

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *UNDERPRICING* SAHAM PADA PENAWARAN UMUM PERDANA (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2017)

Disusun oleh :
Yohan Imtihan

Dosen Pembimbing :
Ayu Fury Puspita, MSA., Ak., CA.

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Jl. Veteran Ketawanggede, Kec. Lowokwaru, Kota Malang, Jawa Timur 65145
Universitas Brawijaya Malang

Abstrak

Penelitian ini menguji faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* saham penawaran umum perdana. Variabel dependen adalah *underpricing* saham penawaran umum perdana. Variabel independen adalah reputasi *underwriter*, reputasi auditor, total aset, umur perusahaan dan persentase saham yang ditawarkan. Objek penelitian adalah data perusahaan manufaktur yang IPO periode 2010-2017. Jumlah sampel 31. Analisis data dilakukan dengan menggunakan metode Regresi Linear Berganda dengan alat *IBM SPSS Statistics 23*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* saham penawaran umum perdana. Secara parsial hanya reputasi *underwriter* yang berpengaruh negatif terhadap *underpricing* saham penawaran umum perdana.

Kata kunci: Penawaran umum perdana (IPO); *underpricing*; reputasi *underwriter*; reputasi auditor; total aset; umur perusahaan; persentase saham yang ditawarkan

Anomali yang muncul dari kegiatan IPO adalah terjadinya *underpricing*. Harga saham pada waktu penawaran perdana di pasar primer lebih rendah dibandingkan ketika diperdagangkan di pasar sekunder. Jika harga saat penawaran perdana diatur lebih rendah daripada harga di pasar sekunder, maka emiten akan mendapat kerugian kesempatan mendapatkan modal dari saham yang ditawarkan (Ross *et. al.* 2009). Menurut Beatty & Ritter (1986), kondisi *underpricing* menimbulkan dampak yang berbeda bagi perusahaan dan investor. Perusahaan akan tidak diuntungkan apabila terjadi *underpricing*, karena dana yang diperoleh dari go public tidak maksimal. Sedangkan bagi investor akan merugi jika terlalu mahal, karena tidak menerima return awal.

Fenomena *underpricing* saham di Indonesia dapat dilihat dalam penelitian Akhabani (2007) dengan menggunakan 104 IPO di Indonesia periode 1999-2006 menunjukkan rata-rata return awal adalah sebesar 49,25%. Penelitian Ross (2002) dengan 106 sampel IPO di Indonesia periode 1989-1994 menunjukkan bahwa rata-rata return awal yang dapat diperoleh adalah 15,1% (Hartono 2013). Penelitian Arifin (2010) dalam investigasi di Pasar Modal Indonesia dari tahun 1990 sampai 2008 membuktikan bahwa fenomena *underpricing* di Indonesia sangat signifikan. Pada grafik di bawah ini dapat dilihat *underpricing* saham penawaran perdana di Indonesia sering terjadi. Total 198 jumlah perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2010 sampai dengan 2017 terdapat 85% atau 170 perusahaan diantaranya mengalami *underpricing* saham. Walaupun di Indonesia terjadi kondisi ekonomi yang buruk mulai tahun 2013 sampai dengan 2016 dalam kasus penawaran umum perdana *underpricing* saham tetap terjadi.



Grafik 1 *Underpricing* dan *Overpricing* pada IPO Perusahaan Tahun 2010-2017

Sumber: e-bursa.com 2017 data diolah

Banyak faktor yang mempengaruhi *underpricing* pada saat melakukan penawaran umum perdana. Faktor-faktor tersebut bisa berupa informasi akuntansi atau informasi non-akuntansi. Penelitian Kusuma (2001) membuktikan bahwa kedua informasi akuntansi dan non akuntansi berguna untuk pengambilan keputusan, tetapi informasi akuntansi tidak signifikan mempengaruhi tingkat *underpricing*.

Terjadinya asimetri informasi antara emiten dengan investor dalam teori sinyal (Welch, 1986), menyebabkan investor berusaha memperoleh petunjuk tentang keadaan keuangan perusahaan yang sebenarnya dari informasi yang melekat pada perusahaan (Eckbo, 2007). Sehingga Investor tidak ragu-ragu lagi dalam menginvestasikan dana ke perusahaan yang ingin memperoleh pendanaan dari luar.

(Beatty & Ritter, 1986) menyatakan bahwa reputasi *underwriter* berhubungan dengan tingkat *underpricing*. Banyak penelitian terdahulu yang mendukung hipotesis mereka Balvers et. al. (1988); Purwanto et. al. (2014); Rosyidah, (2015); Risqi & Harto (2013) dan Junaeni & Agustian (2013) juga menemukan bahwa reputasi *underwriter* mempunyai pengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

Penelitian Balvers et. al. (1988); Aini (2013); Rosyidah (2015) dan Lestari, Hidayat, & Sulasmiyati (2015) menyebutkan bahwa reputasi auditor berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

Penelitian Durukan (2002) dan Martani et. al. (2012) menemukan bahwa semakin besar total aset perusahaan, semakin kecil tingkat *underpricing*. Sebaliknya (Handayani, 2008) menyatakan bahwa semakin besar total aset perusahaan cenderung semakin tinggi tingkat *underpricing*.

Penelitian Beatty (1989) dan Arman (2012) menemukan bahwa umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*. Chishty et. al. (1996) bahkan menemukan bahwa semakin tua perusahaan maka semakin besar kemungkinan *underpricing*.

Su (2004); Handayani (2008) dan Lestari et. al. (2015) menemukan bahwa persentase jumlah saham yang ditawarkan oleh perusahaan yang IPO berpengaruh secara positif terhadap *underpricing*.

Tujuan penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* saat IPO. Untuk mendapatkan bukti empiris bahwa reputasi auditor berpengaruh negatif terhadap *underpricing* saat IPO. Untuk mendapatkan bukti empiris bahwa total aset perusahaan berpengaruh negatif terhadap *underpricing* saat IPO. Untuk mendapatkan bukti empiris bahwa umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap *underpricing* saat IPO. Untuk mendapatkan bukti empiris bahwa persentase jumlah saham yang ditawarkan berpengaruh positif terhadap *underpricing* saat IPO.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori

Teori sinyal *signaling hypothesis* mengasumsikan terjadi asimetri informasi antara emiten dengan investor. Jika perusahaan memiliki informasi lebih baik daripada investor tentang nilai dan resiko perusahaan dimasa sekarang dan arus kas masadepan, *underpricing* mungkin bisa digunakan sebagai sinyal kebenaran nilai tertinggi perusahaan (Eckbo, 2007:400). Leland dan Pyle (1977) berpendapat bahwa pemilik perusahaan yang memiliki 'informasi rahasia' tentang nilai perusahaan yang sebenarnya mungkin memberikan sinyal ke investor. Allen et. al. (1989) berpendapat bahwa emiten memiliki lebih banyak informasi tentang prospek perusahaan daripada orang lain. Menurut penelitian Leland dan Pyle (1977) menunjukkan *entrepreneur* yang *going public* proporsi equitas yang ditahan perusahaan yang dimiliki pemilik perusahaan adalah sinyal (Scott, 2009:457). Nilai perusahaan meningkat ketika saham yang dimiliki oleh *insider* meningkat. Nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan tingkat ketidakpastian rendah akibatnya adalah tingkat *underpricing* rendah.

Pengembangan Hipotesis

Reputasi *underwriter*

Klock dalam Keown et. al. (2005:492) menyebutkan salah satu kriteria seleksi pemilihan *underwriter* adalah koneksi. Koneksi berhubungan dengan reputasi *underwriter*. Reputasi dari *underwriter* diharapkan dapat membawa kepada lebih banyak calon investor. Menurut Ehrhardt dan Brigham (2011:791) reputasi *underwriter* dan pengalaman pada perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran umum perdana sangat penting dalam meyakinkan calon investor untuk membeli saham pada penawaran umum perdana. *Underwriter* cenderung sengaja membuat murah harga saham tersebut.

Beatty dan Ritter (1986) berpendapat bahwa reputasi *underwriter* berhubungan dengan tingkat *underpricing*. *Underwriter* yang curang atau tidak memberi harga rata-rata dalam penjaminan emisi akan kehilangan calon investor dalam periode berikutnya jika harga saham tidak terlalu *underprice* atau kehilangan calon emiten jika terlalu *underprice*, karena hal ini akan mempengaruhi reputasi. Hasil observasi perubahan dari 49 *underwriter* terbesar di pasar modal penawaran umum perdana di Amerika Serikat periode penelitian tahun 1977-1981 dan 1981-1982. 24 *underwriter* memberi harga tidak sesuai, *market share* mereka turun 47 persen pada periode pertama dan turun 25% pada periode ke-dua. Sedangkan, 25 *underwriter* yang memberi harga sesuai, *market share* turun hanya 27 persen periode pertama dan turun 21% periode ke-dua.

Balvers et. al. (1988) mendukung penemuan Beatty & Ritter membuktikan reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*. Balver et. al. (1988) observasi 1.182 perusahaan pada 1981 dan 1985 menemukan reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* pada p-value kurang dari 0,001. Sedangkan Beatty (1989) menemukan bahwa reputasi *underwriter* dengan signifikansi pada 5 persen berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Carter et. al. (1988) bahkan menemukan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh

dengan signifikansi pada 1 persen terhadap observasi 2.292 perusahaan pada 1979 sampai 1991. Peneliti How *et. al.* (1995) membuktikan reputasi dari *underwriter* menunjukkan pengaruh negatif dengan signifikansi pada 0.1 persen. Kim *et. al.* (1993) melakukan penelitian yang sama menemukan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

Peneliti Indonesia Ariawati (2005) mengadakan penelitian yang sama dan menemukan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*. Beberapa peneliti lain Purwanto *et. al.* (2014); Rosyidah dan Hartono (2015); Risqi dan Harto (2013); Juanaeni dan Agustian (2013) juga membuktikan ada pengaruh negatif antara reputasi *underwriter* terhadap *underpricing*.

Reputasi *underwriter* dapat digunakan sebagai sinyal kepada investor, mengurangi ketidakpastian dimasa depan (Beatty, 1989). Emiten dan *underwriter* bersama-sama memutuskan harga saham IPO. Dalam teori konflik kepentingan *underwriter* adalah grup yang memiliki lebih banyak informasi tentang pasar modal sementara emiten adalah grup yang tidak mengetahui informasi pasar modal (Baron, 1986). *Underwriter* dalam hal ini memperoleh informasi lebih baik mengenai permintaan saham-saham emiten, dibandingkan emiten itu sendiri. Oleh karena itu, *underwriter* akan memanfaatkan informasi yang dimiliki untuk memperoleh kesepakatan optimal dengan emiten. Dalam kontrak komitmen penuh, *underwriter* harus bertanggungjawab terhadap saham yang dijualnya. Jika masih ada saham yang tidak terjual *underwriter* berkewajiban membeli sisa saham. Maka *underwriter* menawarkan harga saham penawaran umum perdana rendah untuk meminimalkan resiko. Oleh karena itu emiten harus menerima harga yang murah untuk penawaran saham perdananya, maka akan terjadi *underpricing*. (Rosyati dan Sebeni, 2002). Jika perusahaan menggunakan *underwriter* reputasi tinggi, maka resiko rendah. Hal ini akan mengurangi ketidakpastian dimasa depan, maka tingkat *underpricing* saham akan rendah. Dari penemuan peneliti dan teori maka dapat disimpulkan hipotesis untuk reputasi *underwriter* adalah.

H1 : Reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

Reputasi Auditor

Laporan keuangan adalah salah satu sumber informasi yang digunakan oleh calon investor dan *underwriter* untuk menilai perusahaan yang akan *go public*. Salah satu syarat dalam proses *go public* adalah laporan keuangan yang telah diaudit oleh kantor akuntan publik (Keputusan Menteri Keuangan RI No.859 /KMK.01/1987). Laporan keuangan yang telah diaudit akan memberikan tingkat kepercayaan yang lebih besar kepada investor. (Rosyati dan Sebeni, 2002) Peran dari auditor tidak dapat dipisahkan dari proses penawaran umum perdana. Persyaratan yang dibuat OJK, IDX dan hukum yang ditetapkan negara dibutukan perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana untuk menyiapkan laporan prospektus dan laporan audit. Tujuan dari laporan prospektus dan laporan audit adalah menjamin bahwa tidak ada asimetri informasi antara investor dengan emiten. Peran dari auditor adalah untuk memutuskan apakah perusahaan layak *go public* atau tidak (Martani, *et. al.*, 2012).

DeAngelo (1981) berpendapat kualitas auditor dapat diukur dengan jumlah klien. Menurut Menon dan Williams (1991) dalam kontrak tipe komitmen penuh penawaran umum perdana, tipe auditor yang bereputasi secara signifikan berpengaruh. Dalam teori sertifikasi *certification hypothesis*, reputasi auditor mungkin dipesan sebagai alat untuk menilai kredibilitas perusahaan. Perusahaan menggunakan auditor yang bereputasi mengindikasikan bahwa perusahaan dinilai dengan derajat yang besar dibanding dengan auditor yang kurang bereputasi. Jadi semakin tinggi penilai perusahaan maka semakin tinggi nilai perusahaan berakibat pada semakin rendah tingkat *underpricing*.

Balvers *et. al.* (1988) menyebutkan bahwa reputasi auditor membantu dalam mengurangi *underpricing*. Reputasi auditor diukur dengan indikator variabel dengan susunan satu untuk delapan KAP besar dan nol untuk yang lain. Delapan KAP besar mendominasi pasar dari auditor di Amerika, lebih dari 78 persen emiten menjadi klien. Hasil model regresi Balver *et. al.* menemukan bahwa reputasi auditor berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* pada tingkat 5 persen.

Beatty (1989) membuktikan bahwa menggunakan KAP yang diketahui secara nasional menyebabkan *underpricing* berkurang saat penawaran umum perdana. Mereka menguji dampak marginal dari perusahaan KAP dengan variabel indikator untuk masing-masing 20 perusahaan KAP lebih dari 10 IPO pada periode tahun 1975-1984. Sensitivitas dari hasil delapan besar atau bukan grup delapan besar dianggap sebagai grup alternative berdasarkan ukuran klien.

KAP delapan besar atau bukan delapan besar di teliti bersama dan pengujian secara partisi berdasarkan lima besar, enam tengah-tengah dan sembilan terkecil kantor audit dengan klien rata-rata dan pendapatan penjualan. Mereka menemukan bahwa mungkin terdapat kesalahan pengukuran pada dikotomi Big Four atau bukan Big Four. Tetapi, hasil uji mendukung hipotesis bahwa terdapat hubungan terbalik antara reputasi auditor dengan *return* awal. Penelitian di Indonesia Aini (2013); Rosyidah dan Hartono (2015); Lestari *et. al.* (2015) dengan penentuan reputasi menggunakan dikotomi auditor yang berafiliasi dengan dengan *big four* atau bukan, menemukan bahwa reputasi auditor berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.

Penelitian (Zhang *et. al.*, 2007) menemukan bahwa reputasi baik auditor meningkatkan *underpricing* karena auditor yang baik merupakan sinyal yang diekspetasi yang menambah nilai dari saham pada pasar sekunder. Auditor yang memiliki reputasi yang baik bisa menambah kualitas dari perusahaan yang menawarkan saham perdana. Karena investor akan melihat bahwa perusahaan sungguh-sungguh dalam memikirkan masa depan dari perusahaannya. Maka reputasi auditor yang baik memiliki hubungan negatif dengan *underpricing*. Jadi dari penelitian sebelumnya dan teori, maka hipotesis untuk reputasi auditor adalah.

H2 : Reputasi auditor berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

Jumlah aset perusahaan

Ben-Zion dan Shalit (1975) menemukan bahwa jumlah aset dari perusahaan adalah penentu penting dalam resiko ekuitas. Perusahaan dengan aset besar cenderung memiliki resiko rendah. Semakin kecil resiko berarti semakin rendah tingkat ketidakpastian, kemudian berakibat pada semakin rendah tingkat *underpricing*. Jumlah aset perusahaan juga merupakan ukuran dari performa masa lalu yang mungkin berhubungan dengan performa masa depan perusahaan. Semakin besar aset perusahaan kemungkinan bangkrut semakin berkurang. Penelitian Pagano *et. al.* (1998) membuktikan bahwa jumlah aset perusahaan secara signifikan berhubungan dengan tingkat kemungkinan tercatat dalam bursa saham. Jadi jumlah aset mungkin adalah sinyal.

Ariawati (2005) berpendapat perusahaan yang berskala besar cenderung lebih dikenal masyarakat dibandingkan dengan perusahaan kecil. Dalam teori sinyal, informasi perusahaan yang tersebar akan mempengaruhi keputusan investor dalam investasi. Jika tingkat informasi yang dimiliki investor tinggi maka tingkat ketidakpastian di masa yang depan dapat diramalkan. Oleh karena itu investor dapat mengambil keputusan yang tepat berdasarkan ukuran perusahaan, jika dibandingkan dengan pengambilan keputusan tanpa informasi mengenai ukuran perusahaan, sehingga tingkat *underpricing* perusahaan yang berskala besar cenderung lebih kecil.

Penelitian Durukan (2002) menemukan bahwa jumlah aset perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*. Durukan (2002) meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi *return* awal di pasar modal Negara Turki dan mengukur jumlah aset dari perusahaan dengan menggunakan natural logaritma dari total aset dari perusahaan sebelum IPO. Hasil penelitian tersebut ditemukan jumlah aset dalam perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* pada tingkat 1 %. Peneliti di Indonesia Martani *et. al.* (2012) menemukan hal yang sama yaitu jumlah aset perusahaan berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* pada tingkat 5%.

Banyak aset yang dimiliki perusahaan memberikan sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek dan menambah kepastian pada masa depannya (Martani *et. al.*, 2005). Semakin besar aset perusahaan akan mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik dan akan mengurangi ketidakpastian investor untuk investasi. Jumlah aset yang dimiliki perusahaan menggambarkan jumlah dana yang dimiliki perusahaan. Jadi semakin banyak jumlah aset, berarti mengurangi ketidakpastian masa depan perusahaan akibatnya tingkat *underpricing* saham akan rendah. Maka dari hasil penelitian sebelumnya dan teori, hipotesis untuk jumlah aset dari perusahaan adalah.

H3: Jumlah aset dari perusahaan yang going public berpengaruh negatif terhadap *underpricing*

Umur perusahaan

Pagano *et al.* (1998) berpendapat semakin dewasa umur perusahaan, semakin besar kemungkinan perusahaan *going public*. Pada penawaran umum perdana di Italia, ditemukan semakin tua perusahaan semakin besar kemungkinan perusahaan *going public* dibandingkan dengan perusahaan yang lebih muda di Amerika Serikat. Selain itu, semakin tua perusahaan memiliki lebih banyak informasi yang tersebar ke publik lebih awal dibandingkan dengan perusahaan muda (Firth dan Liao-Tan, 1998).

Beatty (1989) menyatakan bahwa informasi yang tersebar mungkin akan mengakibatkan investor sedikit mengurangi estimasi prediksi ketidakpastian. Pengurangan pada tingkat prediksi ketidakpastian akan membuat tingkat *underpricing* menjadi rendah. Maka umur dari perusahaan yang melakukan IPO berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*. Penelitian Carter *et. al.* (1998) mendukung penemuan itu dengan menunjukkan koefisien negatif pada umur perusahaan. Penelitian Arman (2012) menemukan bahwa umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.

Berkebalikan dengan penemuan tersebut, Chishty *et. al.* (1996) menemukan bahwa semakin tua perusahaan, semakin besar kemungkinan perusahaan mengalami *underpricing* dibandingkan dengan perusahaan muda. Jadi umur dari perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*.

Umur perusahaan mengindikasikan seberapa lama perusahaan akan bertahan dikemudian hari (Beatty, 1989). Sesuai dengan teori sinyal semakin lama perusahaan berdiri, kemungkinan semakin banyak informasi yang di dapat investor dan mengurangi asimetri informasi yang kemudian menambah kepastian masa depan perusahaan dari sudut pandang investor (Martani *et. al.*, 2012). Jadi semakin lama perusahaan berdiri, semakin besar kemungkinan investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Maka semakin kecil ketidakpastian perusahaan dimasa depan. Maka dari penemuan penelitian sebelumnya dan teori, hipotesis untuk umur perusahaan adalah.

H4: Umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

Persentase jumlah saham yang ditawarkan

Persentase saham yang ditawarkan kepada publik adalah sinyal kualitas perusahaan yang *going public* bagi investor (Kiyamaz, 2000). Dalam teori sinyal *signalinghypothesis* Leland dan Pyle (1977) berpendapat persentase dari kepemilikan ditahan oleh *insider* adalah sinyal informasi privat yang dimiliki oleh pemilik perusahaan atau manajer kepada investor. Nilai perusahaan yang tinggi dari *insider* membuat saham yang dipegang oleh *insider* meningkat. Nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan rendahnya tingkat ketidakpastian, maka tingkat *underpricing* menjadi rendah.

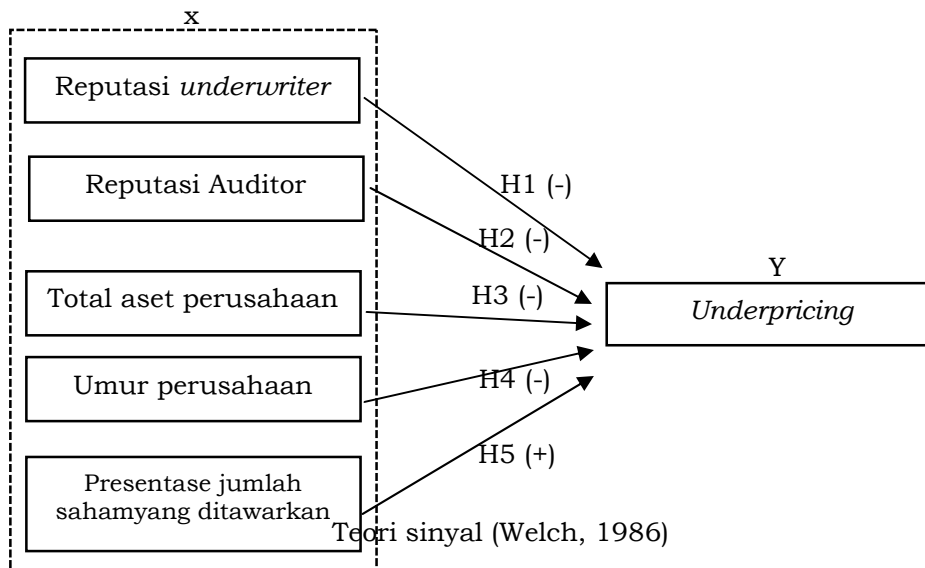
Sedangkan, Su (2004); Handayani (2008); Lestari *et. al.* (2015) menemukan persentase jumlah saham kepemilikan yang ditahan oleh *insider* berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*. Su (2004) telah mengobservasi 348 perusahaan antara 1994 sampai 1999 di China, menemukan bahwa persentase saham yang ditawarkan berada pada tingkat signifikansi sebesar 10 persen. Maka dari penemuan penelitian sebelumnya dan teori, hipotesis untuk persentase jumlah saham yang ditawarkan adalah.

H5: Persentase jumlah saham yang ditawarkan berpengaruh positif terhadap *underpricing*.

METODE PENELITIAN

Kerangka Penelitian

Berdasarkan teori sinyal (Welch, 1986) reputasi *underwriter*, reputasi auditor, total aset perusahaan, umur perusahaan dan presentase jumlah saham yang ditawarkan merupakan sinyal bagi investor untuk melakukan keputusan investasi. Variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, umur perusahaan, jumlah aset perusahaan, presentase jumlah saham yang ditawarkan adalah variabel bebas independent. Variabel tingkat *underpricing* adalah variabel terikat dependent. Maka kerangka pemikiran penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



2. Gambar Kerangka Penelitian

Sifat penelitian ini adalah replikatif. Prosedur replikatif atau pengulangan digunakan guna memungkinkan penelitian dalam mencapai hasil yang akurat dan konklusif. Penelitian ini mereplikasi sifat penelitian dari penelitian Martani, Sinaga, & Syahroza(2012), dengan menggunakan variabel bebas reputasi *underwriter*, reputasi auditor, total aset perusahaan, umur perusahaan dan presentase jumlah saham yang ditawarkan dengan periode penelitian 2010-2017.

Populasi yang menjadi objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang telah melakukan IPO mulai tahun 2010-2017 yang mengalami *underpricing*. Metode yang digunakan untuk menentukan sampel pada penelitian ini adalah *purposive sampling*. Alasan menggunakan *purposive sampling* adalah karena tidak semua perusahaan yang menawarkan saham perdana mengalami *underpricing*. Ada perusahaan yang mengalami *over-pricing*.

Penentuan sampel pada penelitian ini berdasar pada Roscoe (1975), yaitu ukuran sampai lebih dari 30 dan kurang dari 500 adalah ukuran sampel yang paling sesuai untuk digunakan pada penelitian (Sekaran, 2003). Kriteria sampel pada penelitian ini adalah : (1) Perusahaan mengalami *underpricing* pada hari pertama *trading*, (2) Laporan keuangan dalam perpektus perusahaan dalam mata uang rupiah, dan (3) semua data yang dibutuhkan ada dan dapat diakses.

Tabel 1 Proses Seleksi Sampel

Deskripsi	Jumlah Perusahaan
Populasi	
Perusahaan yang IPO tahun 2010-2017	198
Perusahaan bukan manufaktur	(161)
Perusahaan manufaktur	37
Pengurang:	
1. Perusahaan tidak mengalami <i>underpricing</i>	(1)
2. Laporan keuangan dalam mata uang asing.	(1)
3. Perusahaan yang datanya tidak dapat diakses karena keterbatasan dana peneliti	(4)

Sumber : *e-bursa.com* 2018 data diolah

Tabel 2 Rangkuman data yang dikumpulkan

No	Sumber	Data yang dikumpulkan
1	Prospektus dari perusahaan yang melakukan IPO	(1) Jumlah saham yang ditawarkan (2) Jumlah saham yang dimiliki <i>insiders</i> (3) Tanggal <i>listing</i> (4) Tanggal Melakukan IPO (5) Jumlah aset pada tahun terakhir laporan keuangan yang diaudit (6) Nama pemimpin <i>Underwriter</i> (7) Nama Auditor
2	IDX Fact Book Tahun 2010-2017	List dari "50 member IDX paling aktif dari nilai trading"
3	IDX Statistik tahunan Tahun 2010-2017	Nama perusahaan yang melakukan IPO selama periode tersebut
4	E-bursa.com	(1) <i>Closing price</i> hari pertama pasar sekunder (2) <i>Offering price</i>

Sumber : *IDX.com* 2018 dan *e-bursa.com* 2018 (data diolah)

Dependen variabel dalam penelitian ini adalah tingkat *underpricing* atau return awal, yang diukur dengan menghitung perbedaan antara harga penutupan saham saat di pasar sekunder *closing price* dan harga saat penawaran IPO *offering price*. Ada lima variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini: (1) reputasi *underwriter*, (2) reputasi auditor, (3) total aset perusahaan, (4) umur perusahaan, (5) persentase jumlah saham yang ditawarkan.

Reputasi *underwriter* dihitung dengan menggunakan model penilaian dari Carter dan Manaster (1990) dengan modifikasi. Model penilaian Carter dan Manaster (1990) menghitung reputasi *underwriter* dengan skala dari 0 (reputasi paling rendah) sampai 5 (reputasi paling tinggi).. Tabel diambil dari "50 member IDX paling aktif dalam jumlah nilai trading" di *IDX fact book* 2010-2017. Jumlah nilai *trading* dipilih sebagai dasar peringkat *underwriter*. Pada list tahun sebelumnya "50 Most Active IDX Members in Total Trading Value" digunakan sebagai dasar peringkat *underwriter* sebagai issuer tahun penelitian untuk mengevaluasi *underwriter* berdasarkan performa masa lalu. Sebagai contoh semua perusahaan yang akan go public pada tahun 2015 menggunakan list nilai pada tahun 2014 "50 Most Active IDX Members in Total Trading Value", dan seterusnya. Semakin besar skor, maka semakin besar reputasi *underwriter*. Nilainya diberikan pada perusahaan yang melakukan IPO. Jika ada lebih dari satu yang memimpin *underwriter* untuk satu perusahaan yang melakukan IPO, rata-rata nilai mereka yang akan digunakan pada periode perusahaan melakukan IPO.

Reputasi auditor diukur dengan menggunakan variabel dummy. "1" untuk auditor yang memiliki reputasi tinggi, seperti Big 4 (Deloitte, E&Y, KPMG, and PwC) dan KAP yang berafiliasi internasional lain seperti (BKR International, BDO, RSM, Kreston, PKF, Crowe-Horwarth International, Grant Thornton International, HLB International, Rodl & Partner, Eura Audit International dan Moore Stephens), sementara "0" untuk auditor yang memiliki reputasi rendah (pusat pembinaan profesi keuangan, 2016).

Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan jumlah total aset pada perusahaan. Jumlah total aset dilihat dari laporan keuangan yang ada pada prospektus. Menggunakan jumlah total aset perusahaan pada akhir tahun sebelum melakukan *listing*. Jika laporan keuangan tahunan yang terakhir belum dirilis, laporan keuangan yang paling akhir yang digunakan. Contoh: Perusahaan *listing* Januari 2015. Jika laporan keuangan tahunan akhir yang digunakan 31 Desember 2014 belum dirilis maka laporan keuangan 31 Desember 2013 yang digunakan.

Umur perusahaan yang melakukan IPO dihitung dari tanggal pendirian perusahaan yang disebutkan dalam notaris di prospektus sampai tanggal waktu *listing* yang juga ditulis dalam laporan prospektus. Jumlah saham yang ditawarkan diukur dengan persentase ekuitas yang ditahan oleh pemilik perusahaan terhadap jumlah total saham.

Model regresi digunakan untuk menguji hipotesis. Sebelum itu, model dilakukan uji asumsi klasik untuk memastikan bahwa model telah memenuhi kriteria *BLUE Best Linear Unbiased Estimator* (Gujarati, 2004). Uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, uji autokorelasi dan uji linear. Kemudian baru dilakukan uji signifikansi.

Model matematika untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$UP = a - \beta_1 UDWT - \beta_2 AUDT - \beta_3 ASET - \beta_4 UMUR + \beta_5 SDTW + \varepsilon$$

Keterangan :

UP : *Underpricing*
: *Intersepsi*

1 sampai 6	: koefisien masing-masing variabel independen
UDWT	: Reputasi <i>underwriter</i>
AUDT	: Reputasi auditor
ASET	: Total aset perusahaan
UMUR	: umur perusahaan
SDTW	: presentase saham yang ditawarkan
	: <i>error</i>

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 3 dibawahini adalah rincian sampel penelitian yang diperoleh:

Tabel 3: Jumlah Perusahaan Manufaktur yang Mengalami *Underpricing* Saham IPO

Tahun	Jumlah IPO Perusahaan Manufaktur	Jumlah yang <i>underpricing</i>	Sampel digunakan dalam penelitian
2010	4	4	4
2011	3	3	0
2012	4	4	3
2013	6	6	5
2014	5	5	5
2015	3	3	3
2016	2	2	2
2017	10	9	9
Total	37	36	31

Sumber: Data sekunder (data diolah)

Tabel 4: Statistik Deskriptif

Prediktor	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviasi
<i>Underpricing</i>	31	1,30	69,60	24,4097	21,81135
Reputasi <i>Underwriter</i>	31	0	5	3,48	1,313
Reputasi Auditor	31	0	1	0,74	0,445
Jumlah Aset Perusahaan	31	228	127.795.800	5.719.217,39	22748194,73
Umur Perusahaan	31	2	47	24,12	13,180
Presentase Jumlah Saham	31	0,60	0,90	0,7500	0,08071

Jumlah aset perusahaan dalam jutaan rupiah

Sumber: data sekunder

Dilihat dari tabel 4 tingkat minimum *underpricing* adalah 1,3%, dan tingkat maximumnya adalah 69,60%. 69,60% tingkat *underpricing* menunjukkan bahwa perusahaan mengalami kerugian kesempatan dari saham penawaran umum. Saham dijual lebih rendah dari nilai yang sebenarnya. Rata-rata *underpricing* adalah 24,41%. Ini hampir sama dengan dari penelitian Suherman (2015) sebesar 24,9%. Periode sampel dalam penelitian Suherman adalah antara 1990 sampai 2014, sementara dalam penelitian ini mengambil sampel periode 2010-2017.

Hasil perhitungan statistik, nilai minimum dan maximum pada reputasi *underwriter* adalah 0 dan 5. Rata-rata *underwriter* adalah 3,48. Ini berarti ada lebih banyak perusahaan yang menggunakan *underwriter* bereputasi tinggi. berarti perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana memperdulikan reputasi *underwriter*.

Nilai rata-rata reputasi auditor 0,74 menunjukkan bahwa kebanyakan perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana menggunakan auditor dari KAP berafiliasi internasional. Ada 23 perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran umum perdana atau 74% dari jumlah sampel penelitian yang menggunakan KAP berafiliasi internasional selama periode penelitian. Jika dibandingkan dengan Lombardi dan Dimovski (2009) penelitian di Australia KAP *Big four* selalu digunakan untuk menarik investor. Penemuan tersebut mengindikasikan bahwa kebanyakan perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana di Indonesia lebih memilih menggunakan auditor yang bereputasi.

Nilai minimum total aset dan umur perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana adalah 228 juta rupiah dan 2 tahun. Sementara nilai maximum total aset dan umur perusahaan adalah 127.795.800 juta rupiah dan 47 tahun. Rata-rata Jumlah aset dan umur perusahaan adalah 5.719.217 juta dan 24,12 tahun. Ini berarti perusahaan manufaktur Indonesia melakukan penawaran umum perdana bukan untuk menyeimbangkan posisi keuangan setelah mengalami investasi dan perkembangan yang tinggi, tetapi untuk memenuhi kebutuhan finansial dan perkembangan dimasa depan. Perusahaan manufaktur di Indonesia yang melakukan IPO kebanyakan muda dan kecil. Perusahaan yang kecil dan

masih muda melakukan penawaran umum perdana untuk memenuhi kebutuhan finansial. Karena lebih mudah mendapatkan modal dari penawaran umum dari pada berhutang.

Nilai minimum saham yang dimiliki insider adalah 0,60. Rata-rata saham yang dimiliki *insider* adalah 0,75. Ini berarti kebanyakan perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana menahan kepemilikan 75% saham setelah penawaran umum. Bahkan ada perusahaan yang menahan kepemilikan sebesar 90% setelah penawaran umum. Ini berarti *insider* memiliki saham perusahaan karena ekpektasi yang tinggi terhadap nilai perusahaan yang tinggi terhadap perusahaan setelah menjadi perusahaan publik.

Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik digunakan untuk memperoleh model BLUE. Pengujian dengan cara menverifikasi model penelitian dengan asumsi CNLRM *classical normal linear model assumptions*. Asumsi yang diverifikasi adalah asumsi normalitas, asumsi tidak ada kolinearitas, asumsi homokedastisitas, asumsi tidak ada autokorelasi, dan asumsi model linear.

1. Uji Normalitas

Normalitas residual distribusi data dari model regresi diuji dengan menggunakan alat uji *Kolmogorov-Smirnov*. Data residual tidak terdistribusi secara normal jika asymptot signifikansi turun dibawah 0.05. Jika data residual terdistribusi secara normal, maka parameternya juga. Tabel 5 dibawah ini adalah hasil dari uji *Kolmogorov-Smirnov*.

Tabel 5: Satu-sampel Uji Kolmogorov-Smirnov

Variabel diuji	Kolmogorov-Smirnov Z	Aymp. Sig (2 tailed)
<i>Unstandardized Residual</i>	0,153	0,073

Sumber : data sekunder (diolah)

Dilihat dari tabel diatas dapat disimpulkan bahwa distribusi data dari data residual bersifat normal. Nilai Kolmogorov-Smirnov adalah 0,153. Asimtot singnifikansi adalah 0,073 berarti lebih besar dari 0.05. Maka hipotesis H0 diterima dan hipotesis H1 ditolak berarti residual data berdistribusi normal.

2. Uji Multikolinearitas

Keberadaan multikolinearitas diuji dengan menggunakan nilai toleran dan kebalikannya. Nilai toleran sama atau dibawah 0.10, atau besarnya VIF sama dengan 10 atau >10 maka ada kolinearitas tinggi. Tabel 6 dibawah ini merangkum statistik kolinearitas dari masing-masing variabel independen.

Tabel 6 Statistik Kolinieritas

Prediktor	Statistik Kolinearitas	
	Toleran	VIF
Reputasi Underwriter	0,875	1,143
Reputasi Auditor	0,821	1,218
Jumlah Aset Perusahaan	0,736	1,358
Umur Perusahaan	0,787	1,270
Jumlah saham ditawarkan	0,848	1,179

Sumber: data sekunder (data diolah)

Nilai toleran dari masing-masing variabel adalah lebih dari 0.10. Nilai VIF dari masing-masing variabel juga dibawah 10. Hasil tersebut mengindikasikan tidak ada multikolinearitas antara independen variabel.

3. Uji heterokedastisitas

Uji Glejser digunakan untuk mengetahui keberadaan heterokidastisitas. Uji ini menggunakan data *unstandard residual* dari model regresi pertama, kemudian diregres prediktor model regresi pertama dengan nilai absolut dari residual yang tidak berstandar. Jika signifikansi prediktor lebih dari lima persen, maka heterokidastisitas tidak ada dalam data. Tabel 7 dibawah ini merangkum hasil signifikansi dari masing-masing prediktor dalam model regresi yang baru.

Tabel 7 Hasil Uji Heterokedastisitas Prediktor Signifikansi

Prediktor	Signifikansi
Reputasi <i>Underwriter</i>	0,882

Reputasi Auditor	0,437
Jumlah Aset Perusahaan	0,330
Umur Perusahaan	0,125
Persentase jumlah saham ditawarkan	0,180

a. Variabel dependen abs_res

Sumber : data sekunder (diolah)

Hasil uji signifikansi prediktor pada model regresi yang baru menunjukkan homokidastisitas ada dalam data. Dilihat dari tabel diatas, tidak ada prediktor yang nilai signifikansinya pada tingkat dibawah lima persen. Jadi, heterokedastisitas tidak ada dalam data.

4. Uji Autokorelasi

Uji *Durbin-Watson* digunakan untuk mendeteksi keberadaan autokorelasi. Menurut *rule of thumb*, Nilai d harus lebih atau kurang dari 2 atau $d_u < d < 4 - d_u$. Jika nilai d berada pada kondisi tersebut, maka data simpulkan autokorelasi positif atau negatif tidak ada. Tabel 8 dibawah ini adalah hasil dari uji *Durbin-Watson*.

Tabel 8 Hasil Uji *Durbin-Watson*

Model	<i>Durbin-Watson</i>
1	1,567

Sumber: Data sekunder (data diolah)

Dilihat dari tabel diatas nilai d adalah 1,567. Nilai d kurang dari 2 dan di atas 1,5 berarti terbukti data tidak ada autokorelasi.

5. Uji Linearitas

Hasil dari uji *Durbin-Watson* sebelumnya pada model regresi digunakan untuk menguji model spesifikasi eror atau model linearitas. Model menunjukkan akan ketidak benaran secara spesifik jika ada positif autokorelasi. Uji *Durbin-Watson* sebelumnya ditemukan nilai d adalah 1,567. Menurut tabel statistik dalam Gujarati (2004) jika angka dari variabel *explanatory* tidak termasuk konstanta adalah 5, dan jumlah observasi adalah 30, maka poin signifikansi dari d_l dan d_u adalah 1,071 dan 1,833. $(4 - d_u)$ adalah 2,167. $(4 - d_l)$ adalah 2,929. Berarti terbukti $d_L < d < d_U$ tidak ada autokorelasi positif urutan pertama korelasi dan model benar secara sepesifikasi.

6. Uji Signifikansi

Setelah model diverifikasi dan memenuhi asumsi CNLRM selanjutnya adalah pengujian signifikansi. Ada dua pengujian, pertama adalah uji hubungan antara variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen, kedua adalah uji hubungan antara masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Uji signifikansi dengan menggunakan model multiple regresi :

$$UP = \alpha - \beta_1 UDWT - \beta_2 AUDT - \beta_3 ASET - \beta_4 UMUR + \beta_5 SDTW$$

Variabel independen yang diuji antara lain reputasi *underwriter* (*UDWT*), reputasi auditor (*AUDT*), total aset perusahaan (*ASET*), umur perusahaan (*UMUR*) dan persentase jumlah saham yang ditawarkan (*SDTW*). Independen variabel ini diuji dengan terhadap variabel dependen yaitu tingkat *underpricing* (*UP*). Tabel 9 dibawah ini adalah hasil dari uji yang pertama signifikansi Uji- F dari model regresi.

Tabel 9 Hasil Uji F

R	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>	F	Sig
0,563	0,317	0,175	2,233	0,084

Sumber : Data sekunder (data diolah)

Nilai *Rsquare* dan *adjusted R square* adalah 0.317 dan 0.175 keduanya menunjukkan adanya hubungan yang rendah. Ini berarti hanya 17,5 persen dari variabel faktor-faktor model regresi dalam penelitian ini berpengaruh pada *underpricing*. Sisanya 82,5 persen dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak ada dalam model regresi ini.

Hasil uji F secara simultan adalah 2,233 dengan signifikansi 0,084. Ini berarti kemungkinan akan terjadi dengan probabilitas lebih dari 0,05. Maka, hubungan tidak signifikan antara reputasi *underwriter*, reputasi auditor, jumlah total

aset perusahaan, umur perusahaan dan presentase jumlah saham terhadap tingkat *underpricing* saham secara simultan. Tabel 10 dibawah ini menunjukkan hasil dari uji signifikansi secara parsial atau uji *t*.

Tabel 10 Hasil Uji *t*

Model	<i>Unstandardized</i> koefisien	<i>Standardized</i> koefisien Beta	<i>t</i>	Sig.
Konstanta	11,430		0,303	0,765
Reputasi Underwriter	-7,155	-0,440	-2,439	0,023
Reputasi Auditor	4,572	0,095	0,51	0,615
Jumlah Aset Perusahaan	-2,073E-6	-0,199	-1,01	0,322
Umur Perusahaan	-0,090	-0,054	-0,286	0,777
Presentase Jumlah Saham	52,307	0,197	1,074	0,293

Sumber: Data sekunder (data diolah)

Berdasarkan tabel 10 maka dapat ditulis persamaan regresi sebagai berikut :

$$UP = 11,430 - 7,155 UDWT + 4,572 AUDT - 2,073E-6 ASET - 0,090 UMUR + 52,307 SDTW + \varepsilon$$

Hasil dari uji *t* nilai masing-masing dari kelima faktor menunjukkan nilai uji *t* adalah -2,439; 0,51; -1,01; -0,286 dan 1,074. Hanya variabel reputasi *underwriter* yang probabilitas terjadinya kurang dari 0,05. Koefisien regresi untuk masing-masing variabel reputasi auditor, jumlah aset perusahaan, umur perusahaan dan presentase jumlah saham tidak signifikan secara parsial pada tingkat 0,05 signifikansi. Jadi dari penemuan ini hanya hipotesis reputasi *underwriter* yang diterima.

Reputasi *underwriter* secara parsial berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* saham penawaran umum perdana. Hasil dari penelitian konsisten dengan penelitian Purwanto *et. al.* (2014), Rosyidah, (2015), Risqi & Harto (2013) dan Junaeni & Agustian (2013). Semakin tinggi reputasi *underwriter* yang digunakan perusahaan saat melakukan penawaran umum perdana maka semakin kecil tingkat *underpricing*. Penemuan ini mengkonfirmasi teori sinyal model Welch (1989) yang menyebutkan reputasi *underwriter* digunakan sebagai sinyal oleh investor dalam menilai perusahaan.

Reputasi auditor secara parsial tidak berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* saham penawaran umum perdana. Hasil dari penelitian konsisten dengan penelitian Martani *et al.* (2012) dan Purwanto *et. al.* (2014). Hasil penelitian tidak konsisten dengan penelitian Aini (2013); Rosyidah (2015) dan Lestari, Hidayat, & Sulasmiyati (2015). Total aset perusahaan secara parsial tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* saham penawaran umum perdana. Hasil dari penelitian konsisten dengan penelitian Purwanto *et. al.* (2014) dan Rosyidah (2015). Hasil penelitian tidak konsisten dengan penelitian Martani *et al.* (2012).

Umur perusahaan yang secara parsial tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* saham penawaran umum perdana. Hasil dari penelitian konsisten dengan penelitian Martani *et. al.*, (2012) dan Rosyidah (2015). Hasil penelitian tidak konsisten dengan penelitian Arman (2012).

Persentase jumlah saham yang ditawarkan secara parsial tidak berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing* saham penawaran umum perdana. Hasil dari penelitian konsisten dengan penelitian Triani (2009). Hasil penelitian tidak konsisten dengan penelitian Lestari *et. al.* (2015).

7 Diskusi Penelitian

7.1 Reputasi Underwriter

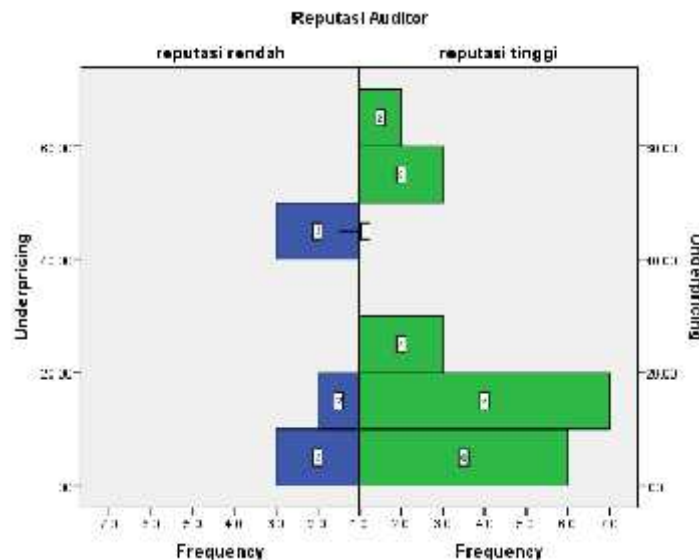
Penelitian ini berhasil menemukan bukti bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* dengan nilai signifikansi uji *t* sebesar 0,023. Hasil dari penelitian konsisten dengan penelitian Beatty dan Ritter (1986); Balvers *et. al.* (1988); Carter *et. al.* (1988); How *et. al.* (1995); Kim *et. al.* (1993); Lowry dan Schwert, (2004); Ariawati (2005); Purwanto *et. al.* (2014); Rosyidah dan Hartono (2015); Risqi dan Harto (2013); dan Junaeni dan Agustian (2013). Hasil penelitian tidak konsisten dengan penelitian Kusuma (2001); Martani *et. al.* (2005); Emilia *et. al.*, (2008); Chishty *et. al.*, (1996) dan Knopf dan Teall, (1999) Apriliani (2009); Martani *et. al.* (2012); dan Lestari *et. al.* (2015).

Koefisien terstandarisasi reputasi *underwriter* adalah -0,440, mengindikasikan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* saham penawaran umum perdana. Semakin tinggi reputasi *underwriter* semakin tinggi rata-rata *underpricing* saham penawaran umum terjadi. Sesuai pendapat Ehrhardt dan Brigham (2011:791) reputasi *underwriter* dan pengalaman pada perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran umum

perdana sangat penting dalam meyakinkan calon investor untuk membeli saham pada penawaran umum perdana. *Underwriter* cenderung akan membuat murah harga saham tersebut.

7.2 Reputasi Auditor

Penelitian ini tidak berhasil dalam menemukan bukti reputasi auditor berpengaruh signifikan negatif terhadap tingkat *underpricing* saham penawaran umum perdana karena nilai signifikansi uji *t* sebesar 0,615. Hasil dari penelitian konsisten dengan penelitian How *et. al.* (1995); Kusuma (2001); Emilia *et. al.* (2008); Triani (2009); Martani *et. al.* (2012); dan Purwanto *et. al.* (2014). Hasil penelitian tidak konsisten dengan penelitian Balvers *et. al.* (1988); Beatty (1989); Zhang *et. al.*, (2007); Aini (2013); Rosyidah dan Hartono (2015); Lestari *et. al.* (2015).



Grafik 7.2: Histogram Reputasi Auditor terhadap *Underpricing*

Sumber: Data sekunder (data diolah)

Dari histogram frekuensi auditor yang digunakan di Indonesia menunjukkan ada preferensi yang tinggi pada reputasi auditor berafiliasi internasional dalam penawaran umum perdana. Di pasar modal penawaran umum perdana didominasi bukan oleh KAP *big four*. Kualitas auditor yang dipilih tidak menentukan pengaruh terhadap *underpricing* saham penawaran umum perdana.

How *et. al.* (1995) berpendapat kualitas informasi mungkin tercermin melalui reputasi auditor melalui persiapan laporan posisi keuangan yang diaudit penawaran umum perdana perusahaan. Investor tidak hanya mempertimbangkan informasi yang disediakan oleh auditor terkenal tetapi informasi lain juga. Investor memilih investasi paling bagus yang dengan harapan menghasilkan penggunaan tertinggi dalam pengambilan keputusan. Hasilnya reputasi auditor tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*.

7.3 Total Aset Perusahaan

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa total aset perusahaan tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap tingkat *underpricing* karena nilai signifikansi uji *t* sebesar 0,322. Hasil dari penelitian konsisten dengan penelitian Handayani (2008); Kiymaz (2000); Purwanto *et. al.* (2014) dan Rosyidah *et. al.* (2015). Hasil penelitian tidak konsisten dengan penelitian Ben-Zion dan Shalit (1975); Pagano *et. al.* (1998); Ariawati (2005); Durukan (2002); dan Martani *et. al.* (2012). Semakin besar perusahaan mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik kemudian mengurangi ketidakpastian masa depan perusahaan. Banyak aset yang dimiliki perusahaan memberikan sinyal kepada investor. Walaupun demikian semakin besar aset perusahaan belum tentu perusahaan tersebut dikenal oleh masyarakat. Jumlah aset yang dimiliki perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran umum perdana di Indonesia sangat rendah. Rata-rata adalah Rp 1.649.997.000.000 tanpa *outlier* Krakatau Steel (Persero) Terbuka. Jadi jumlah aset perusahaan manufaktur di Indonesia tidak dapat dijadikan sinyal oleh investor.

7.4 Umur Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa umur perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap tingkat *underpricing* karena nilai signifikansi uji *t* sebesar 0,777. Hasil dari penelitian konsisten dengan penelitian Chishty *et. al.* (1996); How *et. al.* (1995); Lestari (2015); Rotty (2002); Widodo, (2005); Handayani, (2008); Triani (2009); Martani *et. al.* (2012) dan Rosyidah (2015). Hasil penelitian tidak konsisten dengan penelitian Beatty (1989); Carter *et. al.* (1998); Arman (2012). Tingkat *underpricing* yang rendah diekspektasi terjadi pada perusahaan yang sudah tua. Hasil beta standarisasi koefisien adalah -0,054 menunjukkan tidak terlalu kuat pengaruh umur perusahaan terhadap tingkat *underpricing* saham penawaran umum perdana. Umur perusahaan tidak menentukan apakah perusahaan mampu bertahan di era yang baru.

7.5 Presentase Jumlah Saham yang Ditawarkan

Penelitian ini tidak berhasil dalam menemukan bukti jumlah saham yang ditawarkan tidak berpengaruh signifikan positif terhadap tingkat *underpricing* karena nilai signifikansi uji *t* sebesar 0,293. Hasil dari penelitian konsisten dengan penelitian Kusuma, (2001); Rotty, (2002); Widodo, (2005); Emilia *et. al.*, (2008); Triani (2009). Hasil penelitian tidak konsisten dengan penelitian Su (2004); Handayani (2008); Lestari *et. al.* (2015); (Kiymaz, 2000) dan Leland dan Pyle (1977).

Jumlah saham yang dimiliki oleh pemilik perusahaan adalah sinyal informasi privat perusahaan kepada investor. Penilaian perusahaan yang tinggi dari pemilik perusahaan membuat persentase kepemilikan saham *insider* meningkat. Penilaian perusahaan yang tinggi berarti tingkat ketidakpastian dimasa depan rendah mengakibatkan tingkat *underpricing* rendah. Tetapi karena informasi lain juga menjadi pertimbangan dalam pembuatan keputusan dalam berinvestasi, maka jumlah saham yang ditawarkan tidak berpengaruh terhadap pengambilan keputusan investor secara signifikan. Semakin besar persentase kepemilikan perusahaan yang dimiliki oleh *insider* tidak mempengaruhi terhadap tingkat *underpricing* saham penawaran umum.

SIMPULAN

Secara simultan reputasi *underwriter*, reputasi auditor, total aset perusahaan, umur perusahaan dan jumlah saham yang ditawarkan tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing* saham penawaran umum perdana. Banyak faktor-faktor lain yang mempengaruhi tingkat *underpricing* saham penawaran umum perdana.

Reputasi *underwriter* secara parsial berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* saham penawaran umum perdana. Semakin tinggi reputasi *underwriter* yang digunakan perusahaan saat melakukan penawaran umum perdana maka semakin kecil tingkat *underpricing*. Penemuan ini mengkonfirmasi teori sinyal model Welch (1989) yang menyebutkan reputasi *underwriter* digunakan sebagai sinyal oleh investor dalam menilai perusahaan. Penilaian yang tinggi pada perusahaan akan berdampak pada tingkat *underpricing* semakin rendah.

Reputasi auditor secara parsial tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap tingkat *underpricing* saham penawaran umum perdana. Investor tidak hanya mempertimbangkan informasi yang disediakan oleh auditor terkenal tetapi informasi lain juga

Total aset perusahaan secara parsial tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap tingkat *underpricing* saham penawaran umum perdana. Jumlah aset yang dimiliki perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran umum perdana di Indonesia sangat rendah. Total aset perusahaan bukan merupakan sinyal yang menentukan tingkat *underpricing*.

Umur perusahaan secara parsial tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap tingkat *underpricing* saham penawaran umum perdana. Rata-rata umur perusahaan di Indonesia yang melakukan penawaran umum perdana masih muda yaitu 23 tahun. Semakin lama perusahaan berdiri, kemungkinan semakin banyak informasi yang didapat oleh investor dan mengurangi asimetri informasi. Umur perusahaan bukan faktor signifikan dan tidak menentukan tingkat *underpricing* saham penawaran umum perdana.

Persentase jumlah saham yang ditawarkan yang secara parsial tidak berpengaruh signifikan positif terhadap tingkat *underpricing* saham penawaran umum perdana. Jumlah saham yang dimiliki *insider* tidak mempengaruhi penilaian investor dalam berinvestasi. Persentase jumlah saham yang ditawarkan bukan merupakan sinyal dan tidak menentukan tingkat *underpricing* saham penawaran umum perdana.

DAFTAR RUJUKAN

- Aini, S. N. (2013). Faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* saham pada perusahaan IPO di BEI. *Jurnal Ilmiah Manajemen*, 1(1), 88–102.
- Allen, F., & Faulhaber, G. (1989). Signaling by *Underpricing* in the IPO Market. *Journal of Financial Economics*, 23, 303-323.
- Ariawati, S. (2005). *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing Pada Penawaran Saham Perdana (IPO)* (Studi pada perusahaan Go publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta Tahun 1999-2003). *Tesis*. Program Studi Magister Manajemen Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.
- Arifin, Z. (2010). Potret IPO di Bursa Efek Indonesia, 89–100.
- Arman, A. (2012). Pengaruh Umur dan Ukuran Perusahaan, Reputasi *Underwriter*, Dan Return On Equity Terhadap Tingkat *Underpricing* Saham Di Bursa Efek Indonesia. *Pekan Ilmiah Dosen FEB- UKSW*, 107–120.
- Balvers, R., McDonald, .. & Miller, R. (1988). *Underpricing* of new issues and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation. *The Accounting Review*, 63 (4), 605-622.
- Baron, D. (1982). September. A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *The Journal of Finance*, 37 (4), 955-976 *Economics* 71,3-26.
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the *underpricing* of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 213–232. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90055-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90055-3)
- Ben-Zion, U., & Shalit, S. (1975). Size, Leverage, and Dividend Record as Determinants of Equity
- Carter, R., Dark, F., Singh, A. (1998). *Underwriter Reputation*, Initial Returns, and the Long-Run performance of IPO Stocks. *The Journal of Finance*, LIII (1), 285-311.
- Chishty, M., Hasan, I., & Smith, S. (1996). A Note on *Underwriter Competition* and Initial Public Offerings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23 (5 & 6) 905-914

- DeAngelo, L. E. (1981). Auditor Size and Audit Quality. *Journal of Accounting Economics* (3), 183-199.
- Durukan, M. (2002). The Relationship Between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of Istanbul Stock Exchange. *Managerial Finance*, 28 (2), 18-38.
- Emilia, Sulaiman, L., & Sembel, R. (2008). Faktor-faktor yang mempengaruhi Initial Return 1 Hari, Return 1 Bulan, dan Pengaruh Terhadap Return 1 Tahun Setelah IPO. *Journal of Applied Finance and Accounting*, 1 (1), 116-140.
- Eckbo, B. Espen. (2007). *Handbook of Corporate Finance Empirical Corporate Finance Volume 1*. North-holland: Elsevier.
- Ehrhardt, M., & Brigham, E. (2011). *Financial Management: Theory and Practice 13th edition*. Ohio: South-Western Cengage Learning.
- Handayani, S. R. (2008). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing pada Penawaran Umum Perdana (Studi Kasus pada Perusahaan Keuangan Yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta Tahun 2000-2006). *Thesis Universitas Diponegoro*.
- Hartono, M. J. (2013). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Ketujuh*. Yogyakarta:
- How, J., Izan, H., & Monroe, G. (1995). Differential Information and the Underpricing of Initial Public Offerings: Australian Evidence. *Accounting & Finance*, 35 (1), 87-105.
- Junaeni, I., & Agustian, R. (2013). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing Saham Perusahaan yang Melakukan Initial Public Offering di BEI. *Jurnal Ilmiah WIDYA*, 1(1), 52-59.
- Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia No.859/KMK.01/1987 tentang laporan keuangan.
- Keown, A. J., Martin, J. D., Petty, J. W., & Jr., D. F. (2005). *Financial Management: Principles and Applications 10th edition*. New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Kim, J.-B., Krinsky, I., & Lee, J. (1993). Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea. *Journal of Business Finance and Accounting*, 20 (2), 195-211.
- Kiyamaz, H. (2000). The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market: evidence from Istanbul stock exchange. *Journal of Multinational Financial Management*, 10, 213-227.
- Knopf, J., & Teall, J. (1999). The IPO Effect and Measurement of Risk. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 12 (2), 51-58.
- Leland, H., & Pyle D. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32 (2), 371-387.
- Lestari, A. H., Hidayat, R. & Sulasmiyati, S. (2015). Analisis FaktorFaktor Yang Mempengaruhi Underpricing Saham Pada Penawaran Umum Perdana Di BEI Periode 2012-2014 (Studi Pada Perusahaan Yang Melaksanakan IPO Di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2014). *Jurnal Administrasi Bisnis* Vol. 25 (1) .
- Lowry, M., & Schwert, G. W. (2004). Is the IPO pricing process efficient? *Journal of Financial Economics* 71,3-26.
- Martani, D., Sinaga, I. L., & Syahroza, A. (2012). Analysis on Factors Affecting IPO Underpricing and their Effects on Earnings Persistence. *World Review of Business Research*, 2(2), 1-15.
- Menon, K., & Williams, D. (1991). Auditor Credibility and Initial Public Offerings. *The Accounting Review*, 66 (2), 313-332.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*. The Journal of Finance. LIII (1). 27-64.
- Purwanto, Wahyu, S., Faris S., & Wahyono B. (2014). Fenomena Underpricing pada Perusahaan yang Go Public di Indonesia. *Ekonomi Bisnis & Kewirausahaan* vol III (1).
- Pusat Pembinaan Profesi Keuangan. (2016). Peringkat KAP di Indonesia. Malang: Ikatan Akuntansi Indonesia.
- Risqi, I. A., & Harto, P. (2013). Analisis Faktor - Faktor Yang Mempengaruhi Underpricing Ketika Initial Public Offering (IPO) Di Bursa Efek Indonesia. *Diponegoro Journal Of Accounting*, 2, 1-7.
- Rosyati dan Sebeni. (2002). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta 1997-2000. *Simposium Nasional Akuntansi V*, IAI, September.
- Rosyidah, L. (2015). Firm Characteristics , Underwriter Reputation , Auditor Reputation and Underpricing, 6(6), 112-118.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2009). *Pengantar Keuangan Perusahaan Fundamentals of Corporate Finance edisi delapan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Rotty, S. D. (2002). *Investigasi Anomali IPO di Bursa Efek Jakarta*. Tesis. Program Pascasarjana Bidang Ilmu Ekonomi Program Studi Manajemen Keuangan Universitas Indonesia Depok.
- Scott, W. R. (2009). *Financial accounting theory 5th edition*. Ontario: Pearson Prentice Hall. *Analysis*. The Journal of Finance. LIII (1). 27-64.
- Sekaran, U. (2003). *Research Method for Business: A Skill-Building Approach*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Su, D. (2004). Leverage, Insider Ownership, and the Underpricing of IPO in China. *Journal of International Financial Markets, Institutions* 14, 37-54.
- Su, D. (2004). Leverage, Insider Ownership, and the Underpricing of IPO in China. *Journal of International Financial Markets, Institutions* 14, 37-54.

- Widodo, Y. D. (2005). *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Return Saham dan Return 15 Hari Setelah Initial Public Offering (IPO) (Penelitian Empiris di Bursa Efek Jakarta)*. Tesis, Program Studi Ilmu Manajemen Pascasarja Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia Depok.
- Zhang, Y., Sherman A., & Xiaolei, L. (2007). *Media Coverage and IPO Underpricing*. Elsevier.