding* untuk membeli saham tersebut sehingga menyebabkan *spread* yang terjadi pada hari pertama perdagangan di BEI menjadi rendah. *Spread* yang rendah pada hari pertama perdagangan di BEI akan menyebabkan saham tersebut likuid pada perdagangan hari tersebut. Adanya penetapan harga penawaran yang rendah dapat menyebabkan rasio *initial return* atau *underpricing* akan meningkat. Sehingga terjadi hubungan negatif antara *opening spread* yang rendah pada hari pertama perdagangan akan menyebabkan *underpricing* yang tinggi.

Selain itu perbedaan penelitian ini dengan penelitian Ellul dan Pagano (2006) adalah penelitian Ellul dan Pagano (2006) menggunakan *effective spread* dalam mengukur *after market liquidity* dan *effective spread* yang diukur merupakan rata-rata *effective spread* selama empat minggu pertama hari perdagangan di pasar sekunder. Sedangkan penelitian ini menggunakan *quoted relative spread* dalam mengukur besarnya *opening spread*. Selain itu penelitian ini hanya mengukur *spread* yang terjadi pada hari pertama perdagangan di BEI.

Hasil pengujian yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Chiang dan Tai (2010). Chiang dan

Tai (2010) dengan menggunakan sampel perusahaan yang melakukan IPO di Taiwan membuktikan bahwa terdapat hubungan negatif antara *after market liquidity* yang diukur dengan *quoted relative spread* dimana dengan tingginya *quoted relative spread* maka rasio *initial return* atau *underpricing* akan menurun. Hasil penelitian yang sama yaitu terdapat hubungan negatif dikarenakan di Taiwan menggunakan metode *bookbuilding* pada proses penentuan harga penawaran. Hal ini sama dengan yang dilakukan di Indonesia yang juga menggunakan metode *bookbuilding*. Selain itu hasil penelitian yang dilakukan oleh penelitian Houge (2001) juga menunjukkan hubungan yang sama dimana terdapat hubungan negatif antara *opening spread* dengan *first day return* untuk perusahaan besar yang melakukan IPO (*KSW large firm*) tetapi penelitian Houge (2001) menunjukkan hubungan yang tidak signifikan.

b. Reputasi Penjamin Emisi (UDW)

Dari hasil regresi pada tabel 4.11 dapat dilihat bahwa nilai probabilitas dari variabel reputasi penjamin emisi adalah 0,0240. Jika dibandingkan dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, probabilitas variabel reputasi penjamin emisi (UDW) lebih kecil dari $\alpha = 5\%$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dengan tingkat keyakinan 95% variabel independen reputasi penjamin emisi mempunyai pengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Untuk mengetahui apakah pengaruh yang diberikan bersifat positif atau negatif dapat dilihat pada koefisien hasil regresi dari variabel ini. Pada pengujian ini dapat dilihat bahwa koefisien dari variabel reputasi penjamin emisi adalah -0.076610. Hal ini menjelaskan bahwa peningkatan reputasi penjamin emisi sebesar 1 akan menurunkan tingkat *initial return* atau tingkat *underpricing* sebesar 0.076610 dengan asumsi bahwa variabel *opening spread*, reputasi auditor, ukuran usaha dan umur perusahaan adalah konstan.

Hasil pengujian dalam penelitian ini menunjukkan bahwa reputasi penjamin emisi berpengaruh negatif dan signifikan. Hal ini sesuai dengan hipotesa pada penelitian ini, dimana semakin baik reputasi penjamin emisi akan menurunkan tingkat *underpricing*. Hasil ini sesuai dengan teori informasi asimetri yang dijelaskan pada penelitian Martani (2003) yang menyatakan bahwa

berdasarkan teori informasi asimetri (*assymetry information*), reputasi penjamin emisi mempunyai hubungan negatif terhadap *underpricing* dimana dengan adanya reputasi penjamin emisi yang bagus dapat mengurangi kesenjangan informasi sehingga dapat mengurangi ketidakpastian harga di pasar sekunder. Hasil ini juga didukung oleh penelitian penelitian Carter dan Manaster (1990) yang menemukan adanya hubungan yang secara signifikan dan negatif antara reputasi penjamin emisi dengan tingkat *underpricing*. Apabila reputasi penjamin emisi (*underwriter*) semakin *prestigious* atau semakin bagus maka tingkat *underpricing* akan semakin kecil. Carter dan Manaster (1990) menyatakan bahwa emiten yang menggunakan jasa penjamin emisi (*underwriter*) dengan kualitas tinggi dan reputasi yang baik akan mengurangi tingkat ketidakpastian yang tidak dapat diungkapkan oleh informasi yang tertera di prospektus. Beatty dan Ritter (1986) mengungkapkan bahwa terdapat hubungan langsung antara *underpricing* dan tingkat ketidakpastian nilai perusahaan. Friedlan (1993) menemukan bahwa faktor ketidakpastian menentukan besarnya *underpricing* dimana semakin kecil ketidakpastian maka tingkat *underpricing* akan semakin kecil.

Dalam penelitian ini menemukan bahwa terdapat hubungan yang signifikan dan negatif antara reputasi penjamin emisi dengan tingkat *underpricing* atau *initial return*. Dimana emiten atau perusahaan yang menggunakan penjamin emisi yang memiliki reputasi baik maka akan akan mengurangi kesenjangan informasi atau informasi yang tidak diungkapkan dalam prospektus sehingga dapat mengurangi ketidakpastian nilai perusahaan dan harga di pasar sekunder. Dimana semakin kecil ketidakpastian tersebut maka tingkat *underpricing* akan semakin kecil.

Hasil yang sama juga ditemukan pada penelitian di Indonesia. Penelitian Desalfianti (2010) menemukan adanya hubungan yang signifikan dan negatif antara reputasi penjamin emisi dengan tingkat *underpricing*. Desalfianti (2010) menyatakan bahwa para investor pada umumnya mempertimbangkan reputasi penjamin emisi (*underwriter*) yang dipilih perusahaan yang akan *go public* sebagai jaminan bahwa investasi mereka di perusahaan tersebut tidak akan merugikan dan memperoleh pengembalian yang diinginkan. Selain itu hasil yang

serupa juga ditemukan pada penelitian Putrisasongko (2009), yang menyatakan bahwa emiten yang dijamin oleh penjamin emisi bereputasi tinggi akan memiliki tingkat *underpricing* yang lebih rendah dibandingkan dengan emiten yang dijamin oleh penjamin emisi yang bereputasi rendah.

Namun beberapa penelitian lainnya seperti Daljono (2000), Yolana dan Martani (2005) menemukan hasil yang berbeda dari apa yang ditemukan pada penelitian ini. Dalam penelitian Yolana dan Martani (2005) tidak dapat menunjukkan pengaruh yang signifikan antara variabel reputasi penjamin emisi dengan *underpricing*. Walaupun variabel reputasi penjamin emisi tidak signifikan dalam penelitian Yolana dan Martani (2005) namun arah koefisiennya yang negatif menunjukkan bahwa semakin penjamin emisi memiliki pengalaman dan reputasi yang baik maka saham yang dijaminnya menyebabkan tingkat *underpricing* akan semakin kecil.

c. Reputasi Auditor (AUD)

Dari hasil regresi pada tabel 4.11 dapat diketahui bahwa nilai probabilitas dari variabel reputasi auditor adalah 0,0190. Jika dibandingkan dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, probabilitas variabel reputasi auditor (AUD) lebih kecil dari $\alpha = 5\%$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dengan tingkat keyakinan 95% variabel independen reputasi auditor mempunyai pengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing* atau tingkat *initial return*. Untuk mengetahui apakah pengaruh yang diberikan bersifat positif atau negatif dapat dilihat pada koefisien hasil regresi dari variabel ini. Pada pengujian ini dapat dilihat bahwa koefisien dari variabel reputasi auditor adalah -0.076036. Hal ini menjelaskan bahwa peningkatan reputasi auditor sebesar 1 akan menurunkan tingkat *underpricing* sebesar 0.076036 dengan asumsi bahwa variabel *opening spread*, reputasi penjamin emisi (*underwriter*), ukuran usaha dan umur perusahaan adalah konstan.

Hasil pengujian dalam penelitian ini menunjukkan bahwa reputasi auditor berpengaruh negatif dan signifikan. Hal ini sesuai dengan hipotesa pada penelitian ini, dimana semakin baik reputasi auditor yang digunakan emiten maka akan menurunkan tingkat *underpricing* atau *initial return*. Beatty dan Ritter (1986)

mengungkapkan bahwa terdapat hubungan langsung antara *underpricing* dan tingkat ketidakpastian nilai perusahaan. Friedlan (1993) menemukan bahwa faktor ketidakpastian menentukan besarnya *underpricing* dimana semakin kecil ketidakpastian maka tingkat *underpricing* akan semakin kecil. Auditor mempunyai peranan penting dalam proses penawaran saham perdana (IPO), karena auditor memiliki peranan dalam melakukan pemeriksaan atas laporan keuangan perusahaan apakah telah sesuai dengan prinsip akuntansi dan ketentuan Bapepam serta memberikan pendapat atas kewajaran dari laporan keuangan perusahaan. Emiten yang menggunakan auditor yang memiliki reputasi baik dapat mengurangi kesenjangan informasi sehingga dapat mengurangi adanya ketidakpastian yang tidak diungkapkan oleh informasi yang tertera di prospektus. Sehingga semakin kecil ketidakpastian mengenai nilai perusahaan di masa mendatang maka tingkat *underpricing* akan semakin kecil.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Bavers et al (1988), Beatty (1989) yang menemukan bahwa variabel reputasi auditor memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *underpricing* atau tingkat *initial return*. Hasil yang sama juga ditemukan pada penelitian di Indonesia dimana Desalfianti (2010) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif signifikan antara reputasi auditor dengan tingkat *underpricing* atau tingkat *initial return*.

d. Ukuran Perusahaan (SIZE)

Dari hasil regresi pada tabel 4.11 dapat diketahui bahwa nilai probabilitas dari variabel ukuran perusahaan adalah 0.3717. Jika dibandingkan dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, probabilitas variabel ukuran perusahaan lebih besar dari $\alpha = 5\%$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dengan tingkat keyakinan 95% variabel independen ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap *underpricing*. Untuk mengetahui apakah pengaruh yang diberikan bersifat positif atau negatif dapat dilihat pada koefisien hasil regresi dari variabel ini. Pada pengujian ini dapat dilihat bahwa koefisien dari variabel ukuran perusahaan adalah -0.008820. Hal ini menjelaskan bahwa peningkatan ukuran perusahaan sebesar 1 akan menurunkan *initial return* sebesar 0.008820 dengan

asumsi bahwa variabel *opening spread*, reputasi penjamin emisi (*underwriter*), reputasi auditor dan umur perusahaan adalah konstan.

Hasil pengujian dalam penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan. Hasil regresi yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai hubungan negatif terhadap tingkat *underpricing* atau *initial return* sesuai dengan hipotesa pada penelitian ini. Dimana semakin besar ukuran perusahaan maka akan menurunkan tingkat *underpricing* atau *initial return*. Perusahaan yang lebih besar mempunyai kepastian (*certainty*) yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga akan mengurangi tingkat ketidakpastian mengenai prospek perusahaan dimasa depan.

Hasil regresi yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang tidak signifikan menggambarkan bahwa investor dalam memilih saham yang ditawarkan emiten pada saat proses penawaran umum saham perdana atau pada saat pelaksanaan IPO di Indonesia pada periode 2002-April 2012, lebih melihat kepada informasi-informasi non keuangan seperti penjamin emisi dan auditor yang digunakan oleh emiten dibandingkan dengan informasi keuangan atau total aset perusahaan, yang dimana besarnya total aset perusahaan dapat menggambarkan ukuran besar kecilnya perusahaan tersebut. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Yolana dan Martani (2005) dan Sinaga (2010) yang membuktikan bahwa ukuran usaha memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

e. Umur Perusahaan (AGE)

Dari hasil regresi pada tabel 4.11 dapat diketahui bahwa nilai probabilita dari variabel umur perusahaan adalah 0.7373. Jika dibandingkan dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, probabilita variabel umur perusahaan lebih besar dari $\alpha = 5\%$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dengan tingkat keyakinan 95% variabel kontrol umur perusahaan mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Untuk mengetahui apakah pengaruh yang diberikan bersifat positif atau negatif dapat dilihat pada koefisien hasil regresi dari variabel ini. Pada pengujian ini dapat dilihat bahwa koefisien dari variabel ukuran perusahaan adalah -0.005764. Hal ini menjelaskan bahwa peningkatan umur perusahaan

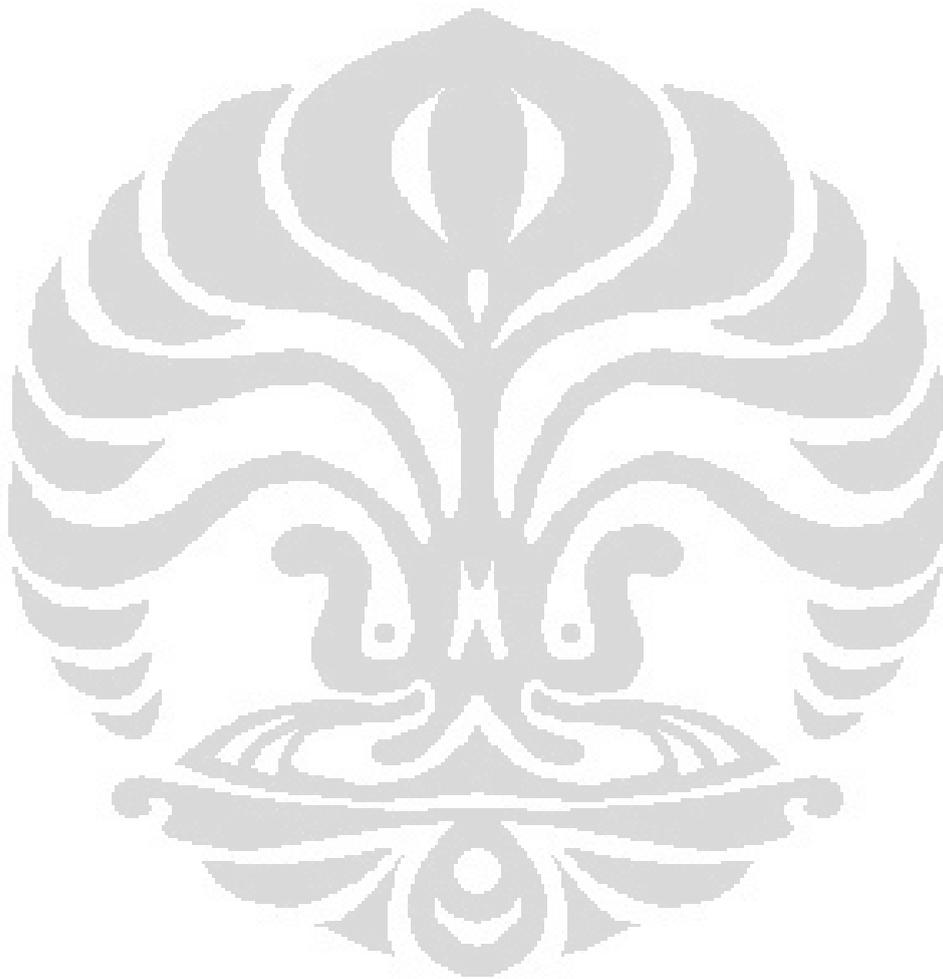
sebesar 1 akan menurunkan tingkat *underpricing* atau *initial return* sebesar 0.005764 dengan asumsi bahwa variabel *opening spread*, reputasi penjamin emisi (*underwriter*), reputasi auditor dan ukuran perusahaan adalah konstan.

Hasil pengujian dalam penelitian ini menunjukkan bahwa umur perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan. Hasil regresi yang menunjukkan bahwa umur perusahaan mempunyai hubungan negatif terhadap tingkat *underpricing* sesuai dengan hipotesa pada penelitian ini. Dimana semakin lama umur perusahaan maka akan menurunkan tingkat *underpricing* atau *initial return*. Semakin lama emiten atau perusahaan beroperasi maka akan semakin banyak informasi yang diperoleh masyarakat mengenai perusahaan itu dan akan semakin mengurangi informasi asimetri dan memperkecil ketidakpastian di masa yang akan datang. Beatty dan Ritter (1986) mengungkapkan bahwa terdapat hubungan langsung antara *underpricing* dan tingkat ketidakpastian nilai perusahaan. Friedlan (1993) menemukan bahwa faktor ketidakpastian menentukan besarnya *underpricing* dimana semakin kecil ketidakpastian maka tingkat *underpricing* akan semakin kecil. Hubungan negatif antara umur perusahaan dengan tingkat *underpricing* atau *initial return* sesuai dengan penemuan Carter dan Manaster (1990).

Hasil regresi yang menunjukkan bahwa umur emiten memiliki pengaruh yang tidak signifikan menggambarkan bahwa investor dalam memilih saham yang ditawarkan emiten pada saat proses penawaran umum saham perdana atau pada saat pelaksanaan IPO di Indonesia pada periode 2002-April 2012, tidak lebih memfokuskan kepada kapan perusahaan tersebut berdiri atau berapa lama emiten tersebut beroperasi, tetapi investor lebih memperhatikan informasi mengenai penjamin emisi dan auditor yang digunakan oleh emiten tersebut.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Putrisasongko (2009) yang menemukan bahwa umur perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* atau tingkat *initial return* dengan argumennya bahwa umur emiten bukanlah sebuah ukuran dalam menentukan bagus atau tidaknya saham yang ditawarkan dan persepsi calon investor juga tidaklah dibentuk berdasarkan umur emiten tersebut. Selain itu

hasil pengujian ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kusumawardhani (2005) yang menemukan pengaruh yang tidak signifikan. Namun hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Martani (2003) yang menemukan bahwa umur perusahaan mempunyai pengaruh negatif dan signifikan.



BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk melihat faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* dengan menggunakan sampel sebanyak 171 perusahaan yang melakukan IPO pada periode 2002 sampai dengan April 2012. Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan sebelumnya, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut :

1. Dari 171 perusahaan yang melakukan IPO pada periode 2002 sampai dengan April 2012, terdapat sebanyak 112 perusahaan mengalami positif *initial return* pada hari perdagangan pertama. Sisanya sebanyak 26 perusahaan mengalami negatif *initial return* atau *overpricing* sedangkan 33 perusahaan memiliki data yang tidak lengkap.
2. Variabel independen *opening spread* mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *underpricing*. Apabila semakin besar *opening spread* pada hari pertama perdagangan di BEI maka *underpricing* akan semakin kecil.
3. Variabel independen reputasi penjamin emisi mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *underpricing* dimana dengan adanya reputasi penjamin emisi yang bagus dapat mengurangi kesenjangan informasi (informasi asimetri) sehingga dapat mengurangi ketidakpastian harga di pasar sekunder. Dimana terdapat hubungan langsung antara ketidakpastian dengan *Underpricing*.
4. Variabel independen reputasi auditor mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *underpricing*. Dimana semakin baik reputasi auditor yang digunakan emiten maka akan menurunkan tingkat *underpricing* atau *initial return*. Emiten yang menggunakan auditor yang memiliki reputasi baik dapat mengurangi kesenjangan informasi sehingga dapat mengurangi adanya ketidakpastian yang tidak diungkapkan oleh informasi yang tertera di prospektus. Sehingga semakin kecil ketidakpastian mengenai nilai

perusahaan di masa mendatang maka tingkat *underpricing* akan semakin kecil.

5. Variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *underpricing*. Hubungan negatif ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka akan menurunkan tingkat *underpricing* atau *initial return*. Perusahaan yang lebih besar mempunyai kepastian (*certainty*) yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga akan mengurangi tingkat ketidakpastian mengenai prospek perusahaan dimasa depan. Hasil yang tidak signifikan menggambarkan bahwa investor dalam memilih saham yang ditawarkan emiten pada saat IPO lebih melihat kepada informasi-informasi non keuangan seperti penjamin emisi dan auditor yang digunakan oleh emiten dibandingkan dengan informasi keuangan atau total aset perusahaan.
6. Variabel kontrol umur perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *underpricing*. Hubungan negatif ini menunjukkan bahwa semakin lama emiten atau perusahaan beroperasi maka akan semakin banyak informasi yang diperoleh masyarakat mengenai perusahaan itu dan akan semakin mengurangi informasi asimetri dan memperkecil ketidakpastian di masa yang akan datang. Hasil yang menunjukkan bahwa umur emiten memiliki pengaruh yang tidak signifikan menggambarkan bahwa investor dalam memilih saham yang ditawarkan emiten pada saat proses penawaran umum saham perdana (IPO), tidak lebih memfokuskan kepada kapan perusahaan tersebut berdiri atau berapa lama emiten tersebut beroperasi, tetapi investor lebih memperhatikan informasi mengenai penjamin emisi dan auditor yang digunakan oleh emiten tersebut.

5.2 Saran

Saran yang diberikan peneliti di dalam penelitian ini antara lain :

1. Bagi para investor yang akan membeli saham perdana pada perusahaan yang melakukan IPO sebaiknya memperhatikan adanya kesenjangan informasi atau perbedaan informasi antara penjamin emisi, emiten dengan

investor lainnya yang mempunyai informasi yang lebih baik mengenai kondisi emiten.

2. Investor harus mempertimbangkan apakah dengan penetapan harga penawaran yang rendah pada pasar perdana, saham tersebut akan likuid di pasar sekunder. Untuk itu investor harus mempertimbangkan adanya risiko likuiditas dari penetapan harga saham IPO yang rendah.
3. Investor dalam menanamkan modalnya pada perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana (IPO) sebaiknya memperhatikan penjamin emisi dan auditor yang digunakan oleh emiten tersebut. Emiten yang menggunakan penjamin emisi dan auditor yang memiliki reputasi baik dapat mengurangi *underpricing*.
4. Untuk penelitian selanjutnya, sebaiknya menggunakan sampel yang lebih panjang agar data lebih membuktikan faktor-faktor atau variabel yang mempengaruhi tingkat *underpricing*.
5. Dikarenakan penelitian ini hanya mengukur likuiditas pada hari pertama perdagangan di BEI maka hasil ini belum dapat menunjukkan keadaan pasar sekunder yang sesungguhnya. Sehingga peneliti selanjutnya dapat mengukur lebih banyak hari pada pasar sekunder di BEI sama seperti penelitian yang dilakukan oleh Ellul dan Pagano (2006) yang mengukur rata-rata *spread* yang terjadi selama empat minggu pertama perdagangan.
6. Dikarenakan penelitian ini hanya menggunakan satu pengukuran untuk mengukur *opening spread* yaitu dengan menggunakan *quoted relative spread*, maka penelitian selanjutnya dapat menggunakan empat pengukuran *spread* lainnya sehingga hasilnya dapat dibandingkan sama seperti penelitian yang dilakukan oleh Chiang dan Tai (2010).
7. Peneliti selanjutnya dapat meneliti adanya pengaruh *underpricing* terhadap likuiditas di pasar sekunder pada jangka panjang. Dengan referensi jurnal dari Bouzouita *et al* (2012) atau Ramirez *et al* (2011).
8. Peneliti selanjutnya dapat melakukan penelitian mengenai faktor-faktor atau variabel yang mempengaruhi terjadinya *overpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO. Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Boubaker (2011).

DAFTAR REFERENSI

- Balvers, R. J., B. McDonald and R. E. Miller. (1988). Underpricing of New Issues and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation. *The Accounting Review*, Vol. LXIII (4).
- Bapepam. (2009). Potensi Jumlah Perusahaan yang dapat Melakukan *Go Public* di Pasar Modal Indonesia. *Laporan Studi Kementerian Keuangan Republik Indonesia Bapepam dan LK*.
- Bapepam. (2010). Peran Regulator dan Pihak Terkait dalam Mendorong Perusahaan Melakukan Initial Public Offering (IPO) di Pasar Modal Indonesia. *Laporan Studi Kementerian Keuangan Republik Indonesia Bapepam dan LK*.
- Beatty, R, Ritter, J, R., (1986). Investment Banking Reputation and the Underpricing of the Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, 39. 545 -603.
- Beatty. R.P. (1989). Auditor Reputation and The Pricing of Initial Public Offering. *The Accounting Review*, Vol. 64, No.4, p.693-709.
- Boubaker, Adel. (2011). Determinants of the Components of IPO Initial Returns : Paris Stock Exchange. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*. Vol. 1, No. 1.
- Boudriga et al, (2009). What determines IPO underpricing? Evidence from a frontier market. *Munich Personal RePEc Archive*. No. 18069, posted 22. October 2009.
- Carter, R and S. Manaster. (1990). Initial Public Offering and Underwriter Reputation. *The Journal of Finance*, Vol XLV No. 4, 1045-1067.
- Chiang, Y and Tai. (2010). Initial Return is Smaller than Underpricing.
- Daljono. (2000). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Initial Return Saham yang Listing di BEJ Tahun 1990 -1997. *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi III*, 556 -572.
- Desalfianti, Siti A. 2010. Analisis Variabel-variabel yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing pada Perusahaan-perusahaan Sektor Non-Keuangan

yang Melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2009. *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*. 7033.

Derrien, F., and A. Kecskes. (2007). The Initial Public Offerings of listed Firms. *Journal of Finance* 62(1), 447-479.

Ekaputra, I. A. (2004, September). *Pengertian dan Dimensi Likuiditas Asset Finnacial*. Kompas

Ellul, A. and M. Pagano. (2006). IPO Underpricing and Aftermarket Liquidity. *Review of Financial Studies* 19, 381-421.

Ernst & Young. (2009). Shifting Landscape – Are You Ready : Global IPO Trends Report 2009.

Frensidy, Budi. (2008). Determinan Spread relatif Saham-Saham Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia.

Harris, Larry. 2003. *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practioners*. Oxford University Press.

Houge, Todd, Lim Loughran, Gerry Suchanex dan Xuemin Yan (2001). Divergence of Opinion, Uncertainty and Quality of Initial Public Offerings. *Financial Management*, hal 5-12.

Jelic, R., Saadouni, B., & Briston, R. (2001). Performance of Malaysian IPOs: underwriter's reputation and management earnings forecasts. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, 457-586.

Kusumawardani, Dhina S. 2005. Analisis Pengaruh Reputasi *Underwriter* dan Informasi Perusahaan dalam Prospektus terhadap fenomena *Underpricing* pada Penawaran Umum Perdana (IPO) Saham di Bursa Efek Jakarta. *Tesis Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*. T 078/05.

Madihah. 2009. Fenomena *Underpricing* dan Likuiditas Pasar Sekunder dari Saham-saham Penawaran Umum Perdana di Indonesia pada tahun 2001-2004. *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*.

Martini, Dwi. 2003. Pengaruh Informasi selama Proses Penawaran terhadap Initial Return Perusahaan yang Listing di BEI. *Simposium Nasional Akuntansi IV*.

- Myers, Stewart C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, Vol.39, hal. 575-592
- Myers, Stewart C. dan Majluf, Nicholas S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, hal. 187-221
- Nachrowi, D.N., dan Hardius Usman. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta : Lembaga Penerbitan Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Panduan Investasi di Pasar Modal Indonesia*. (2003). Jakarta: Bapepam. www.bapepam.go.id/old/old/news/Juni2003/BAB%20III.pdf (4 Mei 2012)
- Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 45 Tahun 1995 Tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal.
- Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 46 Tahun 1995 Tentang Tata cara Pemeriksaan di Bidang Pasar Modal.
- Prastowo, N.J dan Tevy Chawwa (2009). Kondisi Pasar Keuangan dan Implikasinya Terhadap Animo Penerbitan Saham dan Obligasi Korporasi. *Working Paper* WP/10/2009. Biro Riset Ekonomi, Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Bank Indonesia.
- Puspanita, Yessy. 2009. Pengaruh Asimetri Informasi, *Leverage*, Profitabilitas dan Set Kesempatan Investasi terhadap Manajemen laba. *Tesis Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*. T 327/09.
- Putrisasongko, Herya A. 2009. Pengaruh Reputasi Penjamin Emisi terhadap Tingkat *Underpricing* Saham Penawaran Umum Perdana (IPO) Periode 2002 – 2008 di BEI. *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*.
- Richardson, Vernon J. 2000. Information asymmetry and earnings management some evidence. *Journal of Business finance and Accounting*.15, 325-347.
- Ritter, Jay R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, Vol XLVI No.1.

Ross, *et al.* (2010). *Fundamentals of Corporate Finance* (9thed). New York: McGraw-Hill International.

Scott, William R. (2009). *Financial Accounting Theory* (5th Ed). Pearson Prentice Hall.

Sinaga, Ika Leony. 2010. Analisis Faktor yang Mempengaruhi *Underpricing Saham IPO* dan Pengaruh *Underpricing* terhadap *Earnings Persistence* Perusahaan Manufaktur. *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*. 6757

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal.

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 25 tahun 2007 Tentang Penanaman Modal.

Wagner, Alexander. 2009. IPO Underpricing and Information Asymmetry in Switzerland. *Unpublish Bachelor Thesis*. Swiss. University of Zurich.

Wasilah. 2004. Hubungan Antara Informasi Asimetri dengan Perataan Laba Kasus di Indonesia. *Tesis Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*. T 244/04.

Winarno, Wing Wahyu. (2007). *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews*. Indonesia: UPP STIM YKPN.

Yolana, Chastina. (2004). Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Fenomena Underpricing pada Penawaran Saham Perdana di BEJ Tahun 1994 – 2001. *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*.

Yolana, Chastina dan Dwi Martani. (2005). Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Fenomena Underpricing pada Penawaran Saham Perdana di BEJ Tahun 1994-2001. *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi VIII*. Solo, p.538-553.

<http://terusbelajarsaham.blogspot.com/2011/01/arti-istilah-book-building-ipo-saham-di.html> (5 Juli 2012).

<http://www.relitrade.com/product-services> (16 Juli 2012)

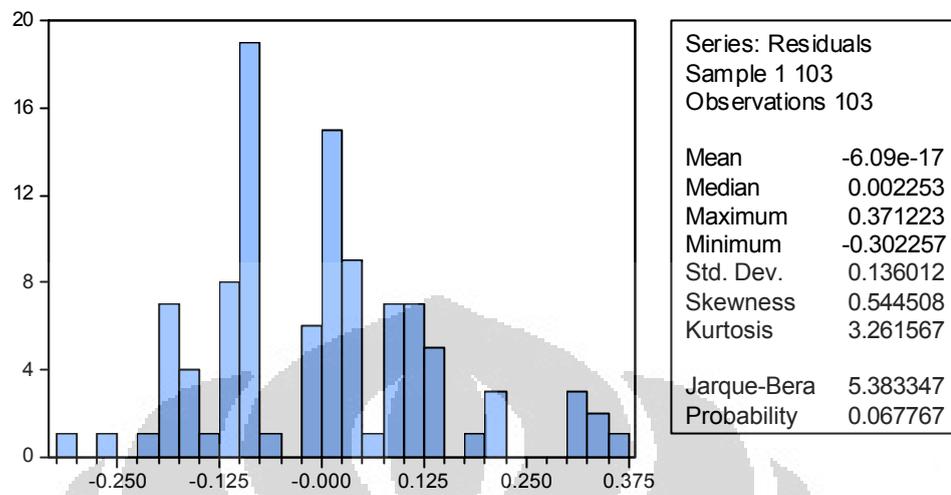
<http://www.jurnas.com/halaman/14/2011-11-24/190114> (16 Juli 2012)

DAFTAR LAMPIRAN

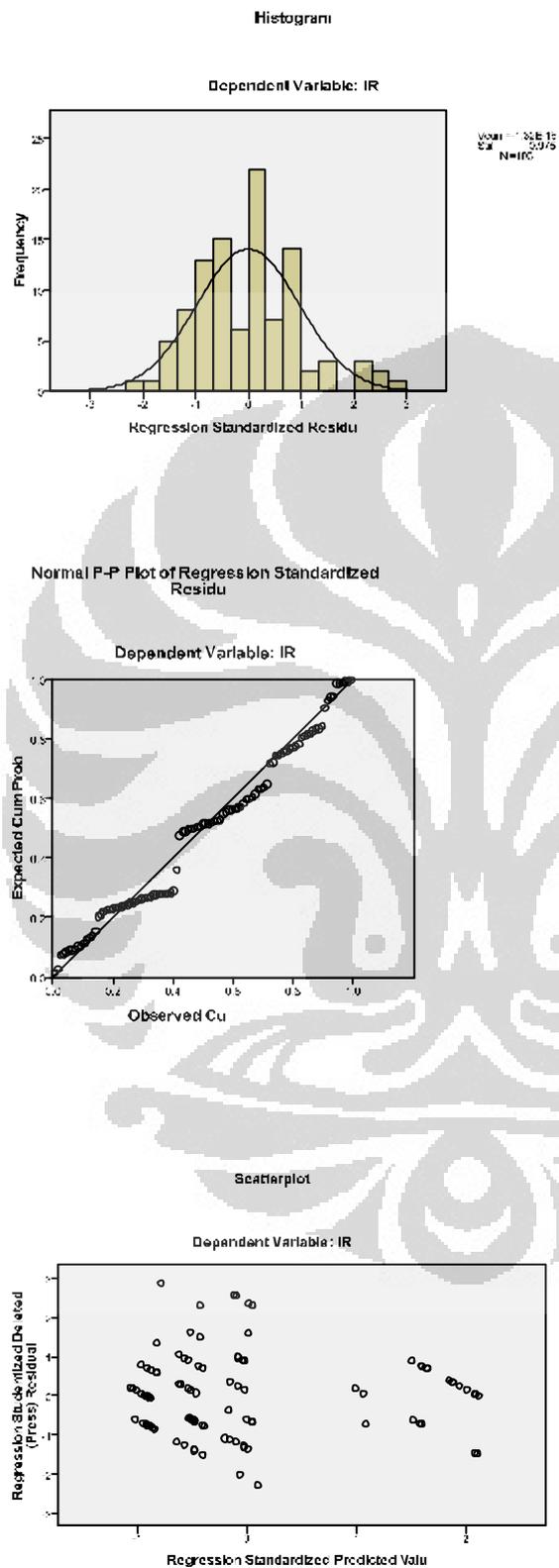
Lampiran 1. Hasil Regresi

Dependent Variable: IR
Method: Least Squares
Date: 06/23/12 Time: 21:37
Sample: 1 103
Included observations: 103

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.523291	0.249342	2.098689	0.0384
SPREAD	-0.200075	0.016827	-11.89037	0.0000
UDW	-0.076610	0.032208	-2.378589	0.0193
AUD	-0.076036	0.031779	-2.392626	0.0187
AGE	-0.005764	0.017145	-0.336185	0.7375
SIZE	-0.008820	0.009339	-0.944446	0.3473
R-squared	0.679909	Mean dependent var	0.281553	
Adjusted R-squared	0.663410	S.D. dependent var	0.240403	
S.E. of regression	0.139473	Akaike info criterion	-1.045401	
Sum squared resid	1.886920	Schwarz criterion	-0.891922	
Log likelihood	59.83817	Hannan-Quinn criter.	-0.983237	
F-statistic	41.20780	Durbin-Watson stat	2.333559	
Prob(F-statistic)	0.000000			

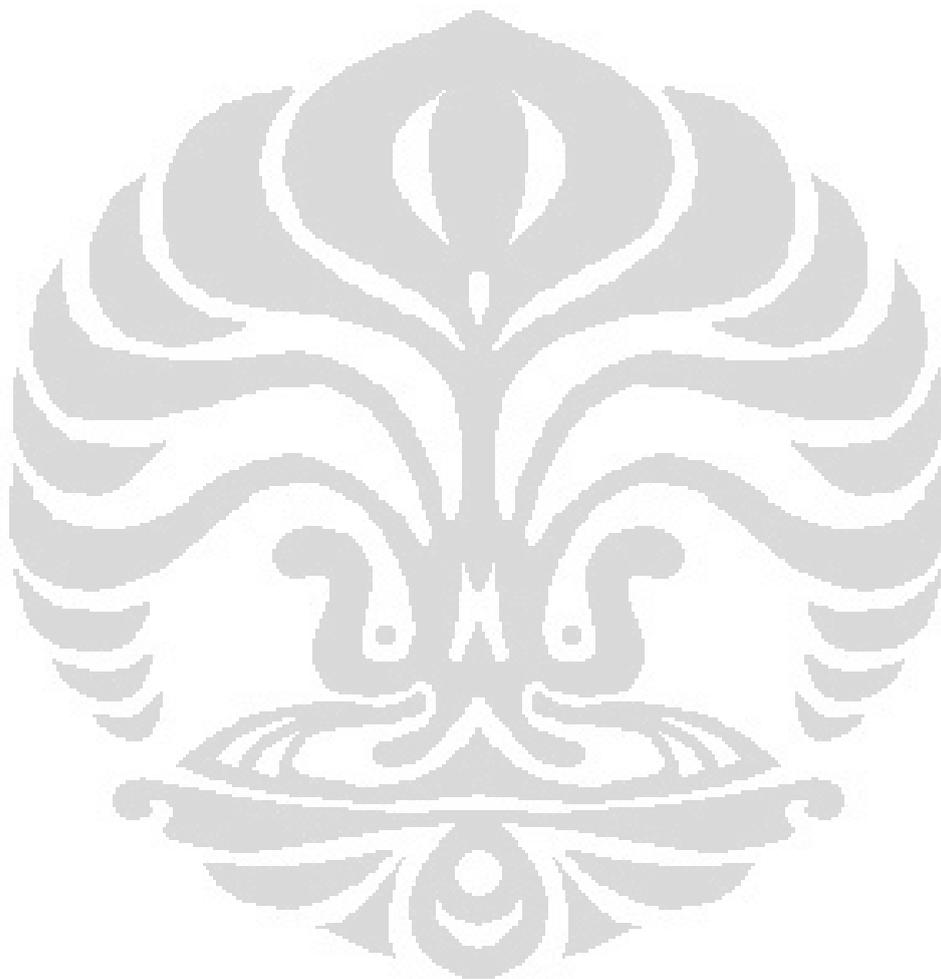
Lampiran 2. Uji Normalitas dengan Menggunakan E-views 6.0

Lampiran 3. Uji Normalitas dengan Menggunakan SPSS 17.0



Lampiran 4. Uji Multikolinieritas

	SPREAD	UDW	AUD	LNAGE	SIZE
SPREAD	1.000000	0.183046	0.178122	0.051441	0.179689
UDW	0.183046	1.000000	0.324405	0.089155	0.480494
AUD	0.178122	0.324405	1.000000	-0.006531	0.418883
LNAGE	0.051441	0.089155	-0.006531	1.000000	0.059901
SIZE	0.179689	0.480494	0.418883	0.059901	1.000000



Lampiran 5. Uji Heterokedastisitas

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	2.256343	Prob. F(18,84)	0.0068
Obs*R-squared	33.56970	Prob. Chi-Square(18)	0.0142
Scaled explained SS	33.66635	Prob. Chi-Square(18)	0.0138

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 06/23/12 Time: 21:40

Sample: 1 103

Included observations: 103

Collinear test regressors dropped from specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.579960	0.734884	2.149946	0.0344
SPREAD2	0.286101	0.291080	0.982896	0.3285
SPREAD2^2	0.121668	0.145246	0.837669	0.4046
SPREAD2*UDW	-0.011383	0.007389	-1.540591	0.1272
SPREAD2*AUD	-0.005917	0.009352	-0.632753	0.5286
SPREAD2*LNAGE	-0.002977	0.004089	-0.728035	0.4686
SPREAD2*SIZE	-0.000782	0.002120	-0.369119	0.7130
UDW	0.075879	0.131522	0.576930	0.5655
UDW*AUD	0.009641	0.014095	0.684007	0.4959
UDW*LNAGE	-0.001095	0.008501	-0.128857	0.8978
UDW*SIZE	-0.003141	0.004540	-0.691937	0.4909
AUD	0.293071	0.138012	2.123514	0.0367
AUD*LNAGE	-0.012239	0.007993	-1.531268	0.1295
AUD*SIZE	-0.009784	0.004911	-1.992129	0.0496
LNAGE	-0.110518	0.067506	-1.637156	0.1053
LNAGE^2	-0.001423	0.003442	-0.413274	0.6805
LNAGE*SIZE	0.004157	0.002475	1.679916	0.0967
SIZE	-0.102976	0.054149	-1.901729	0.0606
SIZE^2	0.001689	0.001008	1.674827	0.0977

R-squared	0.325919	Mean dependent var	0.018320
Adjusted R-squared	0.181474	S.D. dependent var	0.027685
S.E. of regression	0.025047	Akaike info criterion	-4.371105
Sum squared resid	0.052698	Schwarz criterion	-3.885087
Log likelihood	244.1119	Hannan-Quinn criter.	-4.174251
F-statistic	2.256343	Durbin-Watson stat	1.825304
Prob(F-statistic)	0.006801		

Lampiran 6. Treatment Heterokedastisitas Menggunakan Metode *White*

Dependent Variable: IR

Method: Least Squares

Date: 06/23/12 Time: 21:40

Sample: 1 103

Included observations: 103

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.523291	0.273581	1.912743	0.0587
SPREAD	-0.200075	0.014327	-13.96442	0.0000
UDW	-0.076610	0.033420	-2.292368	0.0240
AUD	-0.076036	0.031873	-2.385554	0.0190
AGE	-0.005764	0.017131	-0.336457	0.7373
SIZE	-0.008820	0.009828	-0.897440	0.3717
R-squared	0.679909	Mean dependent var	0.281553	
Adjusted R-squared	0.663410	S.D. dependent var	0.240403	
S.E. of regression	0.139473	Akaike info criterion	-1.045401	
Sum squared resid	1.886920	Schwarz criterion	-0.891922	
Log likelihood	59.83817	Hannan-Quinn criter.	-0.983237	
F-statistic	41.20780	Durbin-Watson stat	2.333559	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Lampiran 7. Uji Autokolinieritas Menggunakan Uji Breusch Godfrey

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.879079	Prob. F(2,95)	0.1584
Obs*R-squared	3.919577	Prob. Chi-Square(2)	0.1409

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 06/23/12 Time: 21:44

Sample: 1 103

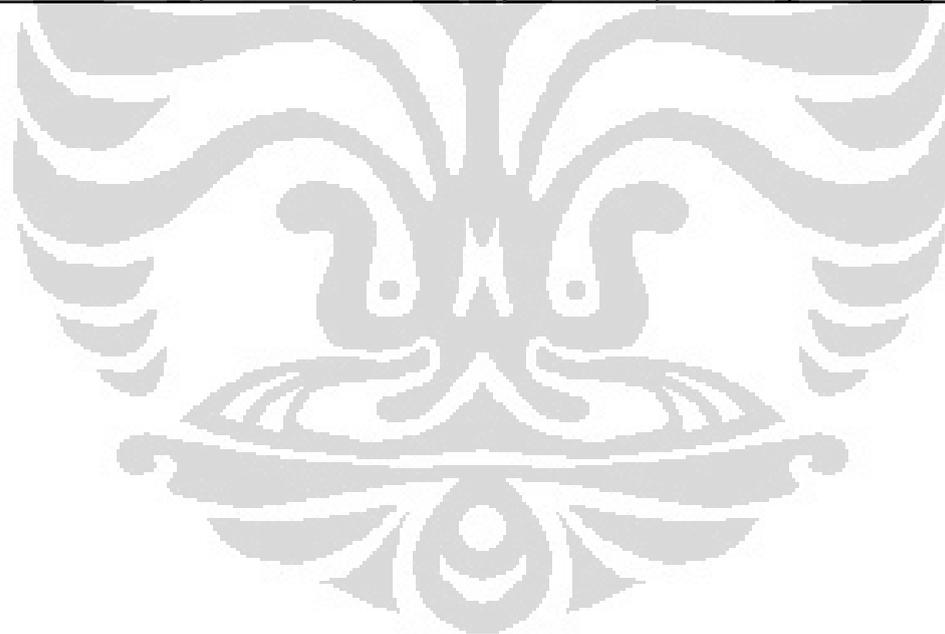
Included observations: 103

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.064616	0.250011	0.258453	0.7966
SPREAD2	0.000658	0.016715	0.039349	0.9687
UDW	0.001890	0.031960	0.059146	0.9530
AUD	-0.001545	0.032085	-0.048166	0.9617
LNAGE	0.001739	0.017068	0.101879	0.9191
SIZE	-0.002505	0.009382	-0.267023	0.7900
RESID(-1)	-0.203920	0.105659	-1.929978	0.0566
RESID(-2)	-0.016252	0.107922	-0.150586	0.8806
R-squared	0.038054	Mean dependent var	-6.09E-17	
Adjusted R-squared	-0.032826	S.D. dependent var	0.136012	
S.E. of regression	0.138226	Akaike info criterion	-1.045363	
Sum squared resid	1.815115	Schwarz criterion	-0.840724	
Log likelihood	61.83622	Hannan-Quinn criter.	-0.962478	
F-statistic	0.536880	Durbin-Watson stat	1.964464	
Prob(F-statistic)	0.804555			

Lampiran 8. Statistik Deskriptif

	IR	SPREAD	UDW	AUD	AGE	SIZE
Mean	0.281553	-0.432902	0.563107	0.378641	2.534951	27.41456
Median	0.200000	0.013250	1.000000	0.000000	2.700000	27.60000
Maximum	0.700000	0.064520	1.000000	1.000000	3.900000	32.20000
Minimum	0.000000	-2.000000	0.000000	0.000000	0.100000	23.70000
Std. Dev.	0.240403	0.844423	0.498427	0.487420	0.810314	1.783003
Skewness	0.575686	-1.328375	-0.254462	0.500400	-0.631391	0.069580
Kurtosis	1.946623	2.765300	1.064751	1.250401	2.886481	2.767481
Jarque-Bera	10.45133	30.52838	17.18466	17.43576	6.898874	0.315141
Probability	0.005377	0.000000	0.000186	0.000164	0.031764	0.854217
Sum	29.00000	-44.58892	58.00000	39.00000	261.1000	2823.700
Sum Sq Dev	5.894951	72.73116	25.33981	24.23301	66.97417	324.2682
Observations	103	103	103	103	103	103



Lampiran 9. Perusahaan Yang Melakukan IPO dari tahun 2002- April 2012

No	Kode	Nama	Tanggal Pencatatan di BEI
1	FORU	Fortune Indonesia Tbk	17-Jan-02
2	FISH	FKS Multi Agro Tbk	18-Jan-02
3	CITA	Cita Mineral Investindo Tbk	20-Mar-02
4	FPNI	Titan Kimia Nusantara Tbk	21-Mar-02
5	ABBA	Mahaka Media Tbk	03-Apr-02
6	JTPE	Jasuindo Tiga Perkasa Tbk	16-Apr-02
7	ATPK	ATPK Resources Tbk	17-Apr-02
8	UNIT	Nusantara Inti Corpora Tbk	18-Apr-02
9	BSWD	Bank of India Indonesia Tbk	01-Mei-02
10	SUGI	Sugi Samapersada Tbk	19-Jun-02
11	KREN	Kresna Graha Sekurindo Tbk	28-Jun-02
12	BABP	Bank ICB Bumiputera Tbk Tbk	15-Jul-02
13	SCMA	Surya Citra Media Tbk	16-Jul-02
14	GEMA	Gema Grahasarana Tbk	12-Agust-02
15	IIKP	Inti Kapuas Arowana Tbk	20-Okt-02
16	ARTA	Arthavest Tbk	05-Nop-02
17	BKSW	Bank QNB Kesawan Tbk Tbk	21-Nop-02
18	TRUS	Trust Finance Indonesia Tbk	28-Nop-02
19	APIC	PACIFIC STRATEGIC FINANCIAL Tbk	18-Des-02
20	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	23-Des-02
21	ARTI	Ratu Prabu Energi Tbk	30-Apr-03
22	TMAS	Pelayaran Tempuran Mas Tbk	09-Jul-03
23	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk	14-Jul-03
24	AGRO	Bank Agroniaga Tbk	08-Agust-03
25	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	10-Nop-03
26	OCAP	ONIX CAPITAL Tbk Tbk	10-Nop-03
27	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk	15-Des-03
28	ASJT	Asuransi Jasa Tania Tbk	23-Des-03
29	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	18-Mar-04
30	ADMF	Adira Dinamika Multi Finance Tbk	31-Mar-04
31	HADE	HD Capital Tbk Tbk	12-Apr-04
32	BTEK	Bumi Teknokultura Unggul Tbk	14-Mei-04
33	ENRG	Energi Mega Persada Tbk	07-Jun-04
34	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	02-Jul-04
35	SQMI	RENUKA COALINDO Tbk	15-Jul-04
36	IDKM	Indosiar Karya Media Tbk	04-Okt-04
37	AKKU	ALAM KARYA UNGGUL Tbk Tbk	01-Nop-04
38	MAPI	Mitra Adiperkasa Tbk	10-Nop-04
39	INPP	Indonesian Paradise Property Tbk	01-Des-04
40	YULE	Yulie Sekurindo Tbk	10-Des-04
41	WOMF	Wahana Ottomitra Multiartha Tbk	13-Des-04
42	MASA	Multistrada Arah Sarana Tbk	09-Jun-05
43	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	22-Jun-05
44	PEGE	Panca Global Securities Tbk	24-Jun-05

45	ICON	Island Concepts Indonesia Tbk	08-Jul-05
46	RELI	Reliance Securities Tbk	13-Jul-05
47	MFIN	Mandala Multifinance Tbk	06-Sep-05
48	EXCL	XL Axiata Tbk. Tbk	29-Sep-05
49	MICE	Multi Indocitra Tbk	02-Nop-05
50	AMAG	Asuransi Multi Artha Guna Tbk	23-Des-05
51	BTEL	Bakrie Telecom Tbk	03-Feb-06
52	MAIN	Malindo Feedmill Tbk	10-Feb-06
53	OKAS	Ancora Indonesia Resources Tbk	29-Mar-06
54	RAJA	Rukun Raharja Tbk	19-Apr-06
55	BBKP	Bank Bukopin Tbk	10-Jul-06
56	RUIS	Radiant Utama Interinsco Tbk	12-Jul-06
57	TOTL	Total Bangun Persada Tbk	25-Jul-06
58	IATA	Indonesia Air Transport Tbk	13-Sep-06
59	TRUB	Truba Alam Manunggal Engineering Tbk	16-Okt-06
60	CPRO	Central Proteinaprima Tbk	28-Nop-06
61	FREN	Smartfren Telecom Tbk	29-Nop-06
62	SDRA	Bank Himpunan Saudara 1906 Tbk	15-Des-06
63	BISI	BISI INTERNATIONAL Tbk	28-Mei-07
64	WEHA	Panorama Transportasi Tbk	31-Mei-07
65	BKDP	Bukit Darmo Property Tbk	15-Jun-07
66	SGRO	Sampoerna Agro Tbk	18-Jun-07
67	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk	22-Jun-07
68	MCOR	Bank Windu Kentjana International Tbk Tbk	03-Jul-07
69	PKPK	Perdana Karya Perkasa Tbk	11-Jul-07
70	LCGP	Laguna Cipta Griya Tbk	13-Jul-07
71	DEWA	Darma Henwa Tbk	26-Sep-07
72	BACA	Bank Capital Indonesia Tbk	04-Okt-07
73	GPRA	Perdana Gapura Prima Tbk	10-Okt-07
74	WIKA	Wijaya Karya Tbk	29-Okt-07
75	ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk	06-Nop-07
76	CTRP	Ciputra Property Tbk	07-Nop-07
77	PTSN	Sat Nusapersada Tbk	08-Nop-07
78	JSMR	Jasa Marga Tbk	12-Nop-07
79	PSAB	J RESOURCES ASIA PASIFIK Tbk	01-Des-07
80	SMMT	Eatertainment International Tbk	01-Des-07
81	JKON	Jaya Konstruksi Manggala Pratama Tbk	04-Des-07
82	CSAP	Catur Sentosa Adiprana Tbk	12-Des-07
83	ASRI	ALAM SUTERA REALTY Tbk	18-Des-07
84	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk	18-Des-07
85	COWL	COWELL DEVELOPMENT Tbk	19-Des-07
86	DGIK	DUTA GRAHA INDAH Tbk	19-Des-07
87	BAEK	Bank Ekonomi Raharja Tbk	08-Jan-08
88	BAPA	Bekasi Asri Pemula Tbk	14-Jan-08
89	TRIL	Triwira Insanlestari Tbk	28-Jan-08
90	ELSA	Elnusa Tbk	06-Feb-08
91	YPAS	Yanaprima Hastapersada Tbk	05-Mar-08
92	BTPN	BANK TABUNGAN PENSIUNAN NASIONAL Tbk	12-Mar-08
93	KOIN	Kokoh Inti Arebama Tbk	09-Apr-08
94	GZCO	Gozco Plantations Tbk	15-Mei-08

95	TPIA	Chandra Asri Petrochemical Tbk	26-Mei-08
96	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	06-Jun-08
97	INDY	Indika Energy Tbk	11-Jun-08
98	VRNA	Verena Multi Finance Tbk	25-Jun-08
99	PDES	Destinasi Tirta Nusantara Tbk	08-Jul-08
100	KBRI	Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk	11-Jul-08
101	ADRO	ADARO ENERGY Tbk	16-Jul-08
102	HOME	Hotel Mandarine Regency Tbk	17-Jul-08
103	BYAN	Bayan Resources Tbk	12-Agust-08
104	TRAM	Trada Maritime Tbk	10-Sep-08
105	SIAP	Sekawan Intipratama Tbk	17-Okt-08
106	KARW	Karwell Indonesia Tbk	20-Des-08
107	AMRT	Sumber Alfaria Trijaya Tbk	15-Jan-09
108	TRIO	Trikonsel Oke Tbk	14-Apr-09
109	BPFI	Batavia Prosperindo Finance Tbk Tbk	01-Jun-09
110	INVS	Inovisi Infracom Tbk	03-Jul-09
111	GTBO	Garda Tujuh Buana Tbk	09-Jul-09
112	MKPI	Metropolitan Kentjana Tbk	10-Jul-09
113	RINA	Katarina Utama Tbk	14-Jul-09
114	BWPT	BW Plantation Tbk	27-Okt-09
115	DSSA	Dian Swastatika Sentosa Tbk	10-Des-09
116	BCIP	Bumi Citra Permai Tbk	11-Des-09
117	NIKL	Pelat Timah Nusantara Tbk	14-Des-09
118	BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk	17-Des-09
119	GDST	Gunawan Dianjaya Steel Tbk	23-Des-09
120	EMTK	Elang Mahkota Teknologi Tbk	12-Jan-10
121	PTPP	PP (Persero) Tbk	09-Feb-10
122	BIPI	Benakat Petroleum Energy Tbk	11-Feb-10
123	TOWR	Sarana Menara Nusantara Tbk	08-Mar-10
124	ROTI	Nippon Indosari Corpindo Tbk	28-Jun-10
125	GOLD	Golden Retailindo Tbk	07-Jul-10
126	SKYB	Skybee Tbk	07-Jul-10
127	BJBR	Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten Tbk	08-Jul-10
128	GREN	Evergreen Invesco Tbk	09-Jul-10
129	IPOL	Indopoly Swakarsa Industry Tbk	09-Jul-10
130	BUVA	PT Bukit Uluwatu Villa Tbk	12-Jul-10
131	BRAU	Berau Coal Energy Tbk	19-Agust-10
132	HRUM	Harum Energy Tbk	06-Okt-10
133	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	07-Okt-10
134	TBIG	PT Tower Bersama Infrastructure Tbk	26-Okt-10
135	KRAS	Krakatau Steel (Persero) Tbk	10-Nop-10
136	APLN	Agung Podomoro Land Tbk	11-Nop-10
137	BORN	Borneo Lumbang Energi & Metal Tbk	26-Nop-10
138	WINS	Wintermar Offshore Marine Tbk	29-Nop-10
139	MIDI	Midi Utama Indonesia Tbk	30-Nop-10
140	BRMS	Bumi Resources Minerals Tbk	09-Des-10
141	BSIM	Bank Sinarmas Tbk	13-Des-10
142	MFMI	Multifiling Mitra Indonesia Tbk	29-Des-10
143	EMDE	Megapolitan Developments Tbk	12-Jan-11

144	MBTO	Martina Berto Tbk	13-Jan-11
145	GIAA	Garuda Indonesia (Persero) Tbk	11-Feb-11
146	MBSS	Mitrabahtera Segara Sejati Tbk	06-Apr-11
147	SRAJ	Sejahteraraya Anugrahjaya Tbk	11-Apr-11
148	HDFA	HD Finance Tbk	10-Mei-11
149	BULL	Buana Listya Tama Tbk	23-Mei-11
150	JAWA	Jaya Agra Wattie Tbk	30-Mei-11
151	SIMP	Salim Ivomas Pratama Tbk	09-Jun-11
152	MTLA	Metropolitan Land Tbk	20-Jun-11
153	TIFA	Tifa Finance Tbk	08-Jul-11
154	ALDO	Alkindo Naratama Tbk	12-Jul-11
155	PTIS	Indo Straits Tbk	12-Jul-11
156	SDMU	Sidomulyo Selaras Tbk	12-Jul-11
157	STAR	Star Petcohem Tbk	13-Jul-11
158	SMRU	SMR Utama Tbk	10-Okt-11
159	SUPR	Solusi Tunas Pratama Tbk	11-Okt-11
160	ARII	Atlas Resources Tbk	08-Nop-11
161	GEMS	Golden Energy Mines Tbk	17-Nop-11
162	VIVA	PT Visi Media Asia Tbk	21-Nop-11
163	CASS	Cardiq Aero Services Tbk	05-Des-11
164	ABMM	ABM Investama Tbk	06-Des-11
165	ERAA	Erajaya Swasembada Tbk	14-Des-11
166	BAJA	Saranacentral Bajatama Tbk	21-Des-11
167	GWSA	Greenwood Sejahtera Tbk	23-Des-11
168	PADI	Minna Padi Investama Tbk	09-Jan-12
169	TELE	Tiphone Mobile Indonesia Tbk	12-Jan-12
170	ESSA	Surya Esa Perkasa Tbk	01-Feb-12
171	BEST	Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk	10-Apr-12

Lampiran 10. Perusahaan Yang Tidak Mengalami *Underpricing*

No	Kode	Nama	Tanggal Pencatatan di BEI	Harga Penawaran	Harga Penutupan	Initial Return	%IR
1	ATPK	ATPK Resources Tbk	17-Apr-02	300	300	0	0.0%
2	KREN	Kresna Graha Sekurindo Tbk	28-Jun-02	215	145	-70	-32.6%
3	GEMA	Gema Grahasarana Tbk	12-Agst-02	225	170	-55	-24.4%
4	TMAS	Pelayaran Tempuran Mas Tbk	09-Jul-03	550	550	0	0.0%
5	ADMF	Adira Dinamika Multi Finance Tbk	31-Mar-04	2325	2325	0	0.0%
6	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	02-Jul-04	1025	1025	0	0.0%
7	MFIN	Mandala Multifinance Tbk	06-Sep-05	195	185	-10	-5.1%
8	CTRP	Ciputra Property Tbk	07-Nop-07	700	610	-90	-12.9%
9	DGIK	Duta Graha Indah Tbk	19-Des-07	225	205	-20	-8.9%
10	BTPN	Bank Tabungan Pensiun Nasional Tbk	12-Mar-08	2850	2775	-75	-2.6%
11	VRNA	Verena Multi Finance Tbk	25-Jun-08	100	83	-17	-17.0%
12	BYAN	Bayan Resources Tbk	12-Agust-08	5800	5450	-350	-6.0%
13	AMRT	Sumber Alfaria Trijaya Tbk	15-Jan-09	395	395	0	0.0%
14	GTBO	Garda Tujuh Buana Tbk	09-Jul-09	115	105	-10	-8.7%
15	RINA	Katarina Utama Tbk	14-Jul-09	160	155	-5	-3.1%
16	NIKL	Pelat Timah Nusantara Tbk	14-Des-09	325	300	-25	-7.7%
17	GDST	Gunawan Dianjaya Steel Tbk	23-Des-09	160	131	-29	-18.1%
18	WINS	Wintermar Offshore Marine Tbk	29-Nop-10	380	355	-25	-6.6%
19	EMDE	Megapolitan Developments Tbk	12-Jan-11	250	210	-40	-16.0%
20	MBTO	Martina Berto Tbk	13-Jan-11	740	660	-80	-10.8%
21	GIAA	Garuda Indonesia (Persero) Tbk	11-Feb-11	750	620	-130	-17.3%
22	JAWA	Jaya Agra Wattie Tbk	30-Mei-11	500	495	-5	-1.0%
23	MTLA	Metropolitan Land Tbk	20-Jun-11	240	240	0	0.0%
24	CASS	Cardig Aero Services Tbk	05-Des-11	400	395	-5	-1.3%
25	ERAA	Erajaya Swasembada Tbk	14-Des-11	1000	990	-10	-1.0%
26	GWSA	Greenwood Sejahtera Tbk	23-Des-11	250	205	-45	-18.0%

Lampiran 11. Perusahaan Dengan Data Yang Tidak Lengkap

No	Kode	Nama	Tanggal Pencatatan di BEI
1	FISH	FKS Multi Agro Tbk	18-Jan-02
2	CITA	Cita Mineral Investindo Tbk	20-Mar-02
3	FPNI	Fatrapolindo Nusa Industri	21-Mar-02
4	UNIT	Nusantara Inti Corpora Tbk	18-Apr-02
5	BABP	Bank ICB Bumiputera Tbk Tbk	15-Jul-02
6	IIKP	Inti Kapuas Arowana Tbk	14-Okt-02
7	ARTA	Arthavest Tbk	05-Nop-02
8	APIC	Pacific Strategic Financial Tbk	18-Des-02
9	ARTI	Ratu Prabu Energi Tbk	30-Apr-03
10	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk	14-Jul-03
11	AGRO	Bank Agroniaga Tbk	13-Nop-09
12	OCAP	Onix Capital Tbk	10-Nop-03
13	HADE	Hortus Danavest Tbk	12-Apr-04
14	SQMI	Renuka Coalindo Tbk	15-Jul-04
15	IDKM	Indosiar Karya Media Tbk	04-Okt-04
16	INPP	Indonesian Paradise Property Tbk	01-Des-04
17	ICON	Island Concepts Indonesia Tbk	08-Jul-05
18	OKAS	Ancora Indonesia Resources Tbk	29-Mar-06
19	BACA	Bank Capital Indonesia Tbk	04-Okt-07
20	ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk	06-Nop-07
21	PSAB	J Resources Asia Pasifik Tbk	01-Des-07
22	SMMT	Entertainment International Tbk	01-Des-07
23	JKON	Jaya Konstruksi Manggala Pratama Tbk	04-Des-07
24	KOIN	Kokoh Inti Arebama Tbk	09-Apr-08
25	TPIA	Chandra Asri Petrochemical Tbk	26-Mei-08
26	SIAP	Sekawan Intipratama Tbk	17-Okt-08
27	KARW	Karwell Indonesia Tbk	20-Des-08
28	DSSA	Dian Swastatika Sentosa Tbk	10-Des-09
29	EMTK	Elang Mahkota Teknologi Tbk	12-Jan-10
30	BRAU	Berau Coal Energy Tbk	19-Agust-10
31	BSIM	Bank Sinarmas Tbk	13-Des-10
32	ESSA	Surya Esa Perkasa Tbk	01-Feb-12
33	BEST	Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk	10-Apr-12

Lampiran 12. Perusahaan Yang Merupakan *Outlier*

No	Kode	Nama	Tanggal Pencatatan di BEI
1	RAJA	Rukun Raharja Tbk	19-Apr-06
2	BBKP	Bank Bukopin Tbk	10-Jul-06
3	BISI	BISI INTERNATIONAL Tbk	28-Mei-07
4	COWL	COWELL DEVELOPMENT Tbk	19-Des-07
5	BAPA	Bekasi Asri Pemula Tbk	14-Jan-08
6	TRIL	Triwira Insanlestari Tbk	28-Jan-08
7	PDES	Destinasi Tirta Nusantara Tbk	08-Jul-08
8	ADRO	ADARO ENERGY Tbk	16-Jul-08
9	BULL	Buana Listya Tama Tbk	23-Mei-11



Lampiran 13. Perusahaan Yang Mengalami *Underpricing*

No	Kode	Nama	Tanggal Pencatatan di BEI	<i>Underpricing</i>			
				Harga Penawaran	Harga Penutupan	Initial Return	%IR
1	FORU	Fortune Indonesia Tbk	17-Jan-02	130	220	90	69.2%
2	ABBA	Abdi Bangsa	03-Apr-02	105	175	70	66.7%
3	JTPE	Jasuindo Tiga Perkasa Tbk	16-Apr-02	225	365	140	62.2%
4	BSWD	PT Bank Swadesi	01-Mei-02	250	325	75	30.0%
5	SUGI	Sugi Samapersada Tbk	19-Jun-02	120	200	80	66.7%
6	SCMA	Surya Citra Media Tbk	16-Jul-02	1100	1150	50	4.5%
7	BKSW	Bank Kesawan Tbk	21-Nop-02	250	425	175	70.0%
8	TRUS	Trust Finance Indonesia Tbk	28-Nop-02	170	195	25	14.7%
9	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	23-Des-02	575	600	25	4.3%
Rata-rata initial return tahun 2002				384	466	81	21.2%

No	Kode	Nama	Tanggal Pencatatan di BEI	<i>Underpricing</i>			
				Harga Penawaran	Harga Penutupan	Initial Return	%IR
10	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	10-Nop-03	875	975	100	11.4%
11	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk	15-Des-03	1500	1550	50	3.3%
12	ASJT	Asuransi Jasa Tania Tbk	29-Des-03	300	375	75	25.0%
Rata-rata initial return tahun 2003				892	967	75	8.4%

No	Kode	Nama	Tanggal Pencatatan di BEI	<i>Underpricing</i>			
				Harga Penawaran	Harga Penutupan	Initial Return	%IR
13	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	18-Mar-04	150	185	35	23.3%
14	BTEK	Bumi Teknokultura Unggul Tbk	14-Mei-04	125	210	85	68.0%
15	ENRG	Energi Mega Persada Tbk	07-Jun-04	160	240	80	50.0%
16	AKKU	Alam Karya Unggul Tbk	01-Nop-04	220	225	5	2.3%
17	MAPI	Mitra Adiperkasa Tbk	10-Nop-04	625	700	75	12.0%
18	YULE	Yulie Sekurindo Tbk	10-Des-04	215	260	45	20.9%
19	WOMF	Wahana Ottomitra Multiartha Tbk	13-Des-04	700	750	50	7.1%
Rata-rata initial return tahun 2004				314	367	54	17.1%

No	Kode	Nama	Tanggal Pencatatan di BEI	Underpricing			
				Harga Penawaran	Harga Penutupan	Initial Return	%IR
20	MASA	Multistrada Arah Sarana Tbk	09-Jun-05	170	180	10	5.9%
21	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	22-Jun-05	625	700	75	12.0%
22	PEGE	Panca Global Securities Tbk	24-Jun-05	105	155	50	47.6%
23	RELI	Reliance Securities Tbk	13-Jul-05	250	255	5	2.0%
24	EXCL	XL Axiata Tbk. Tbk	29-Sep-05	2000	2300	300	15.0%
25	MICE	Multi Indocitra Tbk	21-Dec-05	490	650	160	32.7%
26	AMAG	Asuransi Multi Artha Guna Tbk	23-Dec-05	105	110	5	4.8%
		Rata-rata initial return tahun 2005		535	621	86	16.2%

No	Kode	Nama	Tanggal Pencatatan di BEI	Underpricing			
				Harga Penawaran	Harga Penutupan	Initial Return	%IR
27	BTEL	Bakrie Telecom Tbk	03-Feb-06	110	155	45	40.9%
28	MAIN	Malindo Feedmill Tbk	10-Feb-06	880	1130	250	28.4%
29	RUIS	Radiant Utama Interinsco Tbk	12-Jul-06	250	375	125	50.0%
30	TOTL	Total Bangun Persada Tbk	25-Jul-06	345	370	25	7.2%
31	IATA	Indonesia Air Transport Tbk	13-Sep-06	130	135	5	3.8%
32	TRUB	Truba Alam Manunggal Engineering Tbk	16-Okt-06	110	180	70	63.6%
33	CPRO	Central Proteinprima Tbk	28-Nop-06	110	185	75	68.2%
34	FREN	Smartfren Telecom Tbk	29-Nop-06	225	280	55	24.4%
35	SDRA	Bank Himpunan Saudara 1906 Tbk	15-Dec-06	115	145	30	26.1%
		Rata-rata initial return tahun 2006		253	328	76	29.9%

No	Kode	Nama	Tanggal Pencatatan di BEI	Underpricing			
				Harga Penawaran	Harga Penutupan	Initial Return	%IR
36	WEHA	Panorama Transportasi Tbk	31-Mei-07	245	415	170	69.4%
37	BKDP	Bukit Darmo Property Tbk	15-Jun-07	120	204	84	70.0%
38	SGRO	Sampoerna Agro Tbk	18-Jun-07	2340	2525	185	7.9%
39	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk	22-Jun-07	900	940	40	4.4%
40	MCOR	Bank Multicor Tbk	03-Jul-07	200	225	25	12.5%
41	PKPK	Perdana Karya Perkasa Tbk	11-Jul-07	400	680	280	70.0%
42	LCGP	Laguna Cipta Griya Tbk	13-Jul-07	125	212	87	69.6%
43	DEWA	Darma Henwa Tbk	26-Sep-07	335	565	230	68.7%
44	GPRA	Perdana Gapura Prima Tbk	10-Okt-07	310	345	35	11.3%
45	WIKA	Wijaya Karya Tbk	29-Okt-07	420	560	140	33.3%
46	PTSN	Sat Nusapersada Tbk	08-Nop-07	580	640	60	10.3%
47	JSMR	Jasa Marga Tbk	12-Nop-07	1700	2050	350	20.6%
48	CSAP	Catur Sentosa Adiprana Tbk	12-Dec-07	200	220	20	10.0%
49	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk	18-Dec-07	105	178	73	69.5%
50	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk	18-Dec-07	14000	19600	5600	40.0%
		Rata-rata initial return tahun 2007		1465	1957	492	33.6%

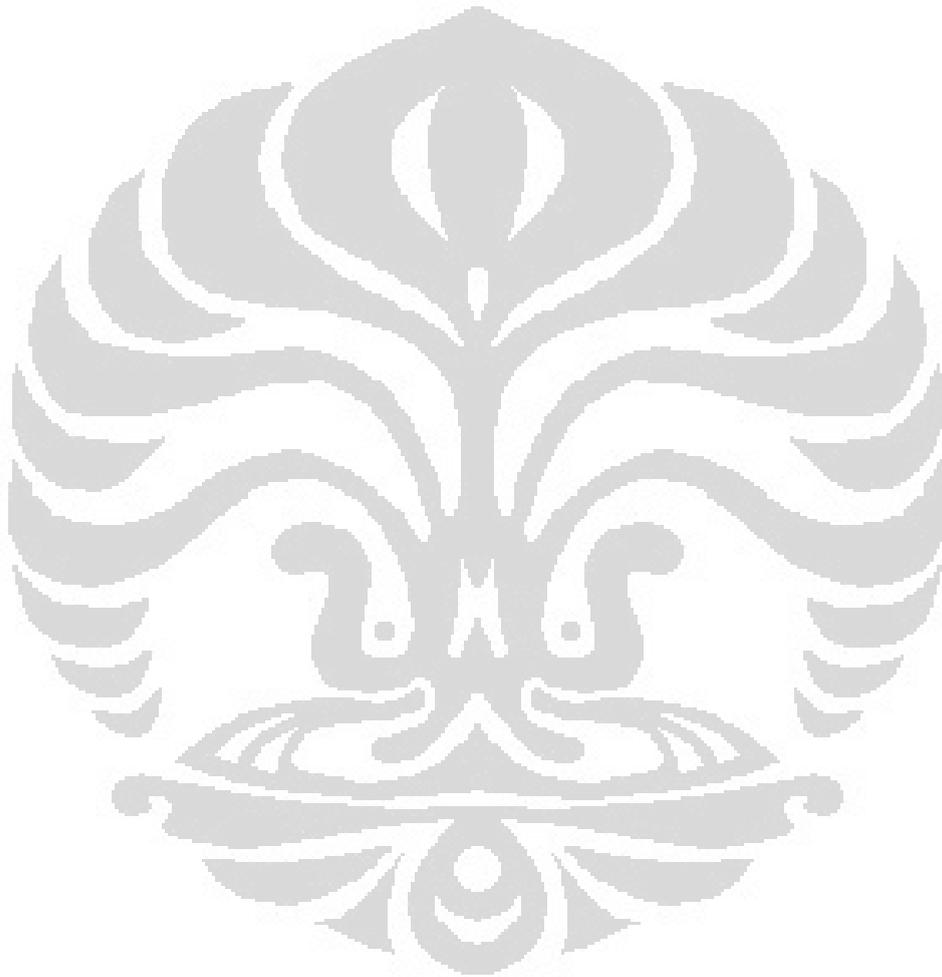
No	Kode	Nama	Tanggal Pencatatan di BEI	Underpricing			
				Harga Penawaran	Harga Penutupan	Initial Return	%IR
51	BAEK	Bank Ekonomi Raharja Tbk	08-Jan-08	1080	1320	240	22.2%
52	ELSA	Elnusa Tbk	06-Feb-08	400	440	40	10.0%
53	YPAS	Yanaprima Hastapersada Tbk	05-Mar-08	545	640	95	17.4%
54	GZCO	Gozco Plantations Tbk	15-Mei-08	225	275	50	22.2%
55	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	06-Jun-08	550	560	10	1.8%
56	INDY	Indika Energy Tbk	11-Jun-08	2950	3425	475	16.1%
57	KBRI	Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk	11-Jul-08	260	330	70	26.9%
58	HOME	Hotel Mandarine Regency Tbk	17-Jul-08	110	150	40	36.4%
59	TRAM	Trada Maritime Tbk	10-Sep-08	125	159	34	27.2%
Rata-rata initial return tahun 2008				694	811	117	16.9%

No	Kode	Nama	Tanggal Pencatatan di BEI	Underpricing			
				Harga Penawaran	Harga Penutupan	Initial Return	%IR
60	TRIO	Trikonsel Oke Tbk	14-Apr-09	225	230	5	2.2%
61	BPFI	Batavia Prosperindo Finance Tbk	01-Jun-09	110	121	11	10.0%
62	INVS	Inovisi Infracom Tbk	03-Jul-09	125	145	20	16.0%
63	MKPI	Metropolitan Kentjana Tbk	10-Jul-09	2100	2750	650	31.0%
64	BWPT	BW Plantation Tbk	27-Okt-09	550	570	20	3.6%
65	BCIP	Bumi Citra Permai Tbk	11-Des-09	110	173	63	57.3%
66	BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk	17-Des-09	800	840	40	5.0%
Rata-rata initial return tahun 2009				574	690	116	20.1%

No	Kode	Nama	Tanggal Pencatatan di BEI	Underpricing			
				Harga Penawaran	Harga Penutupan	Initial Return	%IR
67	PTPP	PP (Persero) Tbk	09-Feb-10	560	580	20	3.6%
68	BIPI	Benakat Petroleum Energy Tbk	11-Feb-10	140	191	51	36.4%
69	TOWR	Sarana Menara Nusantara Tbk	08-Mar-10	1050	1570	520	49.5%
70	ROTI	Nippon Indosari Corpindo Tbk	28-Jun-10	1275	1490	215	16.9%
71	GOLD	Golden Retailindo Tbk	07-Jul-10	350	520	170	48.6%
72	SKYB	Skybee Tbk	07-Jul-10	375	560	185	49.3%
73	BJBR	Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten Tbk	08-Jul-10	600	900	300	50.0%
74	GREN	Evergreen Invesco Tbk	09-Jul-10	105	178	73	69.5%
75	IPOL	Indopoly Swakarsa Industry Tbk	09-Jul-10	210	235	25	11.9%
76	BUVA	PT Bukit Uluwatu Villa Tbk	12-Jul-10	260	310	50	19.2%
77	HRUM	Harum Energy Tbk	06-Okt-10	5200	5450	250	4.8%
78	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	07-Okt-10	5395	5950	555	10.3%
79	TBIG	PT Tower Bersama Infrastructure Tbk	26-Okt-10	2025	2400	375	18.5%
80	KRAS	Krakatau Steel (Persero) Tbk	10-Nop-10	850	1270	420	49.4%
81	APLN	Agung Podomoro Land Tbk	11-Nop-10	365	410	45	12.3%
82	BORN	Borneo Lumbang Energi & Metal Tbk	26-Nop-10	1170	1280	110	9.4%
83	MIDI	Midi Utama Indonesia Tbk	30-Nop-10	275	410	135	49.1%
84	BRMS	Bumi Resources Minerals Tbk	09-Des-10	635	700	65	10.2%
85	MFMI	Multifiling Mitra Indonesia Tbk	29-Des-10	200	340	140	70.0%
		Rata-rata initial return tahun 2010		1107	1302	195	17.6%

No	Kode	Nama	Tanggal Pencatatan di BEI	Underpricing			
				Harga Penawaran	Harga Penutupan	Initial Return	%IR
86	MBSS	Mitrabahtera Segara Sejati Tbk	06-Apr-11	1600	1780	180	11.3%
87	SRAJ	Sejahterarraya Anugrahjaya Tbk	11-Apr-11	120	200	80	66.7%
88	HDFA	HD Finance Tbk	10-Mei-11	200	230	30	15.0%
89	SIMP	Salim Ivomas Pratama Tbk	09-Jun-11	1100	1250	150	13.6%
90	TIFA	Tifa Finance Tbk	08-Jul-11	200	310	110	55.0%
91	ALDO	Alkindo Naratama Tbk	12-Jul-11	225	250	25	11.1%
92	PTIS	Indo Straits Tbk	12-Jul-11	950	1000	50	5.3%
93	SDMU	Sidomulyo Selaras Tbk	12-Jul-11	225	240	15	6.7%
94	STAR	Star Petrochem Tbk	13-Jul-11	102	138	36	35.3%
95	SMRU	SMR Utama Tbk	10-Okt-11	600	650	50	8.3%
96	SUPR	Solusi Tunas Pratama Tbk	11-Okt-11	3400	3650	250	7.4%
97	ARII	Atlas Resources Tbk	08-Nop-11	1500	1540	40	2.7%
98	GEMS	Golden Energy Mines Tbk	17-Nop-11	2500	2725	225	9.0%
99	VIVA	PT Visi Media Asia Tbk	21-Nop-11	300	450	150	50.0%
100	ABMM	ABM Investama Tbk	06-Des-11	3750	3825	75	2.0%
101	BAJA	Saranacentral Bajatama Tbk	21-Des-11	250	340	90	36.0%
		Rata-rata initial return tahun 2011		1064	1161	97	9.1%

No	Kode	Nama	Tanggal Pencatatan di BEI	<i>Underpricing</i>			
				Harga Penawaran	Harga Penutupan	<i>Initial Return</i>	<i>%IR</i>
102	PADI	Minna Padi Investama Tbk	09-Jan-12	395	550	155	39.2%
103	TELE	Tiphone Mobile Indonesia Tbk	12-Jan-12	310	325	15	4.8%
		Rata-rata <i>initial return</i> tahun 2012		353	438	85	24.1%



PROSPEKTUS

Tanggal Efektif
Masa Penawaran
Tanggal Penjualan
Tanggal Distribusi Saham Secara Elektronik
Tanggal Pengembalian Uang Pemesanan
Tanggal Pencatatan Pada Bursa Efek Indonesia



7 Desember 2007
11 - 13 Desember 2007
17 Desember 2007
17 Desember 2007
18 Desember 2007
18 Desember 2007

BAPEPAM & LK TIDAK MEMBERIKAN PERNYATAAN MENYETUJUI ATAU TIDAK MENYETUJUI EFEK INI, TIDAK JUGA MENYATAKAN KEBENARAN ATAU KECUKUPAN ISI PROSPEKTUS INI. SETIAP PERNYATAAN YANG BERTENTANGAN DENGAN HAL-HAL TERSEBUT ADALAH PERBUATAN MELANGGAR HUKUM.

PT INDO TAMBANGRAYA MEGAH Tbk. ("PERSEROAN") DAN PENJAMIN PELAKSANA EMISI EFEK BERTANGGUNG JAWAB SEPENUHNYA ATAS KEBENARAN SEMUA INFORMASI ATAU FAKTA MATERIAL, SERTA KEJUJURAN PENDAPAT YANG TERCANTUM DALAM PROSPEKTUS INI.

PENCATATAN ATAS EFEK YANG DITAWARKAN INI AKAN DILAKUKAN PADA BURSA EFEK INDONESIA



EMP. AVAILABLE COPY

PT INDO TAMBANGRAYA MEGAH Tbk.

Kegiatan Usaha:

Bergerak dalam Bidang Pertambangan Batubara melalui Anak Perusahaan
berkedudukan di Jakarta, Indonesia

Alamat Kantor Pusat:

Gedung Ventura, Lantai 8
Jl. R.A. Kartini No. 26, Cilandak
Jakarta 12430
Indonesia

Telepon: (021) 7504390, Faksimili: (021) 7504896

PROCESSED

FEB 6 2008

THOMSON
FINANCIAL

PENAWARAN UMUM SAHAM

Sejumlah 225.985.000 (dua ratus dua puluh lima juta sembilan ratus delapan puluh lima ribu) Saham Biasa Atas Nama, dengan nilai nominal Rp 500,00 (lima ratus Rupiah) setiap saham, yang ditawarkan kepada masyarakat dengan harga penawaran Rp 14.000 (empat belas ribu Rupiah) setiap saham, yang harus dibayar penuh pada saat mengajukan Formulir Pemesanan Pembelian Saham ("FPPS"). Jumlah Penawaran Umum adalah sebesar Rp 3.153.790.000.000 (tiga triliun seratus enam puluh tiga miliar tujuh ratus sembilan puluh juta Rupiah).

Para Penjamin Pelaksana Emisi Efek dan para Penjamin Emisi Efek yang namanya tercantum dibawah ini menjamin dengan kesanggupan penuh (*full commitment*) terhadap penawaran saham Perseroan.

PENJAMIN PELAKSANA EMISI EFEK



PT UBS Securities Indonesia

PENJAMIN EMISI EFEK

PT Bahana Securities, PT Danareksa Sekuritas, PT Mandiri Sekuritas,
PT BNI Securities dan PT Ciptadana Securities

RISIKO UTAMA YANG DIHADAPI PERSEROAN YAITU RISIKO EKSPOR BATUBARA KE PIHAK TERAFILIASI TANPA MENDAPAT PERSETUJUAN TERLEBIH DAHULU DARI PEMERINTAH. RISIKO USAHA PERSEROAN SELENGKAPNYA DICANTUMKAN PADA BAB VI DI DALAM PROSPEKTUS INI

PERSEROAN TIDAK MENERBITKAN SURAT KOLEKTIF SAHAM DALAM PENAWARAN UMUM INI, TETAPI SAHAM-SAHAM TERSEBUT AKAN DIDISTRIBUSIKAN SECARA ELEKTRONIK YANG AKAN DIADMINISTRASIKAN DALAM PENITIPAN KOLEKTIF PT KUSTODIAN SENTRAL EFEK INDONESIA (KSEI).

Prospektus ini diterbitkan di Jakarta pada tanggal 10 Desember 2007