

Analisis *Underpricing* pada Penawaran Saham Perdana: Faktor Determinan dan Konsekuensinya terhadap Persistensi Laba

INDITA AZISIA RISQI

PUJI HARTO*

Universitas Diponegoro

Abstract: *This research aims to analyze the determinant factors of underpricing and its consequences on earnings persistence. Some determinant factors can be divided into underwriter reputation, auditor's reputation, return on equity (ROE) and leverage. It was hypothesized that the population of the study was company undertaken initial public offering (IPO) in Bursa Efek Indonesia (BEI). Samples were taken from those IPO firms in the 2007-2011 period, resulting in 71 companies. Two models of multiple regressions then used to analyze the determinant factors and outcome of the underpricing respectively. The results of this research showed that the underwriter's reputation has negative and significant effect on underpricing. Subsequent analysis showed that the higher extent of underpricing was related with lower earnings persistence. This study has implication to the investors that the reputation of underwriter becoming a crucial factors that give signal to the market about the quality of the firm. It also implies that investor should alert about the deep discount of initial return that could be an indication towards the low quality of accounting earnings.*

Keywords: *IPO Underpricing, Earnings Persistence, Underwriter Reputation, Auditor Reputation, Return on Equity, Leverage Ratio.*

* Corresponding author: puji_to@yahoo.com

1. Pendahuluan

Penawaran saham perdana kepada publik melalui pasar perdana dikenal dengan istilah *Initial Public Offering* (IPO) sebagai salah satu upaya perusahaan untuk memperoleh sumber pendanaan dari masyarakat. Melalui mekanisme IPO perusahaan akan resmi berstatus sebagai perusahaan terbuka. Selanjutnya saham yang dijual kepada publik akan dicatat pada bursa efek dan dapat diperjual belikan pada pasar sekunder.

Penentuan harga saham pada pasar perdana merupakan hal yang krusial sebagai salah satu faktor keberhasilan proses IPO karena berkaitan dengan besarnya dana yang akan diperoleh oleh emiten dan risiko yang ditanggung oleh *underwriter*. Emiten memiliki kepentingan untuk membuka penawaran harga yang tinggi karena menginginkan pemasukan dana semaksimal mungkin. Disisi lain, *underwriter* sebagai penjamin emisi berusaha untuk meminimalisir risiko agar tidak mengalami kerugian akibat tidak terjualnya saham yang ditawarkan. Upaya yang dilakukan *underwriter* untuk mencegah tidak terjualnya saham emiten adalah dengan melakukan negosiasi dengan emiten agar harga saham tersebut tidak terlalu tinggi saat dijual. Penentuan harga sekuritas tersebut dilakukan melalui kesepakatan antara perusahaan emiten dengan *underwriter* (penjamin emisi saham) yang telah ditunjuk oleh perusahaan emiten, sedangkan harga saham pada saham sekunder ditentukan oleh mekanisme pasar (permintaan dan penawaran). Apabila harga saham pada saat IPO lebih rendah dibandingkan dengan harga saham di pasar sekunder pada hari pertama, maka akan terjadi fenomena yang disebut *underpricing*.

Underpricing merupakan fenomena yang menarik karena dialami oleh sebagian besar pasar modal di dunia dan seringkali dijumpai di pasar perdana (Ritter, 1991). Fenomena *underpricing* timbul karena adanya *asymmetric information*, sehingga menimbulkan ketidakpastian *ex-ante* bagi investor. Ketidakpastian *ex-ante* tersebut menimbulkan risiko bagi *underwriter* dan emiten karena berhubungan dengan nilai intrinsik perusahaan. Tingkat

ketidakpastian yang tinggi berpengaruh terhadap penentuan harga saham perdana yang seringkali dibuat lebih rendah daripada harga intrinsik perusahaan.

Fenomena lain adalah adanya penurunan harga saham atau kinerja perusahaan yang telah menerbitkan harga saham dalam jangka panjang (*Longrun underperformance*). Penurunan ini ditandai dengan menurunnya harga saham perusahaan dari waktu ke waktu dibandingkan dengan kinerja pasar secara keseluruhan maupun kinerja industri (Ritter, 1991). *Longrun underperformance* terjadi pada saat kinerja perusahaan saat IPO tidak dapat dipertahankan dan cenderung menurun setelah periode IPO. Bertahannya pendapatan dapat dijelaskan sebagai kemampuan perusahaan untuk mempertahankan persistensi laba. Penurunan kinerja jangka panjang menunjukkan bahwa persistensi laba dalam laporan keuangan relatif rendah. Penelitian ini akan meneliti hubungan antara *underpricing* dengan *earnings persistence*.

Tujuan investor menggunakan informasi mengenai perusahaan emiten untuk mengetahui tentang kondisi perusahaan pada saat ini dan bagaimana prospek di masa depan. Prospek ini dapat diprediksi dengan menggunakan persistensi laba perusahaan. Dengan persistensi laba yang tinggi maka ketidakpastian di masa depan akan lebih rendah, sehingga *underpricing* dan *earnings persistence* memiliki hubungan negatif. Selain itu penelitian ini akan menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing*.

Penelitian ini akan meneliti hubungan antara *underpricing* dengan *earnings persistence*. Tujuan investor menggunakan informasi mengenai perusahaan emiten untuk mengetahui tentang kondisi perusahaan pada saat ini dan bagaimana prospek di masa depan. Prospek ini dapat diprediksi dengan menggunakan persistensi laba perusahaan. Dengan persistensi laba yang tinggi maka ketidakpastian di masa depan akan lebih rendah, sehingga *underpricing* dan *earnings persistence* memiliki hubungan negatif. Selain itu penelitian ini akan menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing*.

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Yolana dan Martani (2005) serta Martani, Sinaga dan Syahroza (2012) dengan beberapa modifikasi. Penelitian ini menggunakan periode penelitian yang terbaru, serta penambahan variabel independen dan variabel kontrol. Leverage ditambahkan sebagai variabel independen yang menunjukkan tingkat risiko perusahaan. Sedangkan reputasi auditor dilihat melalui spesialisasi industri sebagai ukuran yang lebih akurat dibanding ranking *big four*. Selain itu variabel kontrol kondisi pasar ditambahkan dalam penelitian ini. Penyajian didalam artikel ini dibagi menjadi beberapa bagian. Bagian dua berbicara tentang kajian literature dan pengembangan hipotesis. Bagian ketiga menjelaskan metoda penelitian. Bagian keempat mengungkap hasil penelitian dan pembahasannya. Pada bagian terakhir, akan berisi kesimpulan, keterbatasan dan saran penelitian selanjutnya.

2. Tinjauan Literatur dan Perumusan Hipotesis

Fenomena *underpricing* dapat dijelaskan oleh teori sinyal (*signalling theory*). Pada teori sinyal, perusahaan berusaha memberikan sinyal kepada pasar mengenai kualitas mereka. Sinyal dapat berupa informasi yang bersifat finansial maupun non finansial yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain. Agar sinyal tersebut efektif, maka harus dapat ditanggapi oleh pasar dan di presepsikan baik, serta tidak mudah ditiru oleh perusahaan yang berkualitas buruk (Megginson, 1997). Menurut Allen dan Faulhaber (1989), perusahaan yang berkualitas buruk tidak mudah untuk meniru perusahaan yang berkualitas baik yang melakukan *underpricing*, hal ini disebabkan karena *cash flow* periode berikutnya akan mengungkapkan tipe perusahaan tersebut (baik atau buruk). Pada perusahaan yang buruk, *cash flow* yang tinggi pada periode berikutnya jarang terjadi, akibatnya revisi harga saham juga jarang terjadi. Dengan demikian, biaya untuk melakukan *underpricing* akan semakin besar untuk perusahaan yang buruk.

Menurut Welch (1989), *underpricing* sebagai sinyal disebut *signalling device*, dengan tujuan utamanya adalah memaksimalkan harga penawaran pada penerbitan saham berikutnya. *Signalling cost (underpricing)* akan menjadi penghalang yang sangat berat untuk perusahaan dengan kualitas yang rendah. Implikasi yang telah diuji oleh model Welch adalah perusahaan dengan tingkat *underpricing* yang tinggi akan dengan segera melakukan penerbitan saham untuk berikutnya. Selain itu juga perusahaan yang melakukan *subsequent issues* (penerbitan saham yang berikutnya) akan cenderung memiliki nilai intrinsik yang lebih tinggi.

Sejumlah studi mempelajari bukti-bukti empiris mengenai sinyal *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO. Salah satu pendekatannya adalah untuk mengetahui kandungan informasi (*information content*) dari sinyal IPO dengan memeriksa apakah ada hubungan antara sinyal dengan nilai pasar pasca IPO saham. Di dalam pasar dimana informasi sangat mudah diperoleh, nilai perusahaan sepenuhnya ditentukan oleh keputusan investasi dan pendanaannya.

Beberapa penelitian empiris yang dilakukan memiliki hasil yang beragam. Martani dan Yolana (2005) melakukan penelitian dengan menggunakan data dari Bursa Efek Jakarta pada tahun 1994-2001 dengan menggunakan lima variabel yaitu reputasi *underwriter*, rata-rata nilai tukar, ukuran perusahaan, *return on equity*, dan jenis industri. Penelitian ini menemukan bahwa semua variabel memiliki hubungan yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* kecuali reputasi *underwriter*.

Penelitian Ardiansyah (2002) menggunakan variabel keuangan seperti profitabilitas perusahaan, *financial leverage*, EPS, *proceed*, pertumbuhan laba, *current ratio*, serta variabel non keuangan seperti besaran perusahaan dan kondisi perekonomian. Hanya variabel EPS yang berpengaruh terhadap *initial return* saham *underpricing*. Sedangkan variabel non keuangan berupa kondisi perekonomian memiliki pengaruh terhadap *initial*

return, sedangkan variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, umur perusahaan, dan jenis industri tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return* saham *underpricing*.

Sejalan dengan penelitian sebelumnya, Wardoyo dan Saputra (2008) menggunakan variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, *financial leverage*, *Return on Asset* (ROA), dan umur perusahaan dalam mempengaruhi *underpricing*. Periode penelitian dilakukan dalam rentang tahun 2003-2007 dengan menggunakan sampel 52 perusahaan yang melakukan IPO. Hasil yang diperoleh dalam penelitian ini adalah reputasi auditor dan ROA berpengaruh terhadap *underpricing*.

Yoga (2009) melakukan penelitian sejenis dengan menggunakan variabel *Return on Asset* (ROA), *leverage*, ukuran perusahaan, harga saham perdana, reputasi *underwriter*, persentase saham yang ditawarkan kepada publik, waktu IPO, dan umur perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan ROA, harga saham, reputasi *underwriter*, berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Disisi lain, tingkat *leverage*, persentase saham dan waktu IPO berpengaruh positif dan signifikan terhadap *underpricing*. Hasil ini sesuai dengan temuan Sulistio (2005) yang menemukan bahwa tingkat *leverage* dan persentase pemegang saham lama mempengaruhi *initial return* secara signifikan.

Martani (2004) meneliti pengaruh manajemen informasi dan faktor determinan lain terhadap harga saham, *Initial Return*, dan kinerja jangka panjang saham. Manajemen informasi yang digunakan adalah indeks pertumbuhan penjualan sebelum IPO, indeks pertumbuhan sesudah IPO, dan pergantian auditor. Untuk melihat pengaruh hubungan tersebut digunakan data empiris perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1989-2000. Penelitian ini menunjukkan hubungan negatif antara *underpricing* dan persistensi laba. Namun, hubungan ini hanya ditemukan dalam tahun pertama setelah IPO. Pada tahun kedua setelah IPO, hubungan ini tidak ditemukan. Hal ini konsisten dengan

penelitian pada jangka panjang *underperformance* di Indonesia yang hanya ditemukan pada periode pertama dari satu tahun setelah IPO.

2.1 Pengaruh reputasi *underwriter* terhadap *underpricing*

Penjamin emisi (*underwriter*) berperan penting dalam proses IPO, salah satunya dalam proses penetapan harga saham perdana. Reputasi *underwriter* diyakini menjadi pertimbangan penting bagi investor untuk membeli saham suatu perusahaan. Reputasi *underwriter* dapat digunakan sebagai sinyal yang baik bagi investor dan dapat mengurangi ketidakpastian *ex-ante* (Beatty, 1989).

Dalam proses IPO, penjamin emisi bertanggung jawab atas saham yang dijual sehingga jika saham tidak terjual penjamin emisi wajib bertanggung jawab dengan cara membelinya. Untuk meminimalisir risiko penjamin emisi menentukan harga IPO dengan cara tawar menawar harga dengan perusahaan emiten. Penjamin emisi (*underwriter*) yang memiliki reputasi tinggi dapat mengurangi konflik yang terjadi dengan menetapkan harga saham perdana sesuai dengan kondisi perusahaan, sehingga akan mengurangi *underpricing*.

Melalui reputasi *underwriter* yang baik, tingkat *underpricing* akan lebih rendah. Menurut Ghozali dan Mudrik Al Mansur (2002), reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* dengan tingkat signifikansi 10%. Berdasarkan uraian tersebut maka diturunkan hipotesis sebagai berikut.

H₁: *Reputasi underwriter berpengaruh negatif terhadap underpricing.*

2.2 Pengaruh reputasi auditor terhadap *underpricing*

Perusahaan yang melakukan IPO akan memilih Kantor Akuntan Publik (KAP) yang memiliki reputasi baik, karena reputasi auditor berpengaruh pada kredibilitas laporan keuangan ketika perusahaan melakukan *go public*. Pendapat wajar tanpa pengecualian dari

auditor bereputasi baik mempunyai peran sebagai sinyal positif kepada pasar. Dengan adanya sinyal yang positif mengenai reputasi auditor dan reliabilitas informasi keuangan yang ditampilkan, maka diharapkan dapat mengurangi *underpricing*.

Menurut Rochayani dan Setiawan (2004), penggunaan jasa auditor dan penjamin emisi yang bereputasi baik akan memberikan sinyal mengenai nilai perusahaan dan kualitas IPO kepada investor yang potensial dan memberikan jaminan bahwa ramalan laba yang dibuat sesuai dengan aturan-aturan yang semestinya dan bahwa asumsi yang digunakan mempunyai dasar yang rasional terhadap ramalan yang dibuat manajemen. Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut

H₂: *Reputasi auditor berpengaruh negatif terhadap underpricing.*

2.3 Pengaruh profitabilitas terhadap *underpricing*

Tingkat profitabilitas merupakan salah satu sinyal fundamental yang penting bagi keputusan investasi. Ukuran profitabilitas memberikan investor informasi mengenai seberapa besar tingkat pengembalian modal investor dari perusahaan yang berasal dari kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba. Tingkat profitabilitas yang tinggi akan memberikan sinyal positif mengenai prospek perusahaan di masa mendatang. Hal ini memungkinkan naiknya harga penawaran saham di pasar sekunder yang disebabkan permintaan akan saham tersebut meningkat. Kemungkinan investor mendapatkan *return* awal yang relatif rendah tetapi dalam jangka panjang setelah memasuki pasar sekunder kemungkinan investor mendapatkan *return* yang lebih tinggi seiring dengan meningkatnya profitabilitas.

Menurut Kim (1999) berdasarkan teori *Signalling* untuk mengatasi penilaian yang rendah terhadap harga saham, maka perusahaan yang berkualitas baik dapat memberikan sinyal kualitas kinerja perusahaan. Semakin tinggi tingkat profitabilitas maka kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada masa yang akan datang juga lebih tinggi. Sinyal

profitabilitas yang tinggi diharapkan dapat memiliki harga tawar terhadap tingkat underpricing yang lebih rendah. Berdasarkan uraian tersebut maka diturunkan hipotesis sebagai berikut:

H₃: *Return on Equity (ROE) berpengaruh negatif terhadap underpricing.*

2.4 Pengaruh tingkat leverage terhadap underpricing

Tingkat *leverage* menggambarkan risiko yang diukur dengan membandingkan total kewajiban perusahaan dengan total aset. Menurut penelitian yang dilakukan Kim *et al.*, (1995) bahwa tingkat *leverage* berkorelasi positif dengan *initial return*. Secara umum, sebagian besar perusahaan di Indonesia masih mengandalkan pinjaman bank sebagai sumber pendanaan utama perusahaan. Semakin tinggi tingkat hutang perusahaan maka semakin tinggi perusahaan mengalami risiko financial distress yang berujung pada risiko kebangkrutan perusahaan. Oleh karena itu, tingkat hutang yang tinggi mencerminkan sinyal yang kurang bagus bagi pasar.

Tingkat *leverage* perusahaan yang tinggi menggambarkan risiko perusahaan yang tinggi pula sehingga investor dalam melakukan keputusan investasi akan menghindari penilaian harga saham perdana yang terlalu tinggi yang menyebabkan *underpricing*. Berdasarkan uraian tersebut maka diturunkan hipotesis sebagai berikut:

H₄: *Tingkat leverage berpengaruh positif terhadap underpricing.*

2.5 Pengaruh underpricing terhadap Earnings Persistence

Earnings persistence adalah laba yang dapat digunakan sebagai indikator *future earnings*, dengan kata lain persistensi laba yaitu kemampuan laba suatu perusahaan untuk bertahan di masa depan. Persistensi laba merupakan salah satu komponen dari nilai prediksi laba dalam menentukan kualitas laba. Kualitas laba adalah laba yang mencerminkan keberlanjutan untuk

masa depan. Jika perusahaan memiliki persistensi laba yang tinggi maka ketidakpastian di masa depan akan rendah sehingga tingkat *underpricing* rendah. Ketidakpastian muncul karena adanya asimetri informasi sehingga investor tidak yakin mengenai kinerja perusahaan di masa depan sehingga semakin besar pula terjadinya *underpricing*. Tingkat *underpricing* yang tinggi menunjukkan tingkat ketidakpastian yang tinggi dan berakibat pada tingkat persistensi laba yang semakin rendah.

Frankel & Litov (2009) menyatakan bahwa proksi ketidakpastian *ex-ante* dapat dilihat dari persistensi laba yang dimiliki perusahaan. Jika perusahaan memiliki persistensi yang tinggi maka prediksi laba masa mendatang menjadi lebih smooth. Hal ini berguna untuk mengurangi *volatilitas* laba di masa depan. Berdasarkan uraian tersebut maka dapat diturunkan hipotesis sebagai berikut:

H₅: *Underpricing berpengaruh negatif terhadap earnings persistence perusahaan.*

3. Metode Penelitian

3.1 Variabel Penelitian

Penelitian ini dibagi menjadi dua model analisis dengan masing-masing model memiliki variabel dependen yaitu *underpricing* dan *earning persistence*. Definisi operasional dari *underpricing* yaitu harga penawaran perdana yang dinilai lebih rendah dibanding kinerja fundamental perusahaan. *Underpricing* diukur dengan menggunakan rumus *initial return* saham yaitu selisih harga penutupan hari pertama perdagangan saham di pasar sekunder dikurangi dengan dengan harga penawaran perdana dibagi dengan harga penawaran perdana. Ormula untuk *initial return* adalah sebagai berikut:

$$IR = \frac{P_{t1} - P_{t0}}{P_{t0}} \times 100 \%$$

Ket :

IR= *return* awal

P_0 = Harga penawaran perdana (*offering price*)

P_1 = Harga penutupan (*closing price*) pada hari pertama perusahaan tercatat di pasar sekunder

Variabel persistensi laba menggambarkan konsistensi laba dalam memprediksi laba di masa mendatang. Tingkat persistensi laba tersebut merefleksikan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan laba yang diperoleh pada saat ini sampai satu periode di masa depan. Pengukuran variabel dilakukan dengan menggunakan nilai koefisien dari model regresi laba operasional tahun lalu dengan laba tahun sekarang dengan rumus:

$$E_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{t-1} + \varepsilon$$

Ket :

β = koefisien regresi

ε = residual error

E_{t-1} = Pendapatan operasional perusahaan 1 tahun sebelum tahun t

E_t = Pendapatan operasional perusahaan tahun t

Variabel independen penelitian ini terdiri dari reputasi underwriter, reputasi auditor, tingkat profitabilitas dan tingkat leverage. Reputasi *underwriter* dihitung menggunakan variabel *dummy*, dengan nilai 1 untuk penjamin emisi yang masuk *top 10* dalam *20 most active brokerage house monthly* berdasarkan total frekuensi perdagangan dan nilai 0 untuk penjamin emisi yang tidak masuk *top 10*.

Variabel reputasi auditor menggunakan variabel *dummy*, diukur melalui spesialisasi industri dimana skala 1 untuk >15% dan skala 0 untuk < 15%. *Return on Equity*

(ROE) merupakan ukuran tingkat profitabilitas perusahaan dengan pengukuran rasio antara laba bersih dibagi dengan total ekuitas. Tingkat *leverage* menggunakan rasio yang mengindikasikan jumlah hutang yang digunakan untuk membiayai aset perusahaan, pengukuran dengan membandingkan total hutang dengan total aset.

Variabel kontrol dalam penelitian ini meliputi ukuran perusahaan, jenis industri dan kondisi pasar. Ukuran perusahaan merupakan proksi dari tingkat ketidakpastian saham. Hal ini dapat dilihat perusahaan yang berskala besar cenderung lebih dikenal masyarakat sehingga informasi prospek perusahaan emiten lebih mudah diperoleh oleh investor, sehingga tingkat ketidakpastian yang akan dihadapi di masa depan oleh calon investor mengenai perusahaan emiten dapat diperkecil apabila informasi yang diperoleh banyak (Ardiansyah, 2004). Variabel ukuran perusahaan pada diperoleh dengan menggunakan logaritma natural dari total aset perusahaan.

Umur perusahaan emiten menunjukkan seberapa lama perusahaan mampu bertahan dan bersaing sehingga merupakan salah satu hal yang dipertimbangkan investor dalam menanamkan modal. Perusahaan yang telah lama berdiri bisa didefinisikan sebagai perusahaan yang sudah tahan uji sehingga kadar risikonya relatif rendah (Suyatmin, 2006). Umur perusahaan diukur berdasarkan jumlah tahun, dihitung sejak berdirinya perusahaan sampai dengan melakukan IPO.

Jenis industri diukur dengan mengelompokkan perusahaan emiten menjadi perusahaan sektor keuangan dan sektor non keuangan. Pengukuran variabel ini dengan menggunakan variabel *dummy* dengan penentuan jenis industri menggunakan skala 1 untuk sektor keuangan dan 0 untuk sektor non keuangan. Hal ini disebabkan adanya regulasi yang mengharuskan perusahaan sektor keuangan mengungkapkan laporan kondisi perusahaannya pada masyarakat secara periodik, sehingga masalah *asymmetric information* dan

ketidakpatian lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan sektor non-keuangan (Alli, Yau dan Yung, 1994).

Market condition merupakan karakteristik pasar pada tahun dimana perusahaan melakukan IPO. Kondisi pasar yang bergairah (*hot market*) ditandai dengan frekuensi perusahaan yang melakukan IPO relatif tinggi dibandingkan dengan kondisi pasar yang leasu (*cold market*). Variabel ini diukur berdasarkan perbandingan jumlah perusahaan yang melakukan IPO tiap tahun dengan rata-rata jumlah IPO seluruh perusahaan dalam lima tahun penelitian. Jika pada tahun tersebut jumlah perusahaan yang melakukan IPO melebihi rata-rata IPO tahun pengamatan, maka masuk kategori *hot market* diberi skala 1. Sebaliknya, skala 0 diberikan untuk *cold market*.

3.2 Penentuan Sampel

Dalam penelitian ini populasi meliputi perusahaan yang *go public* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melakukan penawaran saham perdana (IPO). Sementara sampelnya adalah perusahaan yang melakukan IPO selama periode 2007 sampai 2011 dan masih *listing* di BEI setelah IPO. Sampel yang digunakan dipilih dengan metode *purposive sampling*, dengan beberapa kriteria antara lain perusahaan *go public* yang melakukan IPO selama periode 2007-2011, perusahaan tersebut mengalami *underpricing*, dan tersedia data yang diperlukan untuk penelitian ini.

3.3 Metode Analisis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan analisis regresi linear berganda, dengan persamaan berikut ini :

Model1:

$$UND_i = \alpha + \beta_1 UDW_i + \beta_2 AUD_i + \beta_3 ROE_i + \beta_4 LEV_i + \beta_5 AGE_i + \beta_6 SIZ_i + \beta_7 IND_i + \beta_8 MARKET_i + \varepsilon$$

Model 2:

$$PL_{it} = \alpha + \beta_1 UND_{it} + \beta_2 AGE + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MARKET_{it} + \varepsilon$$

Keterangan :

α = konstan

β = koefisien regresi

ε = residual error

UND_i = tingkat *underpricing* di perusahaan i

UDW_i = reputasi *underwriter* di perusahaan i

AUD_i = reputasi auditor, 1 jika auditor adalah spesialis di industri, 0 jika tidak

SIZ_i = ukuran perusahaan di perusahaan i

AGE_i = umur perusahaan di perusahaan i

ROE_i = *Return on Equity* di perusahaan i

LEV_i = Tingkat *leverage* di perusahaan i

IND_i = Jenis industri di perusahaan I, 1 jika industri keuangan, 0 jika industri

yang lain

$MARKET_i$ = *Market condition* di perusahaan i, 1 menunjukkan *hot market* dan 0 *cold market*

4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

4.1 Deskripsi Sampel Penelitian

Penelitian ini mengambil populasi perusahaan-perusahaan yang listing di BEI dengan mengambil sampel perusahaan yang melakukan penawaran perdana antara tahun 2007-2011. Identifikasi awal terhadap perusahaan yang melakukan penawaran perdana memperoleh 100 perusahaan selama periode pengamatan. Selanjutnya, sebanyak 29

perusahaan harus dikeluarkan dari sampel karena mengalami *overpricing*, sehingga total terdapat 71 perusahaan yang menjadi sampel akhir penelitian. Pada model 2 sampel perusahaan berkurang menjadi 64 dikarenakan terdapat 7 perusahaan yang datanya tidak lengkap atau tidak memenuhi kriteria pengujian. Secara ringkas urutan seleksi sampel dapat dilihat pada tabel 1.

----- Tabel 1 -----

Profil deskripsi variable penelitian berupa nilai minimum, maksimum, rata-rata dan standar deviasi dapat dilihat pada tabel 2.

----- Tabel 2 -----

Data penelitian sebagaimana diringkas pada tabel 2 tersebut menunjukkan bentuk statistik deskriptif dari variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini yang berbentuk skala interval atau rasio maupun *dummy* variabel. Variabel *underpricing* adalah selisih harga saham yang ditawarkan oleh *underwriter* pada perdagangan saham perdana di BEI dengan harga saham perdana di pasar sekunder menunjukkan nilai rata-rata pada model 1 sebesar 0,3715 atau 37,15%. Hal ini berarti bahwa rata-rata perusahaan sampel mengalami *underpricing* sebesar 37,15% dari harga saham yang ditawarkan. Dengan kata lain estimasi perusahaan oleh perusahaan itu sendiri dinilai lebih rendah dibanding dengan estimasi perusahaan oleh investor. Tingkat *underpricing* terendah adalah sebesar 0,02 dan tertinggi mencapai 1,75. Pada model 2 nilai rata-rata sebesar -1,4490 atau -44,90%. Hal ini berarti bahwa rata-rata perusahaan sampel mengalami *underpricing* sebesar -144,90% dari harga saham yang ditawarkan. Dengan kata lain estimasi perusahaan oleh perusahaan itu sendiri

dinilai lebih rendah dibanding dengan estimasi perusahaan oleh investor. Tingkat *underpricing* terendah adalah sebesar -3,91 dan tertinggi mencapai 0,56.

Ukuran perusahaan (SIZE) dalam hal ini diukur dengan total aset. Rata-rata total aset dari perusahaan-perusahaan sampel setelah dilakukan transformasi logaritma natural adalah sebesar 28,2535 dengan nilai $\ln(\text{total asset})$ terkecil sebesar 21 dan nilai $\ln(\text{total asset})$ terbesar adalah sebesar 34. Variabel keuangan berupa profitabilitas sebelum IPO yang diukur dengan menggunakan ROE menunjukkan rata-rata sebesar 0,1058 atau 10,58%. Hal ini berarti bahwa rata-rata perusahaan sampel sebelum IPO mampu mendapatkan laba bersih hingga 10,58% dari ekuitas perusahaan. Nilai ROE terendah adalah sebesar -0,20 atau -20% dan ROE tertinggi adalah sebesar 0,77 atau 77%.

Umur perusahaan (AGE) yang melakukan IPO menunjukkan pengalaman perusahaan pada produk dan pasar. Rata-rata umur perusahaan yang melakukan IPO menunjukkan nilai rata-rata sebesar 16,7324. Hal ini berarti bahwa rata-rata perusahaan sampel sudah berdiri selama 16,27 tahun sebelum melakukan penjualan saham mereka kepada publik di BEI. Umur terkecil adalah 1 tahun sedangkan umur perusahaan terbanyak adalah 76 tahun.

Variabel keuangan lain berupa *leverage* (LEV) sebelum IPO menunjukkan rata-rata sebesar 0,4559. Hal ini berarti bahwa rata-rata perusahaan sampel sebelum IPO memiliki hutang hingga sebesar 45,59% dibanding ekuitas perusahaan. Nilai LEV terendah adalah sebesar 0,11 dan *Leverage* tertinggi adalah sebesar 0,92. Variabel *earnings persistence* yang merupakan nilai dari koefisien regresi dari rasio antara laba bersih dari perusahaan pada tahun saat IPO menunjukkan nilai rata-rata sebesar 16,5581. Meskipun demikian nilai minimum yang memiliki tanda negatif yaitu sebesar sebesar 13,60 sedangkan nilai maksimum mencapai 19,07.

4.2 Pembahasan Hasil Penelitian

Berdasarkan tabel 3 terlihat bahwa nilai *R Square* MODEL 1 sebesar 0,27. Hal ini berarti bahwa variabel dependen yaitu pengungkapan *underpricing* dipengaruhi oleh variabel reputasi *underwriter*, reputasi auditor, *return on equity*, tingkat *leverage* sebesar 27%. Nilai F hitung sebesar 2,92 dengan probabilitas 0,08 yang lebih kecil dari 0,05, Nilai *R Square* MODEL 2 sebesar 0,24. Hal ini berarti bahwa variabel dependen yaitu pengungkapan *earning persistence* dipengaruhi oleh variabel *underpricing* sebesar 24%. Nilai F hitung sebesar 3,74 dengan probabilitas 0,005 yang lebih kecil dari 0,05

----- Tabel 3 -----

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa reputasi *underwriter*, reputasi auditor, *return on equity*, tingkat *leverage* secara bersama-sama (simultan) berpengaruh terhadap variabel *underpricing* (UND) dan *underpricing* berpengaruh terhadap variabel persistensi laba. Hasil pengujian hipotesis pertama pada model 1 menunjukkan nilai *sig* sebesar 0,003, dimana nilai signifikan tersebut berada di bawah 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel reputasi *underwriter* (UDW) berpengaruh secara signifikan terhadap pengungkapan *underpricing*. Nilai beta *unstandardized coefficients* diperoleh sebesar -0,803. Hasil ini konsisten dengan penelitian Caster dan Manaster (1990), Sandhiaji (2004), Rosyati dan Sabeni (2002) yang menemukan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *underpricing*. Hal ini menunjukkan bahwa *underwriter* yang bereputasi tinggi lebih berani menentukan harga yang tinggi atas konsekuensi dari kualitas penjaminannya sehingga tingkat *underpricing* rendah. Dalam hal ini *underwriter* memiliki informasi yang lengkap tentang pasar sehingga investor menggunakan *underwriter* sebagai salah satu pertimbangan dalam berinvestasi di pasar modal.

Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa reputasi auditor (AUD) tidak berpengaruh terhadap pengungkapan *underpricing* dengan nilai *sig* sebesar 0,944 yang berada jauh di atas 0,05 dan nilai beta *unstandardized coefficients* sebesar 0,024. Hasil ini konsisten dengan penelitian penelitian Sulistio (2005) dan Rosyati dan Sabeni (2002) bahwa reputasi auditor tidak berpengaruh pada tingkat *underpricing*. Temuan ini memberikan bukti bahwa investor kurang mempertimbangkan reputasi auditor dalam penilaian perusahaan emiten yang melakukan IPO. Hal ini mungkin terjadi karena lemahnya kepercayaan masyarakat terhadap hasil laporan auditor, walaupun emiten telah menggunakan jasa auditor yang bereputasi tinggi.

Hasil pengujian hipotesis ketiga menunjukkan *return on equity* (ROE) tidak berpengaruh terhadap pengungkapan *underpricing* dengan nilai *sig* sebesar 0,096 yang berada jauh di atas 0,05. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel *return on equity* hanya mendapat dukungan secara lemah pada tingkat kepercayaan 0,10. Hasil ini berbeda dengan Yolana dan Martani (2005) yang menunjukkan bahwa ROE berpengaruh signifikan positif terhadap *underpricing*.

Hasil pengujian hipotesis keempat menunjukkan bahwa tingkat *leverage* (LEV) tidak berpengaruh terhadap pengungkapan *underpricing*. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Suyatmi dan Sujadi (2006) yang dalam penelitiannya menunjukkan bahwa tingkat *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Tidak berpengaruhnya tingkat *leverage* terhadap *underpricing* dikarenakan investor lebih melihat faktor-faktor lain di luar perusahaan seperti krisis global pada tahun 2008 yang menyebabkan nilai tukar rupiah terhadap US Dolar melambung tinggi. Perekonomian yang tidak stabil ini membuat perusahaan yang mempunyai pinjaman dalam US Dollar seperti Adaro Energy tbk, Trada Maritime tbk, dan Elnusa tbk akan berusaha menutup pinjamannya

dengan dana IPO dimana hal tersebut berpengaruh terhadap penilaian investor dalam keputusan investasinya.

Hasil pengujian pada model 2 menunjukkan hasil *underpricing* (UND) berpengaruh negatif terhadap persistensi laba. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Martani, *et al.* (2012) yang menemukan *underpricing* berpengaruh positif dan signifikan terhadap persistensi laba. Terkait dengan kinerja operasi setelah IPO menurut Jain dan Kini (1994), kinerja operasi yang baik dari sebelum IPO dapat membawa penilaian optimis dari pasar yang didasarkan pada ekspektasi pada pertumbuhan pendapatan di masa depan meningkat. Persistensi laba satu tahun setelah IPO dapat menunjukkan kemampuan emiten untuk menunjukkan kinerja yang baik dan menjaga kepercayaan investor setidaknya pada periode pertama setelah investasi dilakukan. Semakin tinggi tingkat *underpricing* menandakan adanya *asymmetry information* menimbulkan ketidakpastian, sehingga investor tidak yakin terhadap kinerja perusahaan di masa depan. Ketidakpastian tersebut menurunkan nilai perusahaan dari sudut pandang investor, proksi dari ketidakpastian di masa depan dapat dilihat dari persistensi laba perusahaan.

5. Kesimpulan, Keterbatasan dan Saran Penelitian Selanjutnya

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel independen reputasi *underwriter*, reputasi auditor, *return on equity*, dan tingkat *leverage* secara bersama-sama (simultan) berpengaruh terhadap variabel *underpricing* (UND) dan tingkat *underpricing* berpengaruh terhadap variabel persistensi laba. Hasil pengujian hipotesis pada model 1 menunjukkan bahwa variabel reputasi *underwriter* berpengaruh negatif signifikan terhadap pengungkapan *underpricing*. Sedangkan variabel reputasi auditor, *return on equity*, dan tingkat *leverage* tidak menunjukkan pengaruh terhadap tingkat *underpricing*.

Pada model 2 tingkat *underpricing* berpengaruh negatif signifikan terhadap persistensi laba. Dengan demikian dapat disimpulkan informasi non akuntansi yang berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* adalah reputasi *underwriter* dan *underpricing* dapat memprediksi persistensi laba satu tahun setelah IPO, hal ini berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam menjaga persistensi laba pada periode awal setelah IPO bertujuan untuk menjaga kepercayaan investor.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. *Pertama*, Periode penelitian dan jumlah sampel relatif kecil untuk meneliti pengaruh *underpricing* terhadap persistensi laba sehingga kurang dapat digeneralisasi. *Kedua*, Penelitian ini hanya mencari pengaruh reputasi *underwriter*, reputasi auditor, *return on equity*, dan tingkat *leverage* terhadap *underpricing*. Sedangkan masih banyak variabel lain yang dapat mempengaruhi *underpricing* tersebut.

Berdasarkan keterbatasan tersebut, penelitian selanjutnya sebaiknya Penelitian selanjutnya dapat menggunakan jumlah sampel yang lebih banyak agar hasil yang didapat lebih *reliabel* dan dapat digunakan sebagai dasar analisis oleh pengguna informasi. *Kedua*, Penelitian mengenai pengaruh *underpricing* terhadap *earnings persistence* lebih baik dilakukan dalam jangka waktu yang lama karena persistensi laba umumnya lebih akurat jika dihitung dalam periode pengamatan yang panjang (lebih dari 1 tahun) sehingga pengaruh terhadap *underpricing* juga dapat dipelajari lebih baik.

Daftar Pustaka

- Aini, Shoviyah Nur. 2013. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *Underpricing* Saham Pada Perusahaan IPO Di BEI Periode 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Manajemen*, Vol 2 No. 2.
- Allen, Franklin, dan Faulhaber, G.. 1989. Signalling by Underpricing in IPO Market. *Journal of Financial Economics*.
- Ardiansyah, Misnen. 2003. Pengaruh Variabel Keuangan Terhadap Return Awal dan Return 15 hari Setelah IPO serta Moderasi Besaran Perusahaan Terhadap Hubungan antara Variabel keuangan dengan Return Awal dan Return 15 Hari Setelah IPO di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol. 7, No 2, Mei. Hal 125-153.
- Beatty, R., Ritter, J., 1986. Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics* 15, 213–232.

- Carter, Richard dan Steve Manaster. 1990. Initial Public Offering and Underwriter Reputation. *Journal of Finance*. Vol XIV, No 4, September.
- Frankel & Litov. 2009. Earnings Persistence. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 47, pp.182-190.
- Ghozali dan Mudrik Al Mansur. 2002. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat *Underpricing* di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol 4 No.1 74-88.
- Grinblatt, M., Hwang, C., 1989. Signaling and the pricing of unseasoned new issue. *Journal of Finance* 44, 393-420.
- Handayani, Sri Retno. 2008. *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Underpricing Pada Penawaran Umum Perdana Studi Kasus Pada perusahaan keuangan yang Go Public di Bursa Efeke Jakarta Tahun 2000-2006*. Tesis. Program Pasca Sarjana Fakultas Ekonomika Dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Jain, Bharat A., dan Kini. 1994. The Post-Issue Operating Performance of Initial Public Operating Firms. *Journal of Finance* XLIX (5): 1699- 1726.
- Karsana, Yussef widya, 2009. Analisis Kinerja Saham Emiten Dalam Periode Satu Tahun Setelah Penawaran Perdana, *Media Riset Akuntansi, Auditing & Informasi*, Vol 9 No 3,33-56
- Leland, H., Pyle, D. 1977. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance* 32, 371-387.
- Loughran, T., Ritter, J., 2002. Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? *Review of Financial Studies* 15, C413-C443.
- Loughran, T., Ritter, J., Rydquist, K., 1994. Initial public offerings: international insights. *Pacific-Basin Finance Journal* 2, 165-199.
- Martani, Dwi dan Yolana, Chastina. 2005. *Variabel-variabel yang Mempengaruhi Fenomena Underpricing Pada Penawaran Saham Perdana di BEJ Tahun 1994-2001*. Proceeding Simposium Nasional Akuntansi VIII. Solo. Indonesia, pp. 538-553.
- Martani, Sinaga & Syahroza. 2012. Analysis on Factors Affecting IPO Underpricing and their Effects on Earnings Persistence. *World Review of Business Research* Vol.2 No.2 March 2012. Pp. 1-5.
- Meggingson, W.L, 1997. *Corporate Finance Theory*, Addison-westley Inc., United Stated.
- Michaelly, Rony and W. Shaw. 1995. Does the Choice of Auditor Convey Quality an IPO. *Financial Management*. Vol. 24, No. 4.
- Penman, Stephen & Zhang, Xiao, 2002. Accounting Conservatism Quality of Earnings and Stock Return. *The Accounting Review*, vol. 77, pp. 237-264.
- Ritter, Jay R. 1991. The Long-run, Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*. Vol 46. hal.3-27
- Rochayanti, Wati dan Setiawan, Doddy. 2004. *Jurnal Pasar Modal*, Vol. 111, No. 2.
- Rosyati dan Sabeni, Arifin. 2002. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta (Tahun 1997-2000)*. Proceeding Simposium Nasional Akuntansi V, 286-297.
- Sandhiaji, Bram Nugroho. 2004. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing pada Penawaran Umum Perdana (IPO) Periode Tahun 1996-2002*. Tesis Magister Akuntansi Universitas Diponegoro, Semarang.
- Su, Dongwei. 2004. Leverage, insider ownership, and the underpricing of IPOs in China. *International Financial Markets, Institution and Money* 14 (2004) 37-54.

- Sulistio, Helen. 2005. “ *Pengaruh Informasi Akuntansi Dan Studi Pada Perusahaan Yang Melakukan Initial Public Offering*”. Proceeding Simposium Nasional Akuntansi VIII. Solo.
- Sunarto. 2009. Peran Persistensi Laba Terhadap Hubungan Antara Keagresifan Laba Dan Biaya Ekuitas. *Kajian Akuntansi*. Mei, Vol 2 No 1 , Hal 22-38, ISSN: 1979-4886.
- Suyatmin dan Sujadi. 2006. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing pada Penawaran Umum Perdana di Bursa Efek Jakarta. *Benefit: Jurnal Manajemen dan Bisnis*. Vol10 No. 1. Hal 11-32.
- Wardoyo, Paulus & Saputra, Rono Indra. 2008. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempunyai Tingkat *Underpricing* Pada Perusahaan Yang Melakukan IPO (*Initial Public Offering*) Periode 2003-2007 di Bursa Efek Indonesia. *Solusi* Vol 7 No. 3 Juli 2008.
- Welch, I., 1989. Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Finance* 44, 421–449.
- Yoga. 2010. Hubungan Teori Signalling Dengan Underpricing Saham Pada Penawaran Perdana (IPO) DI Bursa Efek Jakarta. *Eksplanasi*, Vol. 5 No. 1, Maret.

Lampiran 1

Tabel 1
Ringkasan Perolehan Data Sampel Penelitian

Condition	Total
Perusahaan yang IPO yang terdaftar di BEI tahun 2007-2011	100
Sampel yang dikeluarkan karena <i>overpricing</i>	<u>(29)</u>
Jumlah sampel yang dipakai dalam penelitian model 1	71
Sampel yang dikeluarkan karena data tidak lengkap	<u>(7)</u>
Jumlah sampel yang dipakai dalam penelitian model 2	64

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2013

Lampiran 2

Tabel 2
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Model 1:					
10	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
UND	71	.02	1.75	.3715	.35868
AGE	71	1.00	76.00	16.7324	13.07119
LEV	71	.11	.92	.4559	.21651
ROE	71	-.20	.77	.1058	.11687
SIZ	71	21.00	34.00	28.2535	1.99799
Model 2					
	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
Persistensi Laba	64	13.60	19.07	16.5581	1.21748
UND	64	-3.91	.56	-1.4490	1.01894
AGE	64	1.00	76.00	16.8906	13.43074
SIZ	64	21.00	34.00	28.2969	2.03680

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2013

Lampiran 3

Tabel 3
Hasil Pengujian Regresi Linear Berganda

Model 1				Model 2			
Variabel	<i>Beta Coefficients</i>	t-stat	Sig.	Variabel	<i>Beta Coefficients</i>	t-stat	Sig.
UDW	-0,803	-3,088	0,003***	UND	-0,310		0,034**
AUD	0,024	0,071	0,944	AGE	0,004		0,696
ROE	-1,679	-1,689	0,096*	IND	0,410		0,395
LEV	0,686	0,999	0,321	SIZE	0,212		0,006**
AGE	0,013	1,338	0,186	MARKET	0,014		0,967
IND	-0,572	-1,187	0,240				
SIZE	-0,150	-2,410	0,019**				
MARKET	0,189	0,696	0,489				
Adj-R Square			0,180	Adj-R Square			0,179
F statistik			2,924	F statistik			3,740
Sig-F			0,008***	Sig-F			0,005***

* sig pada 10%; ** sig pada 5%; *** sig pada 1%
Sumber : Data Sekunder Diolah, 2013