

**VARIABEL-VARIABEL YANG MEMPENGARUHI FENOMENA
UNDERPRICING PADA PENAWARAN SAHAM PERDANA
DI BEJ TAHUN 1994 – 2001**

CHASTINA YOLANA

KAP Prasetyo Sarwoko & Sandjaja/Ernst & Young

DWI MARTANI

Dosen Departemen Akuntansi FEUI

ABSTRACT

Underpricing is phenomenon of IPO which often happened in capital market and have been proved by researchers in many countries. This research aim to prove phenomenon of underpricing in Bursa Efek Jakarta at 1994-2001 and study the factors influencing of underpricing. This research uses mean adjusted return as underpricing measurement. Independent variables of the research are reputation of undwewriting, rate of foreign currency, total asset, ROE and industrial type. The research use multiple regression model to test the relationship between dependent and independent variabel

This research result prove that phenomenon of underpricing happened in BEJ at 1994 - 2001 and consistent with researchs before in BEJ. The level of underpricing during periode is 38%. Rate of foreign currency, total asset, ROE and industrial type significantly correlated to underpricing. In this model, only reputation of underwriting that not significantly correlated to underpricing.

Kata kunci : *Underpricing, Initial Return, IPO, Reputasi Penjamin Emisi, Kurs, Total Aktiva, ROE, Jenis Industri.*

Pendahuluan

Underpricing adalah adanya selisih positif antara harga saham di pasar sekunder dengan harga saham di pasar perdana atau saat IPO. Selisih harga inilah yang dikenal sebagai *initial return* (IR) atau positif *return* bagi investor. *Underpricing* adalah fenomena yang umum dan sering terjadi di pasar modal manapun saat emiten melakukan IPO.

Penelitian ini akan menguji variabel-variabel bebas yang diduga mempengaruhi *underpricing*, yang berupa informasi keuangan dan non keuangan, yaitu, skala perusahaan (total aktiva), profitabilitas (ROE), kurs, reputasi penjamin emisi, jenis industri (industri barang konsumen). Variabel-variabel dalam penelitian ini pada umumnya sudah pernah diteliti oleh peneliti-peneliti sebelumnya.

Tinjauan Literatur

Kecenderungan *underpricing* terjadi hampir di setiap negara, yang membedakan hanyalah berapa besar tingkat *underpricing* itu. Berikut ini beberapa peneliti dari luar negeri yang pernah menguji fenomena *underpricing*¹:

- Bavers et al. (1988), dengan menggunakan sampel sebanyak 1182 perusahaan yang melakukan IPO selama 1981 – 1985 di NYSE, menemukan bahwa auditor dan penjamin emisi yang bereputasi berpengaruh negatif terhadap *initial return*. Kedua

¹ Misnen Ardiansyah, 2003, “Pengaruh Variabel Keuangan Terhadap Return Awal dan Return 15 Hari Setelah IPO di Bursa Efek Jakarta”, “Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi VI”, hal. 361.

variabel bebas itu merupakan faktor pengurang ketidakpastian dan mengurangi tingkat *underpricing*.

- Carter & Manaster (1990), melakukan riset dengan menggunakan sampel sebanyak 501 perusahaan yang melakukan IPO dalam kurun waktu 1 Januari 1979 – 17 Agustus 1983, menemukan bahwa reputasi penjamin emisi, jumlah nilai penawaran saham, umur perusahaan, berpengaruh negatif signifikan terhadap *initial return*.
- Kim et al. (1993) menguji variabel keuangan *financial leverage*, ROA, dan *proceeds* untuk investasi, serta variabel *signaling* kualitas penjamin emisi, retensi kepemilikan dan ukuran penawaran. Hasil penelitiannya menunjukkan variabel *financial leverage* berkorelasi positif dengan *initial return*, variabel ROA berkorelasi negatif dengan *initial return*. Sedangkan *proceeds* untuk investasi tidak signifikan terhadap *initial return*. Untuk variabel *signaling*, hanya reputasi penjamin emisi yang signifikan terhadap *initial return*.
- Kim et al. (1995) melakukan penelitian dengan tujuan menyelidiki peranan variabel-variabel keuangan yang diungkapkan dalam prospektus dalam menentukan harga pasar saham perusahaan-perusahaan Korea yang melakukan IPO. Variabel-variabel yang diteliti adalah EPS, *proceeds* (jumlah nilai saham yang ditawarkan), variabel *dummy* dari tipe penawaran saham.
- Michaelly & Shaw (1995), melakukan penelitian dengan menggunakan sampel 1120 perusahaan yang melakukan IPO sepanjang tahun 1984 – 1988, menemukan bahwa *initial return* dipengaruhi oleh reputasi auditor, jumlah nilai penawaran saham, reputasi penjamin emisi, dan variabel industri (*dummy*). Hasil ini
- Liaw, Liu, Wei (Taiwan, 2000) menemukan tingkat *underpricing* sebesar 34,6% untuk penawaran IPO dengan metode penawaran dimana harga saham ditetapkan lebih dulu dan 7,8% untuk penawaran IPO secara lelang². Kutsuna dan Smith (2000) menyatakan bahwa di Jepang tingkat *underpricing* 11,5% untuk IPO yang dilakukan secara lelang lebih rendah jika dibandingkan dengan tingkat *underpricing* IPO dengan *bookbuilding* sebesar 70,81%. Sedangkan di China *underpricing* yang terjadi sangat tinggi sebesar 388% untuk penawaran perdana saham “A”, yaitu saham yang hanya bisa dibeli dan diperdagangkan pada warga negara China. Tabel 1 memperlihatkan rata-rata tingkat *underpricing* di beberapa negara.

Trisnawati (1998) melakukan penelitian di BEJ dengan mengambil data tahun 1994 - 1995. Ia memfokuskan penelitiannya pada informasi keuangan dan non keuangan pada prospektus terhadap *return* di BEJ. Faktor keuangan yang digunakan dalam penelitian adalah profitabilitas perusahaan yang diukur dengan ROA dan *financial leverage*. Sedangkan faktor-faktor non keuangan adalah reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, persentase saham yang ditawarkan, umur emiten. Penelitiannya berhasil membuktikan bahwa umur perusahaan mempengaruhi *initial return* secara signifikan dan berkorelasi positif. Tapi ia tidak berhasil membuktikan hipotesisnya yang menyatakan bahwa ada hubungan antara reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, persentase saham, ROA, *financial leverage* dengan *initial return* secara signifikan.

Rufnialfian (1999), meneliti pengaruh reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, besaran perusahaan, profitabilitas perusahaan terhadap tingkat *underpricing* IPO di BEJ. Ia menemukan bahwa variabel-variabel tersebut secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Dari keempat variabel itu, hanya besaran perusahaan yang mempunyai arah positif terhadap *underpricing*. Berarti semakin besar suatu perusahaan maka *underpricing* yang ditunjukkan dengan adanya *initial return* juga menjadi besar. Secara teori seharusnya perusahaan besar memiliki tingkat ketidakpastian yang rendah sehingga investor dapat memperkirakan risiko investasinya.

² Maher Kooli and Jean-Marc Suret, 2001, “The Underpricing of Initial Public Offerings: Further Canadian Evidence”, Cirano Scientific Series, www.ssrn.com pp. 6.

Tabel 1
Underpricing di Beberapa Negara

Negara	Peneliti	Sample	Waktu	IR
Australia	Lee, Taylor & Walter	266	1976-89	11.9%
Brazil	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1979-90	78.5%
China	Datar & Mao	226	1990-96	388%
Finlandia	Keloharju	85	1984-92	9.6%
Hongkong	McGuinness, Zhao & Wu	334	1980-96	15.9%
India	Krishnamurti & Kumar	98	1992-93	35.3%
Jerman	Ljungqvist	170	1978-92	10.9%
Korea	Dhatt, Kim & Lim	347	1980-90	78.1%
Malaysia	Isa	132	1980-91	80.3%
Mexico	Aggarwal, Leal & Hernandez	37	1987-90	33%
Singapore	Lee, Taylor & Walter	128	1973-92	31.4%
Taiwan	Chen	168	1971-90	45%
Thailand	Wethyavivorn Koo-smith	32	1988-89	58.1%
Turkey	Kiyamaz	138	1990-95	13.6%
UK	Dimson, Levis	2133	1959-90	12%
USA	Ibbotson, Sindelar & Ritter	13308	1960-96	15.8%

Sumber: Jay Ritter, 1998, Initial Public Offerings, www.ssrn.com

Daljono (2000) berdasarkan data tahun 1990 - 1997 di BEJ menemukan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara reputasi penjamin emisi³ dengan *initial return*. Namun arah hubungan reputasi penjamin emisi dengan *initial return* adalah positif (berbeda dengan yang dihipotesakannya). Penelitiannya atas hubungan *financial leverage* dengan *initial return* mempunyai hubungan positif signifikan 5%. Sedangkan reputasi auditor⁴, umur perusahaan, persentase saham yang ditawarkan pada publik, profitabilitas perusahaan yang diwakili ROA, dan *solvability ratio*, terbukti tidak signifikan mempengaruhi *initial return*.

Donny Hermawan (2000), hasil penelitiannya menunjukkan bahwa selama tahun 1995 - 1998 saham perdana di BEJ mengalami rata-rata *underpricing* 8,52% dan signifikan saat pertama kali diperdagangkan. Hasil penelitiannya juga menunjukkan adanya hubungan negatif signifikan antara tingkat *underpricing* dengan tujuan perusahaan IPO untuk mengurangi hutang, go publik oleh perusahaan-perusahaan manufaktur, dan PER. Nilai emisi dan persentase yang ditawarkan pada publik mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Sedangkan *debt to*

³ Reputasi penjamin emisi merupakan variabel *dummy* yang diukur dengan memberi angka 1 pada penjamin emisi yang *prestigious* dan angka 0 pada yang tidak. Penentuan penjamin emisi *prestigious* menggunakan perankingan yang dilakukan majalah Uang & Efek No. 43 Desember 1997. Penjamin emisi yang masuk lima besar dengan nilai IPO diatas Rp 1,000,000,000,000, yaitu, Danareksa, Bahana, Makindo, Ficorinvest, Lippo Securities.

⁴ KAP merupakan variabel *dummy* yang diukur dengan memberi angka 1 untuk KAP yang bereputasi dan angka 0 pada yang tidak. Penentuan KAP bereputasi dilakukan berdasarkan jumlah klien dan jumlah aktiva klien. Berdasarkan perankingan KAP yang merupakan tiga besar adalah Prasetio Utomo, HTM, Hanadi Sujendro.

equity ratio, perusahaan yang IPO pada kondisi pasar *bullish*, dan umur perusahaan ternyata tidak terbukti mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpricing*.

Nasirwan (2000), dengan data tahun 1989 - 1996 di BEJ, menemukan bahwa perangkian reputasi penjamin emisi dengan ukuran Johnson Miller (3-0) dan ukuran Carter – Manaster (9-0) hasilnya lebih baik daripada dua kategori / *dummy variable* (1-0). Reputasi penjamin emisi dengan ukuran JM berhubungan positif signifikan dengan *initial return*.

Syukriy Abdullah (2000) dengan mengambil sample 50 perusahaan yang listing di BEJ antara 1995 - 2000, menemukan bahwa variabel besaran perusahaan, profitabilitas perusahaan (ROE), jenis industri manufaktur (*dummy*), dan persentase saham yang ditawarkan pada publik secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* di BEJ. Sedangkan ketika dilakukan pengujian parsial atau terpisah, hanya variabel jenis industri dan profitabilitas (ROE) yang berpengaruh signifikan masing-masing pada level 5% dan 10% terhadap *underpricing*. Arah variabel profitabilitas (ROE) menunjukkan hubungan negatif dengan *underpricing*. Hal ini berbeda dengan temuan Rufnialfian (1999), dimana hubungan profitabilitas dengan *underpricing* adalah positif. Sedangkan jenis industri manufaktur (*dummy*)⁵ mempunyai arah korelasi yang positif terhadap *underpricing*.

Imam Ghozali dan Mudrik Al Mansur (2002) berdasarkan data perusahaan yang IPO di BEJ pada tahun 1997 - 2000, mencoba menguji pengaruh variabel reputasi penjamin emisi⁶, persentase saham yang ditahan *founder*, skala perusahaan (total aktiva), umur perusahaan, *financial leverage* (*debt to asset ratio*), dan ROA, terhadap tingkat *underpricing*. Mereka berhasil membuktikan bahwa reputasi penjamin emisi, *financial leverage* signifikan pada level 10% dengan arah negatif mempengaruhi *underpricing*. ROA mempengaruhi *underpricing* dengan level signifikansi 5% dengan arah negatif. Sedangkan umur perusahaan, skala perusahaan, dan persentase saham yang ditahan, tidak terbukti signifikan mempengaruhi *underpricing*.

Rosyati dan Arifin Sebeni (2002) berdasarkan data tahun 1997 - 2000 di BEJ, dengan menggunakan variabel kondisi pasar (IHSG 30 hari sebelum IPO dikurangi IHSH saat IPO), umur perusahaan, reputasi auditor, dan reputasi penjamin emisi⁷ mencoba menguji pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap *underpricing*. Mereka menemukan bahwa reputasi penjamin emisi dan umur perusahaan mempengaruhi *underpricing* pada level signifikansi 5% dengan arah korelasi negatif. Mereka tidak berhasil mendukung hipotesisnya yang menyatakan bahwa reputasi auditor dan kondisi pasar yang tercermin dalam perbedaan angka IHSG mempunyai pengaruh signifikan terhadap *underpricing* di BEJ.

Aruna Wirjolukito (2003) dengan data perusahaan IPO di BEJ tahun 1993 - 2001, menyimpulkan bahwa fenomena *underpricing* berpeluang terjadi secara signifikan dan ternyata dalam rentang waktu pendek pasar juga masih menjamin terjadinya *underpricing*. Besar *underpricing* masih sangat dipengaruhi kondisi pasar dan faktor-faktor non-keuangan terutama PER market. Serta adanya kecenderungan penggantian auditor yang dinilai mempunyai reputasi baik ketika perusahaan akan IPO. Ia juga menemukan indikasi bahwa auditor dan penjamin emisi mempunyai hubungan komplementer.

⁵ Variabel jenis industri merupakan variabel *dummy* yang diukur dengan memberi angka 1 bagi industri non manufaktur dan angka 0 bagi industri manufaktur.

⁶ Reputasi penjamin emisi merupakan variabel *dummy* namun secara rinci tidak dijelaskan dasar penentuan *dummy* tersebut.

⁷ Reputasi auditor dan penjamin emisi merupakan variabel *dummy* dimana angka 0 diberikan pada auditor dan penjamin emisi yang *prestigious*, angka 1 pada yang tidak *prestigious*. Secara rinci mereka tidak menjelaskan dasar penetapan auditor dan penjamin emisi yang masuk kategori *prestigious* dan yang tidak.

Dwi Martani (2003) dengan data perusahaan yang IPO antara tahun 1990 - 2000 di BEJ, memasukkan variabel umur, regulasi, SBI, *return* pasar selama proses penawaran, jangka waktu penawaran sampai listing, industri keuangan, volume penawaran, *hot market*, dan penawaran pada publik, menemukan bahwa variabel regulasi, *return* pasar selama proses penawaran signifikan positif dengan *initial return* sebesar 18.9%. Sedangkan umur perusahaan signifikan negatif pada tingkat signifikansi 10%. Model alternatif yang lainnya dibuat dengan memasukkan variabel umur, regulasi, SBI, *return* selama masa penawaran, jangka waktu penawaran sampai listing ditambah kondisi pasar yang diwakili dengan variabel PER market, nilai IHSG saat IPO, hasilnya menunjukkan *initial return* sebesar 29.6%, dengan semua variabel signifikan pada tingkat signifikansi 5% kecuali umur dan jangka waktu penawaran sampai listing yang signifikan pada level 10%. Umur, SBI, dan PER market, mempunyai hubungan negatif dengan *initial return*. Regulasi, *return* selama masa penawaran, IHSG, dan jangka waktu penawaran listing, berpengaruh positif terhadap *IR*.

Misnen Ardiansyah (2003) dengan menggunakan data perusahaan yang IPO di BEJ selama tahun 1995 – 2000, membuktikan bahwa hanya variabel EPS berpengaruh secara signifikan 5% dengan arah negatif terhadap *initial return*. Hal ini berarti semakin tinggi EPS maka semakin kecil *return* yang diterima investor. Variabel lain seperti, ROA, *financial leverage*, ukuran penawaran (*proceeds*), pertumbuhan laba, *current ratio*, dan besaran perusahaan, tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil analisa regresinya tentang pengaruh variabel keuangan dan non-keuangan terhadap *initial return*, menunjukkan bahwa untuk variabel keuangan hanya EPS yang signifikan 5%. Untuk variabel non keuangan hanya kondisi perekonomian yang signifikan 5% dengan korelasi positif terhadap *initial return*.

Hipotesis Penelitian

Dalam penelitian ini akan diajukan dua pengujian utama terhadap fenomena *underpricing* yang terjadi di Indonesia pada kurun waktu 1994–2001. Pengujian yang dilakukan untuk melihat apakah fenomena *underpricing* memang terjadi pada kurun waktu tersebut dan berapa besar tingkat *underpricing*, apakah variabel bebas yang diduga mempengaruhi *underpricing* secara simultan pada kurun waktu tersebut dan secara parsial mempengaruhi *underpricing*. Berdasarkan sejumlah penelitian sebelumnya yang dilakukan untuk membuktikan terjadinya tingkat *underpricing* di BEJ, maka hipotesis yang akan diuji pada penelitian ini adalah:

Hipotesis 1a : Terjadi fenomena *underpricing* pada penawaran perdana saham 1994 - 2001 di BEJ.

Reputasi Penjamin Emisi

Reputasi penjamin emisi dapat dipakai sebagai sinyal untuk mengurangi tingkat ketidakpastian yang tidak dapat diungkapkan oleh informasi yang terdapat dalam prospektus dan memberi sinyal bahwa informasi privat dari emiten mengenai prospek perusahaan di masa datang tidak menyesatkan. Penelitian yang dilakukan di Indonesia oleh Imam Ghozali dan Mudrik Al Mansur (2002) membuktikan bahwa reputasi penjamin emisi signifikan mempengaruhi fenomena *underpricing* dengan arah koefisien korelasi negatif. Berarti semakin bagus reputasi penjamin emisi maka tingkat *underpricing* akan semakin kecil.

Hipotesis 2a : Terdapat hubungan negatif signifikan antara reputasi penjamin emisi dengan *underpricing*

Rata-Rata Kurs

Dalam riset ilmiah yang dilakukan IBAS Research – perusahaan riset swasta di Indonesia – menemukan bahwa kurs rupiah terhadap dollar AS, dan SBI merupakan *leading indicators* harga saham. Koefisien korelasi pergerakan kurs dollar AS terhadap

rupiah dengan IHSG tergolong besar, yaitu 0.67 dengan arah negatif, artinya pergerakan IHSG berbalik dengan pergerakan kurs. Beberapa penelitian yang memasukkan variabel moneter makro terhadap tingkat pengembalian saham, harga saham, dan IHSG (Manurung, 2002):

- Hermanto (1998) menyatakan bahwa nilai kurs dan jumlah uang beredar mempengaruhi tingkat pengembalian saham,
- Manurung (1996c) mengemukakan bahwa tingkat bunga, nilai tukar kurs dollar AS terhadap Rupiah, inflasi, dan perubahan jumlah uang secara signifikan mempengaruhi IHSG,
- Sakhowi (1999) menyatakan bahwa jumlah uang beredar dan perubahan nilai tukar Rupiah mempunyai pengaruh signifikan terhadap harga saham.

Selain itu kurs dapat menggambarkan keadaan pasar. Pergerakan kurs yang dinamis dapat diperdagangkan dan dari kegiatan tersebut ada keuntungan yang diperoleh sehingga kurs bisa dimasukkan dalam salah satu pilihan investasi.

Hipotesis 2b : Terdapat hubungan positif signifikan antara rata-rata kurs dengan *underpricing*

Skala / Ukuran Perusahaan

Aktiva merupakan tolak ukur besaran atau skala suatu perusahaan. Biasanya perusahaan besar mempunyai aktiva yang besar pula nilainya. Secara teoritis perusahaan yang lebih besar mempunyai kepastian (*certainty*) yang lebih besar daripada perusahaan kecil sehingga akan mengurangi tingkat ketidakpastian mengenai prospek perusahaan ke depan. Hal tersebut dapat membantu investor memprediksi risiko yang mungkin terjadi jika ia berinvestasi pada perusahaan itu.

Scherman (1992) menemukan variabel skala perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* tapi ia tidak menyatakan dengan jelas tentang arah dari pengaruh variabel ini⁸.

Hipotesis 2c : Terdapat hubungan negatif signifikan antara skala perusahaan dengan *underpricing*

Return on Equity (ROE)

Return on Equity merupakan sebuah rasio yang sering dipergunakan oleh pemegang saham untuk menilai kinerja perusahaan yang bersangkutan. ROE mengukur besarnya tingkat pengembalian modal dari perusahaan. Pertimbangan memasukkan variabel ROE karena profitabilitas perusahaan memberikan informasi kepada pihak luar mengenai efektifitas operasional perusahaan. Abdullah (2000) dalam penelitiannya memasukkan variabel profitabilitas perusahaan (ROE) dan besaran perusahaan (total aktiva) untuk tahun terakhir sebelum go publik, jenis industri (variabel *dummy* industri manufaktur dan non manufaktur), persentase saham yang ditawarkan pada publik. Hasilnya jenis industri signifikan 5% dengan arah positif terhadap *underpricing*. Sedangkan ROE signifikan 10% dengan arah negatif terhadap *underpricing*. Arah ROE yang berhubungan negatif dengan tingkat *underpricing*, mempunyai arti bahwa semakin tinggi profitabilitas maka semakin rendah *underpricing*.

Dalam penelitian ini, variabel profitabilitas yang diwakilkan dengan ROE diasumsikan sebagai ekspektasi investor atas dana yang ditanamkan pada perusahaan yang IPO. Semakin besar profitabilitas (ROE) maka investor akan tertarik membeli atau mencari saham perusahaan IPO tersebut karena berharap di kemudian hari akan mendapatkan pengembalian yang besar atas penyertaannya. Hal ini memungkinkan naiknya harga penawaran saham saat diperdagangkan di pasar sekunder yang disebabkan permintaan akan saham tersebut meningkat.

⁸ Syukriy Abdullah, *op. cit.*, hal. 73.

Hipotesis 2d : Terdapat hubungan positif signifikan antara ROE dengan *underpricing*.

Jenis Industri⁹

Jenis industri digunakan sebagai variabel independen untuk melihat apakah *underpricing* terjadi pada hampir semua jenis industri yang IPO atau hanya pada jenis industri tertentu saja. Variabel jenis industri mungkin saja mempengaruhi *underpricing* karena tiap industri memiliki risiko dan tingkat ketidakpastian berbeda sehingga dapat mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan berinvestasi. Risiko untuk setiap sektor industri berbeda karena adanya perbedaan karakteristik. Perbedaan risiko ini menyebabkan tingkat keuntungan yang diharapkan oleh investor untuk setiap sektor juga berbeda. Sehingga tingkat *underpricing* saham perdana untuk tiap sektor industri mungkin akan berbeda.

Jenis industri yang berisiko tinggi biasanya akan memberi kompensasi yang besar atas keberanian dan ekspektasi investor untuk berinvestasi (*higher return higher risk*). Penelitian Beatty & Ritter (1986) menyatakan bahwa harga saham perdana pada perusahaan yang lebih berisiko relatif lebih *underpriced* daripada perusahaan dengan risiko relatif rendah¹⁰.

Hiotesis 2e: Terdapat hubungan negatif signifikan antara jenis industri dengan *underpricing*

Pengukuran Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini, yang bertindak sebagai variabel terikat adalah *underpricing*. *Underpricing* diukur dengan *initial return* saham yaitu selisih harga penutupan hari pertama saham diperdagangkan di pasar sekunder dengan harga penawarannya dibagi dengan harga penawaran. Atau bila dirumuskan menjadi:

$$\text{Initial Return} = \frac{\text{CP-OP}}{\text{OP}} * 100\%$$

Dalam model, variabel terikat ini dinyatakan dengan notasi IR. Variabel bebas yang akan diuji dalam penelitian ini adalah reputasi penjamin emisi, rata-rata kurs, skala perusahaan, ROE, dan jenis industri. Tabel 2 menunjukkan definisi operasional dari variabel independent yang digunakan dalam model

Tabel 2
Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel	Deskripsi	Skala / Indikator
Reputasi Penjamin Emisi	Diukur dengan memberi nilai 1 untuk penjamin emisi yang masuk <i>top 10</i> dalam <i>20 most active brokerage house monthly JSX</i> berdasarkan total frekuensi perdagangan dan nilai 0 untuk penjamin emisi yang tidak masuk <i>top 10</i> .	Variabel <i>dummy</i>
Kurs	Rata-rata kurs satu bulan sebelum emiten IPO.	Rupiah
Skala Perusahaan	Total aktiva emiten setahun sebelum IPO.	Rupiah
ROE	Perbandingan antara <i>net income after tax</i> dengan <i>total equity</i> .	Persentase / rasio
Jenis Industri	Diukur dengan memberi nilai 1 untuk industri barang konsumen dan nilai 0 untuk yang bukan industri barang konsumen.	Variabel <i>dummy</i>

⁹ Jenis industri pada penelitian ini mengacu pada industri barang konsumen.

¹⁰ Donny Hermawan, *op. cit.*, hal 21.

Dalam penelitian ini *underpricing* yang diwakili dengan *initial return* yang diestimasi menggunakan *mean adjusted model* atau estimasi *initial return* secara sederhana akan dibandingkan dengan estimasi *initial return* yang menggunakan *market adjusted model*.

Mean adjusted model adalah suatu model estimasi yang tidak menggunakan indeks pasar saham dalam menghitung *return* saham tapi menggunakan *mean return* saham. Sedangkan *market adjusted model* adalah suatu model estimasi yang menggunakan pasar dalam menghitung *return* pasar dengan menggunakan indeks saham. Peneliti yang pernah menggunakan *market adjusted model* misalnya, Beatty (1989), Carter et al. (1998)¹¹.

Tujuan dari perbandingan estimasi ini hanyalah sebagai alternatif pengukuran saja dan untuk melihat apakah faktor-faktor yang diduga mempengaruhi *underpricing* akan tetap konsisten mempengaruhi *underpricing* jika diestimasi dengan *market adjusted model*.

Mean adjusted model dapat dihitung dengan rumus:

$$IR = \frac{CP - OP}{OP} * 100\%$$

Market adjusted model dihitung dengan rumus:

$$R = \frac{CP - OP}{OP} * 100\% - RIH$$

IR = *initial return*

CP = *closing price* / harga penutupan hari pertama saham diperdagangkan di pasar sekunder

OP = *offering price* / harga penawaran perdana

RIH = *return IHSG* pada saat perusahaan terdaftar sampai dengan sehari sebelum saham diperdagangkan.¹²

Data dan Metode Penelitian

Objek penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana di BEJ dari tahun 1994 – 2001. Data yang dipakai dalam penelitian ini adalah data sekunder dari perusahaan yang IPO di BEJ pada periode tersebut. Data sekunder tersebut berupa total asset emiten, reputasi penjamin emisi, ROE, rata-rata kurs, dan jenis industri perusahaan. Data-data tersebut didapat melalui:

1. Indonesian Capital Market Directory dari tahun 1994 – 2001
2. Monthly JSX dari tahun 1994 – 2001
3. Prospektus perusahaan dari tahun 1994 – 2001
4. CD data perdagangan saham harian dari tahun 1990 – 2001 yang dikeluarkan oleh PPA UGM.

Penelitian ini mengambil populasi perusahaan-perusahaan yang listing di BEJ dengan mengambil sampel perusahaan yang melakukan penawaran perdana antara tahun 1994 – 2001. Dengan kriteria sampel perusahaan yang menawarkan sahamnya dengan melakukan penawaran umum dan mencatatkan sahamnya. Lampiran 1 menunjukkan sample yang digunakan dalam penelitian ini.

¹¹ Nasirwan, 2000, "Reputasi Penjamin Emisi, Return Awal, Return 15 Hari Sesudah IPO dan Kinerja Perusahaan Satu Tahun Sesudah IPO di BEJ", "Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi III", hal. 592-593.

¹² Alasan mengapa RIH diukur dari saat perusahaan terdaftar sampai dengan sehari sebelum saham diperdagangkan adalah untuk menghindari efek dari perdagangan saham IPO di pasar sekunder.

Untuk menguji hipotesis pertama, digunakan analisa statistik deskriptif perbandingan rata-rata dengan *one sample t – test*. Pengujian dilakukan untuk melihat apakah rata-rata *initial return* secara signifikan berbeda dengan nol.

Analisa yang akan digunakan dalam metode ini untuk menguji hipotesis kedua adalah analisa regresi linier berganda dengan model seperti di bawah ini:

$$IR = a + b_1REPTF + b_2AVRKURS + b_3TA01 + b_4ROE01 + b_5INBK + e$$

IR	=	positif <i>initial return</i> sebagai variabel terikat yang menandakan adanya <i>underpricing</i> ,
a	=	konstanta,
b1 – b5	=	koefisien regresi dari setiap variabel bebas,
e	=	<i>rror term</i> ,
REPTF	=	reputasi penjamin emisi yang merupakan perangkingan dengan memberi nilai 1 untuk yang masuk <i>top ten</i> dan 0 untuk yang tidak masuk (variabel <i>dummy</i>),
AVRKURS	=	rata-rata kurs dalam satu bulan sebelum emiten IPO,
TA01	=	total aktiva emiten satu tahun sebelum IPO yang tertera dalam prospektusnya,
ROE01	=	besarnya profitabilitas yang diwakili dengan rasio ROE satu tahun sebelum emiten IPO,
INBK	=	merupakan variabel <i>dummy</i> yang membedakan industri barang konsumen dengan yang bukan industri barang konsumen.

Hasil Penelitian

Penelitian ini mengambil populasi perusahaan-perusahaan yang listing di BEJ dengan mengambil sampel perusahaan yang melakukan penawaran perdana antara tahun 1994 – 2001. Dari 174 perusahaan yang melakukan penawaran perdana pada periode tersebut, ada 6 perusahaan yang datanya tidak lengkap atau tidak memenuhi kriteria pengujian, ada 21 perusahaan yang mempunyai *initial return* negatif dan 16 perusahaan yang mempunyai *initial return* nol, sehingga hanya ada 131 perusahaan dengan *return* positif yang akan dijadikan sampel dalam penelitian ini.

Rata-rata *initial return* dengan sampel dari tahun 1994–2001 sebesar 38% dengan standar deviasi sebesar 63.5%. Selanjutnya dilakukan pengujian *one sample t – test* untuk melihat apakah nilai rata-rata *initial return* awal tersebut berbeda dengan nol.

Tabel 3
One Sample t – Test

	N	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig.(2-tailed)	Kesimpulan
IR	131	0.3801	0.6350	6.851	130	0.000	H0 Ditolak

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing

Untuk melihat apakah variabel bebas di atas mempengaruhi *underpricing* dapat diketahui dengan menggunakan uji F. Apabila nilai signifikan F lebih kecil dari derajat signifikansi ($\alpha = 5\%$), maka terjadi pengaruh semua variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat. Sedangkan apabila nilai signifikan F lebih besar dari derajat signifikansi ($\alpha = 5\%$), maka dapat dikatakan bahwa semua variabel bebas dalam model secara bersama-sama tidak mempengaruhi variabel terikat.

Dari hasil pemrosesan data dengan EViews, dapat dilihat di tabel signifikan F lebih kecil dari derajat signifikansi ($\alpha = 5\%$), sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel reputasi penjamin emisi, rata-rata kurs, skala perusahaan, ROE, jenis industri barang konsumen secara bersama-sama mempengaruhi tingkat *underpricing*.

Dari hasil regresi diperoleh *adjusted R-squared* sebesar 28.15%. Artinya, 28.15% fenomena *underpricing* dapat dijelaskan oleh variabel bebas dalam model ini, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain diluar variabel bebas dalam model ini.

Tabel 4
Hasil Analisa Regresi Linear Berganda

Variabel Bebas	Koefisien	T – stat	Sig – t
Konsatanta	-2.2036	-3.4178	0.0009
Reputasi penjamin emisi	-0.0349	-0.4344	0.6647
Rata-rata kurs	0.4463	5.6599	0.0000
Total aktiva	-0.0893	-2.3321	0.0213
ROE	0.1494	2.7928	0.0060
Jenis industri	-0.1869	-2.2949	0.0234
R – squared	0.3091		
Adjusted R – squared	0.2815		
F – stat	11.1879		
Sig – F	0.0000		
DW stat	2.1761		
Variabel terikat	IR		

Reputasi Penjamin Emisi

Variabel REPTF mempunyai sig. t sebesar 0.6647 yang berarti lebih besar dari derajat signifikansi ($\alpha = 5\%$) dan H0_{2a} diterima. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa penelitian ini tidak dapat menunjukkan pengaruh yang signifikan antara variabel REPTF dengan *underpricing*. Walaupun variabel reputasi penjamin emisi tidak signifikan dalam model ini, namun arah koefisiennya yang negatif dapat diartikan bahwa semakin penjamin emisi memiliki pengalaman dan reputasi yang baik maka saham yang dijaminannya menyebabkan tingkat *underpricing* akan semakin kecil. Arah negatif mendukung teori *underwriter reputation* yang dikemukakan Carter dan Manaster (1990),¹³.

Hasil yang didapat peneliti ini tidak konsisten dengan penelitian yang sebelumnya telah dilakukan Daljono (2000), Imam Ghozali & Mudrik Al Mansur (2002), Rosyati & Arifin Sebeni (2002) di Indonesia, dimana reputasi penjamin emisi secara signifikan mempengaruhi *underpricing*. Reputasi penjamin emisi dalam penelitian ini belum berhasil menunjukkan sinyal bahwa penjaminan efek yang dilakukan penjamin emisi bereputasi akan mengurangi risiko ketidakpastian.

Reputasi penjamin emisi yang tidak terbukti mempengaruhi *underpricing* dapat disebabkan oleh perbedaan pengambilan sampel, perbedaan perangkangan reputasi penjamin emisi yang dilakukan masing-masing peneliti mengingat di Indonesia belum ada lembaga resmi yang melakukan penilaian terhadap kinerja para perusahaan efek (penjamin emisi) secara berkala. Terlepas dari perbedaan pengambilan sampel dan cara perangkangan atas reputasi penjamin emisi, dari model ini dapat ditarik kesimpulan secara garis besar atas reputasi penjamin emisi bahwa investor di Indonesia pada kurun waktu 1994 – 2001 lebih mempertimbangkan faktor-faktor kuantitatif daripada kualitatif dalam pengambilan keputusan investasi.

Rata-Rata Kurs

Variabel AVRKURS (rata-rata kurs) mempunyai nilai sig. t sebesar 0.000 yang berarti lebih kecil dari derajat signifikansi ($\alpha = 5\%$). Penelitian ini dapat menunjukkan pengaruh yang signifikan antara variabel AVRKURS dengan *underpricing*. Arah koefisien positif yang menandakan bahwa hubungan AVRKURS dengan *underpricing*

¹³ Josef A. Schuster, op. cit., hal. 9.

searah, semakin nilai kurs di pasar tinggi atau menguntungkan dalam perdagangan valas maka *underpricing* akan semakin besar pula dan begitu sebaliknya.

Nilai kurs rupiah yang terdepresiasi terhadap dollar AS pada tahun 1997 – 1999 menjadi pertimbangan berarti bagi emiten dan penjamin emisinya dalam menetapkan harga penawaran saham. Ketika kondisi kurs rupiah melemah dan dollar AS meningkat maka ada kecenderungan investor untuk memilih tidak berinvestasi di pasar saham. Akibatnya pasar saham menjadi tidak terlalu diminati investor. Dengan kondisi seperti ini, emiten yang akan melakukan IPO dan penjamin emisinya akan cenderung memurahkan harga penawaran dengan harapan investor tertarik membeli. Atau dengan kata lain, pertimbangan atas nilai tukar rupiah terhadap dollar AS akan membantu penjamin emisi dan emiten dalam menetapkan harga penawaran saham perdana.

Skala Perusahaan

Variabel TA01 mempunyai sig. t sebesar 0.0213 yang berarti lebih kecil dari derajat signifikansi ($\alpha = 5\%$). Skala perusahaan terbukti mendukung teori *uncertainty of company value* yaitu ketidakpastian nilai perusahaan di masa datang akan membuat investor ragu-ragu menginvestasikan uangnya di saham emiten. Ketika investor membaca prospektus, menganalisa skala perusahaan atau total aktivasnya dan menilai bahwa total aktiva dapat dipergunakan untuk menambah penghasilan emiten dan mampu menutupi kewajibannya, maka risiko ketidakpastian di masa datang dapat diperkecil.

Total aktiva dalam penelitian ini berhasil membuktikan bahwa total aktiva mempengaruhi *underpricing* dimana pada penelitian Abdullah (2000) dan Imam Ghozali & Mudrik Al Mansur (2002) total aktiva tidak terbukti mempengaruhi *underpricing*.

Return on Equity

Variabel ROE01 mempunyai sig. t sebesar 0.0060 yang berarti lebih kecil dari derajat signifikansi ($\alpha = 5\%$). Penelitian ini dapat menunjukkan pengaruh yang signifikan antara variabel ROE01 dengan *underpricing* dilihat dari sisi investor melalui besarnya *initial return* yang didapatnya. Koefisien regresi parsial ROE01 adalah untuk mengukur perubahan rata-rata *underpricing* kalau variabel ROE berubah satu satuan (unit), dimana variabel bebas lainnya konstan. Arah koefisien positif menandakan bahwa hubungan ROE dengan *underpricing / initial return* searah. Berarti semakin besar ROE emiten maka *underpricing* yang ditandai dengan *initial return* akan meningkat.

ROE adalah rasio yang memberikan informasi pada para investor tentang seberapa besar tingkat pengembalian modal dari perusahaan yang berasal dari kinerja perusahaan menghasilkan laba. Semakin besar nilai ROE maka tingkat pengembalian yang diharapkan investor juga besar. Semakin besar nilai ROE maka perusahaan dianggap semakin menguntungkan oleh sebab itu investor kemungkinan akan mencari saham ini sehingga menyebabkan permintaan bertambah dan harga penawaran di pasar sekunder terdorong naik. Akibatnya *initial return* yang diperoleh investor menjadi besar.

Jenis Industri

Variabel INBK mempunyai sig. t 0.0234 yang berarti lebih kecil dari derajat signifikansi ($\alpha = 5\%$). Penelitian ini dapat menunjukkan pengaruh yang signifikan antara variabel INBK dengan *underpricing*. Koefisien regresi parsial INBK adalah untuk mengukur perubahan rata-rata *underpricing* kalau variabel INBK berubah satu satuan (unit), dimana variabel bebas lainnya konstan. Variabel industri barang konsumen dimasukkan untuk melihat apakah tingkat *underpricing* perusahaan dari industri barang konsumen berbeda dengan industri bukan barang konsumen. Arah koefisien negatif menandakan bahwa hubungan INBK dengan *underpricing* tidak searah. Perusahaan industri barang konsumen memiliki tingkat *underpricing* yang lebih kecil dibandingkan dengan industri lainnya. *Underpricing* yang kecil pada industri barang konsumen didukung dengan penelitian yang dilakukan Dwi Martani (2003) dimana industri barang

konsumen memberikan initial return yang paling kecil dari dua sektor industri manufaktur lainnya (aneka industri, industri dasar dan kimia).

Tabel 5
Hasil Regresi Linear Berganda dengan Variabel Terikat IR

Variabel Bebas	Mean Adjusted	Market Adjusted
ta	-2.2036	-2.1624
Reputasi Penjamin emisi	-0.0349	-0.0050
Rata-Rata Kurs	0.4463*	0.4443*
Total Aktiva	-0.0893*	-0.0929*
ROE	0.1494*	0.1729*
Jenis Industri	-0.1869*	-0.1593**
R2	0.3091	0.2948
Adjusted R2	0.2815	0.2666
F-stat	11.187	10.452
Sig-F	0.0000	0.0000
DW Stat	2.1761	2.1102
Jumlah sampel	131	131

* Signifikan 5%

** Signifikan 10%

Tabel di atas membandingkan estimasi *underpricing / initial return* yang menggunakan *mean adjusted model* dengan *market adjusted model*. Variabel bebas yang diduga mempengaruhi IR (*mean adjusted model*) tetap mempengaruhi IR (*market adjusted model*). Kekonsistenan ini menunjukkan bahwa dengan estimasi yang lain, variabel bebas yang diduga mempengaruhi IR ini tetap dapat dipergunakan untuk melihat pengaruhnya terhadap IR. Tapi ada sedikit perbedaan yaitu variabel jenis industri yang pada *mean adjusted model* signifikan pada level 5% mengalami perubahan menjadi signifikan pada level 10% pada *market adjusted model*.

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan secara empiris pengaruh beberapa variabel yang diduga mempengaruhi tingkat *underpricing* yang ditandai dengan adanya positif *initial return* yang terjadi di BEJ pada tahun 1994 – 2001. Sampel yang diolah pada penelitian ini adalah 131 emiten yang listing atau tercatat di BEJ dengan melakukan penawaran perdana atau IPO pada tahun 1994 – 2001 dan mempunyai *initial return* yang positif. Dalam penelitian ini ada lima variabel bebas, yaitu, reputasi penjamin emisi (kualitatif), rata-rata kurs (kuantitatif), skala perusahaan (kuantitatif), ROE (kuantitatif), dan jenis industri (kualitatif). Berdasarkan hasil analisa yang telah diuraikan pada bagian sebelumnya maka kesimpulan yang dapat diambil adalah:

1. Tingkat *underpricing* dalam penelitian ini cukup tinggi, yaitu 38%. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang pernah dilakukan di BEJ sebelumnya dan berhasil membuktikan H01 ditolak.
2. Secara simultan variabel bebas terbukti mempengaruhi variabel terikat *underpricing*. Dari hasil regresi diperoleh *adjusted R-squared* sebesar 28.15%. Artinya, 28.15% fenomena *underpricing* dapat dijelaskan oleh variabel bebas dalam model ini, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain diluar variabel bebas dalam model ini. Dari kelima variabel bebas yang diuji dalam model, hanya reputasi penjamin emisi yang tidak signifikan.
3. Keempat variabel bebas (rata-rata kurs, skala perusahaan, ROE, jenis industri) berhasil membuktikan bahwa secara parsial - dengan asumsi variabel bebas lain konstan - mempengaruhi *underpricing* dengan alasan yang telah dipaparkan di atas pada masing-masing variabel bebas. Sedangkan variabel reputasi penjamin emisi

ternyata tidak terbukti mempengaruhi *underpricing* dengan arah negatif secara parsial.

4. Emiten, penjamin emisi, dan investor sebagai pelaku pasar dalam membuat keputusan terbukti lebih memperhatikan informasi yang bersifat kuantitatif. Hal ini dinyatakan dengan signifikannya, kurs dengan arah positif, total aktiva dengan arah negatif, dan ROE dengan arah positif, pada tingkat signifikansi 5%.
5. Bukti empiris penelitian terdahulu menyebutkan bahwa kondisi perekonomian mempengaruhi kondisi di pasar sehingga *return* yang diperoleh juga ikut terpengaruh. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai kurs mempengaruhi emiten dan penjamin emisi dalam menetapkan harga penawaran perdana saham dan berimbas pula pada keputusan investor dalam berinvestasi.

Positif *initial return* adalah potensi kenaikan harga saham ketika listing di BEJ (pasar sekunder). Fenomena *underpricing* adalah hal yang menarik untuk diteliti karena berusaha menjawab teka-teki (*puzzle*) yang dapat menjelaskan terjadinya anomali IPO ini dan mengaitkannya dengan faktor-faktor yang diduga mempengaruhinya.

Keterbatasan dan Implikasi

1. Penelitian ini belum berhasil membuktikan pengaruh reputasi penjamin emisi terhadap *underpricing* maka untuk penelitian selanjutnya disarankan mencoba mencari perangsangan reputasi penjamin emisi dengan kriteria yang lebih obyektif.
2. Menguji kembali variabel-variabel bebas yang signifikan dalam *time frame* yang berbeda. Jika dalam *time frame* yang berbeda, variabel bebas tersebut tetap signifikan maka kesimpulan yang dapat ditarik adalah investor selalu memperhatikan variabel itu dalam pertimbangan keputusan investasinya, dan emiten dan penjamin emisi juga menjadikannya sebagai pertimbangan dalam penentuan harga penawaran saham perdananya.
3. Untuk penelitian selanjutnya dapat mencoba menggunakan variabel-variabel keuangan lainnya yang ada dalam prospektus yang kemungkinan mempengaruhi *initial return* atau *underpricing*, misalnya, EPS, PER, ROI, serta variabel-variabel yang mencerminkan kondisi ekonomi makro, misalnya, tingkat suku bunga bank, tingkat inflasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, Syukriy, 2000, "Fenomena Underpricing Dalam Penawaran Saham Perdana (IPO) dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya", *Jurnal Manajemen & Bisnis*, Vol. 3 No. 1, 65 – 83.
- Alwi, Iskandar Z., 2003, "*Pasar Modal Teori dan Aplikasi*", Yayasan Pancur Siwah, Jakarta.
- Ariani, Ria, 1983, "Penentuan Harga Saham Biasa Pada Pasar Perdana", "*Skripsi S1*", Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Ardiansyah, Misnen, 2003, "Pengaruh Variabel Keuangan Terhadap Return Awal dan Return 15 Hari Setelah IPO di Bursa Efek Jakarta", "*Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi VI*", 360 – 382.
- Cahyono, Jaka E., 2000, "*22 Strategi dan Teknik Meraih Untung di Bursa Saham*", Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Cahyono, Jaka E., 2002, "*Another 22 Strategi dan Teknik Meraih Untung di Bursa Saham: Investing in JSX Now? No, I'm Not That Fool*", Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Corwin, Shane A. and Paul Schultz, 2003, "The Role of IPO Underwriting Syndicates: Underpricing, Certification, and Information Production", Working paper, www.ssrn.com

- 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.
- Darmadji, Tjiptono dan Hendy M. Fakhruddin, 2001, “*Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab*”, Salemba Empat, Jakarta.
- Ghozali, Imam dan Mudrik Al Mansur, 2002, “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpriced di Bursa Efek Jakarta”, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 4. No. 1, 74 – 87.
- Gujarati, Damodar N., 2003, “*Basic Econometrics*”, 4th Eds., McGraw-Hill, New York.
- Gumanti, Tatang Ary, 2000, “Earnings Management Dalam Penawaran Saham Perdana Di Bursa Efek Jakarta”, “*Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi III*”, 124-149..
- Helwege, Jean and Nellie Liang, 2002, “Initial Public Offerings in Hot and Cold Market”, Working paper, www.ssrn.com
- Hermawan, Donny, 2000, “Fenomena Underpricing Pada Penawaran Umum Saham Baru (Studi Empiris Pada BEJ)”, “*Karya Akhir*”, Program Magister Manajemen Universitas Indonesia.
- Hidayat, Nuryana, 1993, “Strategi Penetapan Harga Penawaran Dalam Pemasaran Saham di Pasar Perdana, Studi Kasus Emisi Saham PT PDFCI”, “*Skripsi S1*”, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Johnston, Jack and John DiNardo, 1997, “*Econometric Methods*”, 4th Eds., McGraw-Hill, New York.
- Kooli, Maher and Jean-Marc Suret, 2001, “The Underpricing of Initial Public Offerings: Further Canadian Evidence”, Cirano Scientific Series, www.ssrn.com
- Kutsuna, Kenji and Richard Smith, 2000, “How IPO Pricing Method Affects Underpricing and Issue Cost: Evidence on Japan’s Change from Auction Method Pricing to Book-Building”, www.ssrn.com
- Kumala, Kartika, 1982, “Proses Penawaran Umum Saham Perseroan Terbatas Melalui Pasar Modal”, “*Skripsi S1*”, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Manurung, Adler, 2002, “Konsistensi Pemilihan Saham Dalam Pembentukan Portofolio Optimal di BEJ Oleh Manajer Investasi Dikaitkan dengan Variabel Rasio Empirik Kinerja Perusahaan”, “*Disertasi S3*”, Program Pascasarjana, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Mardiyah, Aida Ainul, 2003, “ Hubungan Withdrawn Initial Public Offerings (WIPO), Seasoned Equity Offerings (SEO), dan Earnings Management dengan Initial Return”, “*Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi VI*”, 659 – 680.
- Martani, Dwi, 2003, “Laporan Akhir Penelitian: Harga Penawaran, Return Saham Awal Dan Kinerja Jangka Panjang Perusahaan Go Publik di BEJ 1990-2000”, “*Unpublished Project Grant*”, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Mulyono, Sri, 2003, “*Statistika untuk Ekonomi*”, Edisi Revisi, Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Nasirwan, 2000, “Reputasi Penjamin Emisi, Return Awal, Return 15 Hari Sesudah IPO dan Kinerja Perusahaan Satu Tahun Sesudah IPO di BEJ”, “*Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi III*”, 573 – 598.
- Putra, Gatot Arya, 2000, “Tren IPO di Tahun 2000”, *Jurnal Pasar Modal*, No. 1 Th. XI; Januari 2000.
- Ritter, Jay R., 1998, “Initial Public Offerings”, *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2 No.1, 5 – 30, www.ssrn.com
- Rosyati dan Arifin Sebeni, 2002, “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham pada Perusahaan Go Publik di Bursa Efek Jakarta (Tahun 1997 – 2000)”, “*Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi V*”, 286 – 297.

- Santoso, Singgih, 2003, “SPSS Versi 10 Mengolah Data Statistik Secara Profesional”, Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Sembel, Roy, 2001, “IPO”, *Warta Ekonomi*, No. 45 Th. XIII; November 2001.
- Schuster, Josef A., 2002, “The Cross-Section of European IPO Returns”, www.wiso.uni-koeln.de/dgf/paper/85.pdf
- Su, Dongwei and Belton M. Fleisher, 1997, “An Empirical Investigation of Underpricing in Chinese IPO”, Working paper, www.ssrn.com
- Teoh, Hong Sie; Ivo Welch and T. J. Wong, 1998, “Earnings Management and The Long Run Market Performance of Initial Public Offerings”, *The Journal of Finance*, Vol. LIII No. 6, 1935-1974.
- Tjahya, Waldo Louis, 2001, “Analisis Korelasi Reputasi Perusahaan Penjamin Emisi terhadap Underpricing pada IPO”, “*Karya Akhir*”, Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Welch, Ivo dan Jay Ritter, 2002, “A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations”, Yale ICF Working Paper, No. 02 – 01, <http://papers.ssrn.com/abstract=296393>
- Wirjolukito, Aruna, 2003, “Faktor-Faktor Penentu Pemilihan Auditor dan Implikasi Skala Auditor Beserta Prediktor Lain Terhadap Imbal Hasil Awal Pada Proses Penawaran Umum Perdana: Studi Empiris Perusahaan Masuk Bursa di Bursa Efek Jakarta”, “*Disertasi S3*”, Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Lampiran 1 Proses Penentuan Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan yang <i>listing</i> di BEJ tahun 1989-2001	328
Perusahaan yang IPO dan <i>listing</i> di BEJ tahun 1994-2001	174
Sampel yang dikeluarkan karena datanya tidak lengkap	6
Sampel dikeluarkan karena $IR < 0$	21
Sampel dikeluarkan karena $IR = 0$	16
Jumlah sampel yang dipakai dalam penelitian	131

Lampiran 2 Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std.
IR	131	0.00	4.80	0.38	0.63
Reputasi penjamin emisi	131	0	1	0.49	0.50
Rata-rata kurs	131	7.65	9.33	8.27	0.67
Total aktiva	131	8.90	17.29	12.24	1.34
ROE	131	-4.44	0.77	0.14	0.48
Jenis industri	131	0	1	0.10	0.30

Lampiran 3 Correlation Matrix

	Reputasi penjamin emisi	Rata-rata kurs	Total aktiva	ROE	Jenis industri
Reputasi penjamin emisi	1	-0.1896	0.1909	-0.0342	-0.0179
Rata-rata kurs	-0.1896	1	-0.2624	-0.1794	-0.1117
Total aktiva	0.1909	-0.2624	1	0.2208	-0.0707
ROE	0.1909	-0.1794	0.2208	1	0.0858
Jenis industri	-0.0179	-0.1117	-0.0707	0.0858	1

Lampiran 4 Uji Normalitas

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std.	Skewness
IR	131	0.00	4.80	0.38	0.63	3.69
Reputasi penjamin emisi	131	0	1	0.49	0.50	0.05
Rata-rata kurs	131	7.65	9.33	8.27	0.67	0.52
Total aktiva	131	8.90	17.29	12.24	1.34	0.47
ROE	131	-4.44	0.77	0.14	0.48	-7.27
Jenis industri	131	0	1	0.10	0.30	2.71