

UNDERPRICING DAN FAKTOR - FAKTOR YANG MEMPENGARUHI

Sjahrudin dan Yusralaini

Jurusan Manajemen dan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Riau
Kampus Bina Widya Km 12,5 Simpang Baru – Pekanbaru

ABSTRAKSI

Many research about initial public offering or shortened by IPO conducted to explain the phenomenon IPO which oppose against the theory of market efficiency, which is initial return experiencing of underpricing. This article is written to add literature (in) the area by taking object of initial public offering research in Jakarta Stock Exchange for the period of 1993 – 1997. this study show the phenomenon underpricing is also happened in Stock Exchange Jakarta. These finding supports the finding of differ from various world comer.

Hereinafter, we form the model by including some factor which theoretically and also empirical standing a chance can explain the phenomenon. There are three factors taken that are mount the advantage, reputation of auditor and reputation of emission guarantor. Result of this study indicates that not all of three factors used in model significant statistically. We find that only the factor of reputation of emission guarantor is related to underpricing significantly, so also with the factor hereinafter, this study find the factor mount the advantage correlate to underpricing negatively and positive corresponding auditor reputation but not significant.

Kata kunci : Initial public offering and underpricing.

PENDAHULUAN

Pemahaman akan pasar perdana sangat penting tidak hanya bagi investor dan penjamin (*underwriter*) naum juga bagi para manajer keuangan (*financial manager*). Di samping itu pula, manajer keuangan suatu perusahaan yang sudah menjual sahamnya di bursa (*going public*) harus memahami fungsi daripada pasar perdana sebab banyak perusahaan yang beralih dari perusahaan non public menjadi perusahaan public (*going private*) dan kembali lagi menjadi perusahaan non public (*going private*).

Berkaitan dengan *going public*, ada suatu anggapan umum bahwa sebagian besar penjualan saham perdana atau *initial public offering* (IPO) mengalami underpricing. Hal ini juga diperkuat oleh banyak penelitian. Underpricing menyebabkan perusahaan yang akan menjual saham perdana (*initial public offering*) menjadi tidak bergairah, karena hasil dari penjualan saham perdana tidak mencerminkan nilai intrinsic saham yang bersangkutan. Selanjutnya pula, fenomena underpricing ini merupakan suatu tantangan terhadap teori efisiensi pasar yang menyebutkan bahwa pasar bersifat efisien terhadap informasi yang berkenaan dengan saham yang bersangkutan.

Penilaian harga saham perdana didasarkan sebahagian atas informasi keuangan dan akuntansi yang ada pada prospectus. Misalnya, asset bersih perusahaan setelah perusahaan menerbitkan saham dan catatan histories keuntungan di masa lampau akan menjadi parameter yang sangat penting bagi investor dalam rangka menaksir harga yang wajar suatu perusahaan yang akan menjual saham perdanannya di pasar. Selanjutnya penjelasan tentang mengapa perusahaan melakukan penjualan saham ke public, digunakan untuk apa dana yang diperoleh dari hasil penjualan saham, diskusi tentang prospek ekonomi di masa datang dan perkiraan-perkiraan tentang pendapatan dan dividen yang ada di dalam prospectus

memberikan informasi yang sangat berharga bagi investor potensial. Namun, pada saat yang sama banyak sekali ketidak pastian di dalam penentuan harga saham perdana akibat daripada kurangnya monitoring oleh bursa terhadap kinerja perusahaan sebelum go public dan juga risiko yang melekat yang berhubungan dengan perkembangan perusahaan yang demikian cepat.

Studi awal tentang IPO semata-mata ditujukan untuk menyelidiki potensi keuntungan yang bisa didapat oleh investor bila membeli saham pada pasar perdana. Hasil penelitian secara konsisten menunjukkan bahwa secara rata-rata , IPO memberikan return yang positif secara signifikan dalam jangka pendek dan pada umumnya dipercaya bahwa hal ini terjadi akibat daripada terjadinya underpricing saham-saham perdana yang dilakukan oleh penjamin. Banyak studi yang melihat implikasinya terhadap teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Kesimpulan umum yang diperoleh adalah konsisten dengan EMH, harga menyesuaikan dengan cepat terhadap underpricing, dan investor yang membeli saham yang baru terbit di pasar sekunder (misalnya, satu minggu atau satu bulan setelah pasar perdana) tidak mendapatkan return diatas normal (*excess return*).

Penelitian yang lebih baru (Beatty dan Ritter, (Ritter), (Rock) meneliti lebih dalam lagi tidak hanya sebatas bukti-bukti underpricing, akan tetapi mencoba mendapatkan jawaban dan memberikan suatu argumentasi teoritis yang menjelaskan underpricing dari sudut informasi asimetri diantara pedagang. Investor (pedagang) pada IPO sudah mendapat informasi sebelumnya (*ex ante*) tentang harga pasar ekuilibrium atau tidak mendapatkan informasi sebelumnya. Jika IPO underpricing, investor yang sudah mendapat informasi akan membeli saham perdana, menyebabkan penerbitan saham baru tersebut kemungkinan besar akan mendapat pelanggan yang berlebihan (*oversubscribed*) sehingga dibutuhkan pengalokasian atau penjatahan saham. Pedagang yang tidak mendapatkan informasi sebelumnya akan mendapatkan penjatahan sesuai yang mereka pesan.

Sebaliknya jika penerbitan saham mengalami *overpriced*, investor yang memiliki informasi akan menghindari pembelian saham menyebabkan hanya investor yang tidak memiliki informasi yang melakukan pemesanan saham. Rata-rata underpricing yang dialami saham perdana (IPO) dianggap sebagai kompensasi bagi investor yang tidak memiliki informasi dalam rangka merayu mereka untuk tetap berpartisipasi di dalam pasar perdana.

Dalam penelitian ini tidak hanya besarnya underpricing yang akan diselidiki namun yang lebih penting lagi akan dicari penyebab-penyebabnya berdasarkan teori-teori yang ada maupun studi-studi empiris yang sudah dilakukan di banyak Negara, baik Negara maju seperti Amerika Serikat, Inggris, Perancis, Jerman, Jepang maupun Negara berkembang seperti Malaysia, Taiwan, Thailand, Philipina dan seterusnya.

REVIEW LITERATUR DAN HIPOTESIS

Review Literatur

Secara internasional terbukti bahwa IPO mengalami underpricing dalam jangka pendek namun dalam jangka panjang sebagian IPO mengalami underpricing dan sebagian lagi overpricing. Sebagian besar penelitian tentang IPO dilakukan di pasar modal Negara-negara maju seperti di Amerika Serikat dan Eropah. Ibbotson dan Jaffe (1975) menemukan bahwa rata-rata initial return yang diperoleh investor yang berpartisipasi pada pasar perdana sebesar 16,83%. Ritter (1991) melaporkan rata-rata initial returns sebesar 14.32%, dan Ibbotson, Sindelar, dan Ritter (1994) menjumpai rata-rata initial returns sebesar 15.30%. ketiga penelitian ini dilakukan di Amerika Serikat.

Penelitian di Negara-negara maju lainnya di Eropah ditemukan juga bahwa pasar perdana (IPO)

mengalami underpricing. Husson dan Jacquillat (1990) menemukan bahwa rata-rata initial returns 4.0% di Perancis. Levis (1993) melaporkan rata-rata initial returns 14.3% di Inggris. Kunz dan Aggarwal (1994) menemukan rata-rata initial returns 35.8% di Switzerland. Kooli dan Suret (2001) melaporkan IPOs mengalami underpricing secara signifikan bila dibandingkan dengan perusahaan yang melakukan penerbitan lanjutan (*seasoned equity offering*) yang mempunyai kapitalisasi pasar yang sama untuk sample 445 IPOs yang terjadi antara Januari 1991 dan Desember 1998. sebagai perbandingan, kajian-kajian di Negara-negara berkembang (*emerging market*) menunjukkan bahwa IPO mengalami underpricing yang lebih besar lagi. Dawson (1987) melaporkan bahwa rata-rata initial returns 13.80% di Hongkong, 39.4% di Singapore dan 166.67% di Malaysia. Di Dhile, rata-rata initial return 16.3% seperti dialporkan oleh Aggarwal dkk (1993). Myers dan Paudyal (1996) meneliti initial return dan kinerja jangka panjang saham perusahaan-perusahaan yang diprivatisasi dan perusahaan-perusahaan swasta di Inggris. IPO perusahaan-perusahaan yang di privatisasi memberikan underpricing yang signifikan yaitu 38.7%, sementara untuk perusahaan swasta hanya 3.4%. Paudyal et al. (1998) melakukan studi terhadap IPO di Malaysia. Mereka menemukan bahwa IPO perusahaan yang di privatisasi mengalami underpricing yang jauh lebih besar disbanding perusahaan swasta.

Dari kajian-kajian terdahulu terhadap fenomena IPO baik yang dilakukan di Negara-negara maju seperti Amerika Serikat, Inggris, Perancis, Jepang maupun di Negara-negara berkembang dapat ditarik suatu kesimpulan bahwa dalam jangka pendek IPO mengalami underpricing. Hal ini merupakan fenomena menarik karena dapat dijadikan bahan bagi investor untuk berpartisipasi di pasar perdana karena memberikan tingkat return yang cukup besar.

Hipotesis

Dari kerangka penelitian tersebut diatas, berikut ini diturunkan beberapa hipotesis yang akan diuji untuk melihat seberapa baik model yang dibentuk dan sejauhmana tingkat signifikansi dari pada masing-masing variable yang dipilih.

H1 : Saham perdana yang diterbitkan perusahaan mengalami underpricing.

H2 : Tingkat Keuntungan mempunyai mempunyai hubungan negatif dengan underpricing.

H3/4 : Reputasi auditor dan Penjamin emisi mempunyai hubungan positif dengan underpricing.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Dengan demikian sample yang diambil adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1994 sampai dengan 1997 di Bursa Efek Jakarta. Penarikan sample dilakukan dengan sensus sebab semua perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1993-1997 dijadikan sample. Dari penarikan sample tersebut diperoleh sebanyak 125 perusahaan yang melakukan IPO. Dari 125 sampel tersebut akan dipilih sedemikian rupa sehingga diperoleh suatu sample yang memenuhi semua criteria yang diperlukan terutama yang berhubungan dengan kelengkapan data untuk analisis. Sample akhir yang diolah berjumlah 96 perusahaan.

Analisis data digunakan dua langkah. Langkah pertama dilakukan analisis untuk menentukan apakah terjadi *underpricing* pada IPO. Langkah kedua untuk melihat factor-faktor yang dapat menerangkan akan fenomena underpricing tersebut. Untuk melihat terjadinya underpricing, pertama-tama harus dihitung terlebih dahulu initial return saham ke I didefinisikan sebagai prosentase return dari harga saham perdana sampai pada harga hari pertama saham diperdagangkan di pasar sekunder. Rumus

untuk menghitungnya adalah sebagai berikut:

$$r_{i1} = \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{i0}} \times 100\%$$

dimana P_{i1} adalah harga pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder untuk saham ke I sedangkan P_{i0} adalah harga saham perdana. Bila jarak waktu antara harga penentuan harga IPO dengan hari pertama perdagangan memakan waktu yang panjang misalnya lebih dari satu bulan maka diperlukan penyesuaian dengan pergerakan pasar dalam hal ini missal return indek komposit. Namun disini harga tidak perlu disesuaikan dengan pergerakan pasar karena jarak antara penentuan harga perdana sampai dengan hari pertama perdagangan sangat singkat untuk pasar keuangan Indonesia. Underpricing ditentukan apabila hasil dari perhitungan rumus di atas menunjukkan hasil negative sedangkan bila hasilnya positif maka tidak terjadi underpricing melainkan overpricing. Untuk menguji apakah secara statistic terjadi underpricing untuk IPO yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta maka digunakan uji statistic t test.

Selanjutnya langkah kedua adalah memeriksa factor-faktor apa saja yang bertanggung jawab terhadap variabelitas initial return. Di dalam langkah kedua ini dilakukan analisis multivariate dengan cara membuat moder regresi berganda. Factor-faktor yang berdasarkan teori ataupun kajian empiris diregresikan dengan initial return/underpricing. Variable dependen yang digunakan pada penelitian ini adalah variable underpricing atau *initial return* (IR). Variable independent terdiri dari Tingkat Keuntungan (PROF) yaitu Laba yang diukur dengan ROA sebelum melakukan penawaran, Auditor (AUD) yaitu variable dummy sama dengan 1 bila auditor mempunyai reputasi baik dan 0 bila tidak, dan penjamin (UWR) yaitu juga variable dummy sama dengan 1 bila penjamin mempunyai reputasi baik dan 0 bila tidak.

Adapun model yang dibentuk adalah sebagai berikut:

$$IR_i = a_i - \beta_1 PROF_i + \beta_2 AUD_i + \beta_3 UWR_i + \epsilon_i$$

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Untuk periode 1993 sampai dengan 1997, dari sample 125 perusahaan yang menerbitkan saham (*initial public offering*), sebanyak 99 perusahaan yang memberikan return positif kepada investor di hari pertama perdagangan. Besarnya tingkat return berkisar antara 0.45% sampai 200%. Sebanyak 14 perusahaan memberikan return negative yang berkisar antara -25.64% sampai -3.91%. sebanyak 12 perusahaan lainnya tidak memberikan return sama sekali kepada investor, sebab return awalnya sebesar 0%.

Rata-rata tingkat return awal di Bursa Efek Jakarta adalah sebesar 12.12%, simpangan baku sebesar 23.07% dengan nilai minimum -25.64% dan nilai maksimum 200%. Hasil ini terjadi dengan nilai t-statistik sebesar 5.873 dan signifikan pada 1%. Hal ini menyatakan bahwa rata-rata return awal secara nyata berbeda dengan nol. Engan demikian, dapat dikatakan bahwa fenomena underpricing terjadi di Bursa Efek Jakarta untuk periode 1993 sampai 1997.

Penelitian yang dilakukan oleh Dawson dan Hiraki (1985) di Jepang dengan menggunakan sample 106 perusahaan yang menerbitkan saham baru pada periode 1979 hingga 1984 menunjukkan bahwa return awal adalah sebesar 51.90%. hal ini tidak berbeda jauh dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Pettway dan Kaneko (1997) pada 147 perusahaan yang melakukan penerbitan saham di Jepang untuk

periode 1981 hingga 1993 dengan rata-rata return sebesar 49.50%.

Selanjutnya, Hamao et al. (2000) melakukan kajian atas 456 penerbitan awal saham baru untuk periode 1989 hingga 1995 mendapati bahwa return awal yang jauh lebih rendah daripada hasil kajian yang dilakukan Dawson dan Hiraki (1985) dan Pettway dan Kaneko (1997) yaitu sebesar 15.70%. kemudian, Beckman et al. (2001) juga melakukan kajian atas 216 penerbitan saham baru untuk periode 1980 hingga 1998, mereka menemukan return awal yang lebih kecil daripada kajian Dawson dan Hiraki (1985) dan Pettway dan Kaneko (1997), tetapi lebih besar daripada hasil kajian Hamao et al. (2000) yaitu sebesar 31.50%.

Di Jerman, Uhler menemukan return sebesar 21.50% atas kajian 97 penawaran awal untuk periode 1977 hingga 1987 dan Ljungqvist (1997) yang melakukan kajian terhadap 180 penawaran awal untuk periode 1970 hingga 1993 mendapatkan return awal sebesar 9.20%. di Kanada Jog dan Riding (1987) melakukan kajian atas 100 penawaran awal untuk periode 1971 hingga 1983 menemukan return awal sebesar 11%. Selanjutnya Kooli dan Suret (2004) juga melakukan penelitian di Kanada menemukan bahwa return awal adalah sebesar 20.57% atas 445 penawaran awal untuk periode 1991 hingga 1998.

Penelitian di Negara sedang berkembang seperti India yang dilakukan oleh Singh dan Mittal (2003 atas 500 penawaran awal untuk periode 1992 hingga 1996 mendapati return awal sebanyak 83.22%. di Filipina, Sullivan dan Unite (2001) melakukan penelitian pada 104 penawaran awal untuk periode 1987 hingga 1997 menemukan return awal 22.70%. selanjutnya di Thailand, Wetyavivorn dan Koo-Smith (1991) melakukan kajian terhadap 32 penawaran awal untuk periode 1988 hingga 1989 menemukan return awal sebesar 58.10%. kemudian di Singapore, Koh dan Walter (1989) meneliti 66 penawaran awal untuk periode 1973 hingga 1987 menemukan return awal sebesar 27.20% dan Lee et al. (1996b) melakukan penelitian terhadap 128 penawaran awal untuk periode 1973 hingga 1992 menemukan return awal sebesar 31.39%. di Malaysia, Isa (1993) meneliti 132 penawaran awal untuk periode 1980 hingga 1991 menemukan return awal sebesar 80.30%. Yong (1997) meneliti 224 penawaran awal untuk periode 1990 hingga 1994 menemukan return awal sebesar 75.03% dan di Indonesia Hanafi (1998) menemukan return awal sebesar 15.15% untuk 106 penawaran awal pada periode 1989 hingga 1994.

Dari berbagai kajian yang telah dilakukan orang di beberapa Negara maju maupun Negara sedang berkembang ternyata fenomena *underpricing* memang terjadi di Bursa Efek masing-masing Negara. Hanya saja besaran *underpricing* tersebut yang berbeda-beda untuk masing-masing Negara tersebut, tergantung pada periode penelitian dan besarnya sample yang digunakan pada penelitian tersebut. Selain itu ada kecenderungan bahwa return awal untuk penerbitan saham baru pada akhir tahun 1980an lebih tinggi daripada return awal penerbitan saham baru pada periode akhir 1990an.

Sebelum data diproses lebih lanjut dalam bentuk regresi linear maka dilakukan uji diagnostic terhadap 99 sampel dimana terjadi *underpricing*. Adapun uji diagnostic yang dilakukan terdiri dari uji normalitas, uji multikoloniaritas, uji homoskedastisitas dan uji outlier. Hasilnya menunjukkan hanya 96 sampel saja yang layak dimasukkan kedalam analisis regresi. Table 3 memberikan gambaran statistic deskriptif dari semua variable yang diolah.

Tabel 1 : Hasil Statistik Variabel Penawaran awal pada Bursa Efek Jakarta untuk Periode 1993 – 1997

Variabel	Sampel	Rata-rata	S. Deviasi	Minimum	Maksimum
Return awal	96	.142	.131	.005	.535
Keuntungan	96	5.632	4.353	.170	24.710

Auditor	96	.875	.332	.000	1.000
Penjamin	96	.344	.477	.000	1.000

Hasil analisis model regresi atas sample yang digunakan dalam penelitian ini menunjukkan nilai F-statistic adalah 2.876 dengan tingkat signifikansi sebesar .009. Ini menunjukkan bahwa model yang dibentuk secara keseluruhan cukup baik karena paling tidak ada variable independent yang secara nyata tidak sama dengan nol. Selanjutnya, hasil regresi juga mendapat nilai $R^2 = 0,186$ dan Adjusted $R^2 = 0,121$. Angka ini relatif rendah yang mempunyai makna bahwa model yang dibentuk hanya mampu menjelaskan variabelitas variabel dependen sebesar 18% saja.

Selanjutnya variable tingkat laba $t = 0,35$ (tidak signifikan), auditor $t = 0,32$ (tidak signifikan) dan penjamin $t = 1,66$ (signifikan pada 10%).

Hasil pengujian diatas menunjukkan bahwa tidak semua hipotesis yang dibentuk disokong oleh data. Dari empat hipotesis yang dibentuk hanya dua hipotesis saja yang didukung oleh data yaitu hipotesis pertama mengenai underpricing dan hipotesis ke empat (reputasi penjamin). Hipotesis ke dua (tingkat keuntungan) dan hipotesis ke tiga (reputasi auditor) tidak didukung oleh data.

Underpricing.

Hipotesis pertama menjawab pertanyaan apakah fenomena underpricing masih terjadi di pasar perdana di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa return awal bagi saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta untuk periode 1993 hingga 1997 memberikan return rata-rata sebesar 12,12% dengan simpangan baku 23,07%. Hasil ini terjadi dengan t-statistik sebesar 5,873 dan tingkat signifikansi 1%. Hal ini berarti return awal secara nyata tidak sama dengan nol. Ini menunjukkan bahwa fenomena *underpricing* masih terwujud di Bursa Efek Jakarta untuk periode 1993 hingga 1997.

Return awal pada penelitian ini menunjukkan hasil yang lebih besar daripada hasil kajian yang dilakukan oleh Aussenegg (2003) di Austria untuk periode 1984 hingga 2002. Jog dan Riding (1987), Jog dan Srivastava (1993), dan Kryzakowski dan Rakita (2002) di Finlandia, Keloharju (1993), Westerholm (2002), Chahine (2002), Derrien dan Womack (2003). Husson dan Jacquillat (1989), Leleux dan Muzyka (1993), dan Palliard dan Belletante (1992) di Perancis, Eijgenhuijsen dan Buijs (1993), Liungqvist et al. (2003) dan Wessels (1989) di Belanda. Hasil kajian ini juga lebih besar daripada hasil kajian yang dilakukan oleh Aggarwal et al. (1993), Celis dan Maturana (1998) di Chile, Almeida dan Duque (2000) dan Otero (2003) di Spanyol.

Namun demikian, hasil kajian ini tidak jauh berbeda dengan hasil kajian yang dilakukan oleh Lee et al. (1996a) di Australia, Emilsen et al. (2000) di Norway dari kumpulan Negara maju, Kandel et al. (1999) dan Amihud et al. (2003) di Israel. Juga lebih kecil dari hasil kajian yang dilakukan oleh Hanafi (1998) atas 106 penawaran awal di Bursa Efek Jakarta yang mendapat hasil return awal sebesar 15,15%.

Hal ini disebabkan oleh beberapa kemungkinan 1) adanya campur tangan pemerintah dalam bursa efek, 2) keadaan pasar modal Indonesia dalam keadaan booming pada sekitar tahun 1989 dan 1990 dengan jumlah perusahaan yang melakukan penerbitan saham baru mencapai 67 perusahaan. Ini konsisten dengan fenomena underpricing yang terjadi di Negara-negara tetangga dimana underpricing di tahun 1990an lebih rendah disbanding dengan underpricing pada akhir tahun 1980an.

Tingkat Keuntungan

Analisis ini menunjukkan hubungan antara perkiraan tingkat laba dengan underpricing. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perkiraan tingkat laba perusahaan sebelum penerbitan saham yang dinyatakan dalam ROA tidak mempunyai hubungan nyata dengan underpricing. Hasil ini tidak mendukung temuan Kim et al. (2003) yang menemukan adanya hubungan negative signifikan antara kedua variable.

Tidak adanya hubungan tersebut mungkin disebabkan investor sudah mengira bahwa laporan keuangan perusahaan yang menerbitkan saham baru kurang menunjukkan kinerja yang sebenarnya. Oleh sebab itu para investor tidak lagi memperhatikan ROA yang tercantum pada prospectus dalam menentukan pembelian saham perusahaan. Para investor mungkin lebih memperhatikan ROA perusahaan beberapa tahun sebelum perusahaan melakukan penjualan saham perdana. Sagir (1994) menyebutkan bahwa hawal saham yang ditawarkan oleh perusahaan harus didasarkan kepada laporan rugi laba (*income statement*) dan neraca (*balance sheet*) yang terperinci dan benar untuk periode minimum tiga tahun, agar setiap calon investor saham perdana bisa percaya dan tidak merasa tertipu.

Reputasi Auditor.

Analisis ini membahas beda antara auditor yang mempunyai reputasi tinggi dengan auditor yang mempunyai reputasi rendah terhadap underpricing. Penelitian ini menunjukkan tidak adanya hubungan yang nyata antara reputasi auditor dengan underpricing.

Hasil ini memperkuat hasil sebelumnya yang menemukan bahwa investor kurang memperhatikan laporan keuangan perusahaan yang dipercaya tidak menunjukkan kinerja yang baik, walaupun laporan keuangan itu diaudit oleh auditor yang mempunyai reputasi tinggi/rendah. Mahmud (1996) menyebutkan bahwa auditor tidak bisa memberikan informasi perkembangan aktivitas perusahaan secara objektif dan lengkap, dan tidak bisa memberi nilai wajar pada laporan keuangan perusahaan. Oleh sebab itu, auditor memfokuskan perhatiannya kepada kepentingan klien bukan pada kepentingan investor. Selain itu laporan keuangan menunjukkan informasi yang tidak relevan dan tidak bisa dibandingkan untuk pembuatan keputusan para penggunanya (Sutikno & Sabeni, 2000).

Reputasi Penjamin Emisi.

Analisis ini membahas beda penjamin emisi yang mempunyai reputasi tinggi dan reputasi rendah terhadap *underpricing*. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh reputasi penjamin emisi dengan *underpricing*. Hasil perhitungan statistic menunjukkan perbedaan antara penjamin emisi yang mempunyai reputasi tinggi dengan yang rendah adalah 5%. Hasil penelitian menunjukkan rata-rata return awal yang dijamin oleh penjamin emisi yang mempunyai reputasi tinggi adalah 17,61% sedangkan yang dijamin oleh penjamin emisi yang mempunyai reputasi rendah hanya 12,41%.

KESIMPULAN

Penelitian ini mengkaji penerbitan saham baru yang dicatikan di Bursa Efek Jakarta untuk priode 1993 hingga 1997. hasil penelitian menunjukkan bahwa fenomena underpricing masih terjadi pada penawaran saham perdana dengan rata-rata return awal sebesar 12,1% (signifikan pada tahap 1%). Factor yang diperkirakan mempengaruhi underpricing adalah tingkat keuntungan, auditor dan penjamin emisi. Dari tiga factor itu, hanya satu faktor yang didukung oleh data, sedangkan yang lainnya tidak. Factor yang didukung oleh data ialah: 1) penjamin emisi (signifikan p,.10).

Dalam kajian ini tidak diperoleh bukti empiris yang menunjukkan bahwa tingkat keuntungan mempengaruhi return awal seperti yang ditemukan oleh Kim et al. (1993), di Korea. Hasil kajian ini

juga tidak memperoleh bukti yang menunjukkan bahwa auditor yang professional bisa digunakan sebagai isyarat terhadap kualitas perusahaan penerbit saham, dan mengurangi ketidak-pastian harga saham baru, seperti kajian yang dibuat oleh Holland dan Horton, 1993; Hughes et al., 1991; Leland dan Pyle, 1977. Hal ini mungkin karena investor tidak percaya terhadap laporan keuangan perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana, walaupun laporan keuangan itu sudah diaudit oleh auditor yang mempunyai reputasi tinggi.

DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, R., Leal, R., & Hernandez, L. (1993). The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America, *Financial Management*, 22, 42-53.
- Aggarwal, R., & Rivoli, P. (1990). Fads in the initial public offering market? *Financial Management*, 19, 45-57.
- Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signalling by underpricing in the IPO market, *Journal of Financial Economics*, 23, 303 – 323.
- Almeida, M., & Duque, J. (2000). *Ownership structure and initial public offerings in small economics: The case of Portugal*, Universidade Technica de Lisboa, *Unpublished working paper*.
- Amihud, Y., Hauser, S., & Kirsh, A. (2003). Allocations, adverse selection, and cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange, *Journal of Financial Economics*, 68, 137-158.
- Ansotegui, O. C., & Fabregat, J. F. (2000). Initial public offerings on the Spanish Stock Exchange, ESADE, *Unpublished working paper*.
- Aussenegg, W. (2000). *Short and long run performance of IPOs in the Austrian Stock Market*, Vienna Institute of Technology, *Unpublished working paper*.
- Baron, D. P. (1982). A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues, *Journal of Finance*, Vol. XXLVII, 955 – 976.
- Barry, C. B., & Jennings, R. H. (1993). The opening price performance of initial public offerings of common stock, *Financial Management*, Spring, 54-63.
- Barry, C. B., & Brown, S. (1984). Differential information and the small firm effect, *Journal of Financial Economic*, 13, 283-294.
- Beatty, R. (1989). Auditor reputation and the pricing of initial public offerings, *The Accounting Review*, 64(4), 693-707.
- Beatty, R., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, 15, 213-232.
- Beckman, J., Garner, J., Marshall, B., & Okamura, H. (2001). The influence of underwriter reputation, keiretsu affiliation, and financial health on the underpricing of Japanese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, 513-534.
- Benveniste, L. M., & Spindt, P. A. (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, 24, 343 – 362.
- Canina, L. (1996). Initial public offerings in the hospitality industry – underpricing and overperformance, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 18-28.
- Celis, C., & Maturana, G. (1998). Initial public offerings in Chile, *Revista Abante*, 1, 7-31.
- Dawson, S. (1987). Secondary stock market performance of initial public offerings, Hong Kong, Singapore, and Malaysia: 1978-1984, *Journal of Business Finance & Accounting*, 14(1), 65-76.
- Dawson, S. M., & Hiraki, T. (1985). Selling unseasoned new shares in Hong Kong and Japan: A test of primary market efficiency and underpricing, Hong Kong, *Journal of Business Management*.
- Gujarati, D. (1999). *Essentials of econometrics*, McGraw Hill International Editions.
- Grinblatt, M., & Hwang, C.Y. (1989). Signalling and the pricing of new issues, *Journal of Finance*,

Vol. XLIV, 393–420.

- Hair, J. F., Anderson R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (1998). *Multivariate data analysis*, Prentice Hall. New Jersey.
- Hamao, Y., Packer, F., & Ritter, J. (2000). Institutional affiliation and the role of venture capital; Evidence from initial public offerings in Japan, *Pacific-Basin Finance Journal*, 8, 529-558.
- Hameed, A., & Lim, G. H. (1998). Underpricing and firm quality in initial public offerings: Evidence from Singapore, *Journal of Business Finance and Accounting*, 25, 455-468.
- Hanafi, M., & Husnan, S. (1991). Prilaku harga saham dipasar perdana: Pengamatan di Bursa Efek Jakarta selama 1990, *Manajemen Usahawan Indonesia*, No.11 TH XX, 12-15
- Hanafi, M. (1998). Efisiensi emisi saham baru di Bursa Efek Jakarta (1989-1994), *Kelola-Gadiah Mada University Business Review*, No.17, 88 – 106.
- Husnan, S. (1994). The first issues market: Comparison on the two different period in the Indonesian market, *Paper Presented on The Sixth PACAP Conference*, July.
- Husnan, S. (1991a). Effisiensi pasar modal Indonesia, *Jurnal Ekonomi Keuangan Indonesia*. 4, 16-39.
- Husnan, S. (1991b). Pasar modal Indonesia makin efisienkah? Pengamatan selama tahun 1990, *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, No.6 TH XX.
- Husnan, S., Harnanto, M., Basuki, H., & Sartono, A. (1992). Penelitian harga saham di pasar perdana pasar modal Indonesia, *PAU Studi Ekonomi Universitas Gajah Mada*.
- Ibbotson, R. G. (1975). Price performance of common stock new issues, *Journal of Financial Economics*, 2, 235-272.
- Ibbotson, R., Sindelar, J.R., & Ritter, J.R. (1988). Initial public offerings, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1, 37-45.
- Ibbotson, R. G., & Ritter, J. R. (1995). Initial public offerings. Dlm, Finance, Jarrow, V., Maksinovic, V. & Ziemba, W. T. (pnyt.) *Elsevier*, 993-1016, Amsterdam.
- Irawan A. C., & Ridwan, (1996). IPO sebagai alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan, *Manajemen Usahawan Indonesia*, No.04 TH XXV, April.
- Isa, M., & Ahmad, R. (1996). Performance of new issues on the Malaysian Stock Market, *Malaysian Journal of Economics Studies*, 33, 53-66.
- Jelic, R., & Briston, R. (2003). Privatization initial public offerings: The polish experience, *Forthcoming, European Financial Management*
- Jog, V. M., & Riding, A. (1987). Underpricing in Canadian initial public offerings, *Financial Analysis Journal*, 43, 48-55.
- Kandel, S., Sarig, O., & Wohl, A. (1999). The demand for stocks: An analysis of IPO auctions, *Review of Financial Studies*, 12, 227-247.
- Kaneko, T., & Pettway, R. H. (2003). Auction versus book-building of Japanese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal*, 11, 439-462.
- Keloharju, M. (1993). Winner's curse, legal liability, and the long-run performance of IPOs in Finland, *Journal of Financial Economics*, 34, 251-277.
- Koh, F., & Walter, T. (1989). A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues, *Journal of Financial Economics*, 23, 251-272.
- Kooli, M., & Suret, J. M. (2004). The aftermarket performance of initial public offerings in Canada, *Journal of Multinational Financial Management*, 14, 47-66.
- Kunz, R. M., & Aggarwal, R. (1994). Why initial public offerings are underpriced: Evidence from Switzerland, *Journal of Banking & Finance*, 18, 705-723.
- Lee, P. J., Taylor, S. L., & Walter, T. S. (1999). IPO underpricing explanations: Implications from investor application and allocation schedules, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 34, No.4, 425-444.
- Ljungqvist, A. P. (1997). Pricing, initial public offerings: Further evidence from Germany, *European Economic Review*, 41, 1309-1320.

- Loughran, T., Ritter, J. R., & Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights, *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 165-199.
- Mahmud, H. Z. (1996). Persepsi masyarakat tentang profesi akuntan, *Konvensi Nasional Akuntansi*, 3, 59-78.
- Masulis, R., & Korwar, A. (1986). Seasoned equity offerings: An empirical investigation, *Journal of Financial Economics*, 15, 91-118.
- McDonald, J. G., & Fisher, A. K. (1972). New-issue stock price behavior, *The Journal of Finance*, 27(1), 97-102.
- Menon, K., & William, D. (1991). Auditor credibility and initial public offerings, *Accounting Review*, 66(2), 313-322.
- Miller, M., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information, *Journal of Finance*, 40, 1031-1051.
- Mohamad, S., Nassir, A. Md., & Ariff, M. (1994). Analysis of underpricing in the Malaysian new issues market during 1975 – 1990: Are new issues excessively underpriced?, *Capital Market Review, The KLSE and Riiam*, Vol.2, No.2, 17-28.
- Muscarella, C. J., & Vetsuypens, M. R. (1989). A simple test of Baron's model of IPO underpricing, *Journal of Financial Economics*, 25(1), 125-135.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, 187-221.
- Otero, S. A. (2003). Initial public offerings: The Spanish case, Oviedo University, *Unpublished working paper*.
- Pettway, R. (1998). The impact of Japanese price-competitive IPO auctions versus the US underwriter-priced IPOs, *University of Missouri – Columbia, Unpublished working paper*.
- Pettway, R. H., & Kaneko, T. (1996). The effects of removing price limits and introducing auction upon short-term IPO returns: The case of Japanese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal*, 4, 241-258.
- Reilly, F. K. (1973). Further evidence on short-run results for new issues investors, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8, 83-90.
- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of IPOs, *Journal of Finance*, Vol. XLVI, 3 – 27
- Ritter, J. R. (2003). Differences between European and American IPO markets, *Forth coming, European Financial Management*.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced, *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212.
- Schultz, P. H., & Zaman, M. A. (1994). Aftermarket support and underpricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, 35, 199-219.
- Schultz, P. H. (1993). Unit initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, 34, 199-229.
- Singh, B., & Mittal, R. K. (2003). Underpricing of IPOs: Indian experience, *The ICFAI Journal of Applied Finance*, Vol.9, No.2, 29-42.
- Su, D., & Fleisher, B. M. (1999). An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, 173-202.
- Tinic, S. M. (1988). Anatomy of initial public offerings of common stock, *Journal of Finance*, Vol. XLIII, 789-821.
- Titman, S., & Trueman, B. (1986). Information quality and the valuation of new issues, *Journal of Accounting and Economics*, 8, 159-172.
- Uhlir, H. (1989). Going public in F. R. G. dlm. Guimaraes R.M.C., Kingsman, B. G. & Taylor, S. J. (pnyt.). *A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets*, (pp. 323-348), Springer-New York.
- Utama, S. (1992). Pengujian efisiensi pasar bentuk lemah di Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan model univariate Box-Jenkins, *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, 6, 2-7.
- Welch, I. (1989). Seasoned offerings, limitation costs, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Finance*, Vol. XLIV, 421 – 449.

- Yong, O. (1991). Performance of new issues of securities in Malaysia, *The Malaysian Accountant*, 3-6.
- Yong, O. (1994). Who actually did gain from the underpricing of IPOs, *The Capital Markets Review*, Vol.4, No.1, 33-47.
- Yong, O. (1997). Initial public offering: The Malaysian experience 1990-1994. dlm. Bos, T. & Fetherston, T. (pnyt.). *Advances in Pacific-Basin Financial Markets*, 3, 177-188.**