

## **FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI UNDERPRICING: PENDEKATAN METODA REGRESI LOGISTIK**

**INDRA ARIFIN DJASHAN dan ARYA PRADIPTA**

STIE Trisakti  
[arya@stietrisakti.ac.id](mailto:arya@stietrisakti.ac.id)

**Abstract:** *This study aimed to analyze the factors opportunities that compared to its reference to underpricing of firms that do an initial public offering (IPO) on the Jakarta Stock Exchange. Factors that are analyzed is: the use of the auditor that does not include the group Big Four auditors, the use of underwriters that are not prestigious, the use of double declining balance depreciation methods, the total percentage of shares still held by former stockholders of more than 70%, and the age of company that under 120 months. The sample companies used in this study are companies that do an IPO on the Indonesia Stock Exchange in the year 1997 till 2002. Statistical testing technique used is logistic regression. The results showed that there was no difference between groups or individual variable, have the same opportunities on the occurrence of underpricing when compared with its reference.*

**Keywords:** IPO, underpricing, logistic regression

### **PENDAHULUAN**

*Initial Public Offering* (IPO) merupakan kegiatan menawarkan saham perdana suatu perusahaan kepada masyarakat umum di pasar perdana. Ketika perusahaan melakukan IPO, maka masalah pelik yang dihadapi oleh perusahaan adalah penentuan harga saham perusahaan dipasar perdana tersebut. Disatu pihak, perusahaan (dalam hal ini pemegang saham lama) tidak ingin menawarkan saham baru dengan harga yang terlalu murah kepada pemodal baru, tetapi disisi lain pemodal baru mengharapkan *capital gain* dari pem-

belian saham dipasar perdana tersebut. Seringkali pada pasar perdana atau pada saat perusahaan melakukan IPO dijumpai fenomena *underpricing* (Ernyan dan Husnan 2002). Harga saham dapat dikatakan *underpricing* apabila harga penawaran perdana (di pasar primer) lebih kecil dari harga penutupan di hari pertama (di pasar sekunder). Sedangkan bila keadaan yang terjadi sebaliknya, yaitu harga penawaran perdana (dipasar primer) lebih besar dari harga penutupan di hari pertama (di pasar sekunder) maka terjadi *overpricing*.

Kecenderungan umum yang sering terjadi bila perusahaan melakukan IPO, adalah *underpricing* pada harga saham perdananya. Ritter (1984) dalam penelitiannya memberikan bukti yang meyakinkan bahwa perusahaan yang melakukan IPO di Amerika Serikat, secara rata-rata mengalami *underpricing*. Penelitian Ritter (1984), melaporkan bahwa dari jumlah sekitar 5000 perusahaan yang *go public* selama 1960-1982 di AS, nilai rata-rata IPO-nya (harga saham di pasar sekunder) diperdagangkan pada harga 18,8% lebih tinggi dari harga penawaran perdananya. McGuinness (1992) meneliti fenomena *underpricing* terhadap 80 perusahaan yang melakukan IPO di Hongkong periode 1980 sampai 1990. Hasil penelitiannya menunjukkan adanya *return* positif pada hari pertama perdagangan saham di pasar sekunder dan mulai menghilang sesudah hari pertama. Analisis terhadap *return* positif tersebut menunjukkan terjadinya *underpricing*, dan tingkat *under pricing* yang terjadi adalah sebesar 18%. Hanafi (1997) mengemukakan adanya *underpricing* sebesar 15% pada saat saham pertama kali diperdagangkan pada hampir semua emisi saham perdana.

Dari sisi emiten, kondisi *underprice* yang tinggi adalah merugikan. Kerugian yang timbul disebabkan, jika terjadi *underpriced* berarti perusahaan dinilai lebih rendah oleh *underwriter* dari kondisi yang sesungguhnya. Sehingga untuk menciptakan harga saham saat IPO yang ideal, perlu dicari terlebih dahulu faktor-faktor yang mempengaruhi gejala *underpricing*. Penelitian ini bertujuan untuk meneliti mengenai peluang faktor-faktor dibandingkan referencenya terhadap terjadinya *underpricing* pada perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia.

## RERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Reputasi Underwriter dan Reputasi Auditor

Suatu penjelasan mengenai fenomena *underpricing* adalah adanya hipotesis informasi asimetri (McGuinness 1992). Baron (1982) menyatakan bahwa asimetri informasi dapat terjadi diantara emiten dan *underwriter*, kondisi ini terjadi karena *underwriter* lebih memahami dan memiliki informasi yang lebih baik daripada emiten. Disatu sisi, Rock (1986) berargumentasi bahwa *underpricing* di perusahaan IPO diperlukan untuk mengkompensasi

investor yang tidak memiliki informasi (*uninformed investor*) dengan pihak yang memiliki informasi yang lebih banyak dalam hal ini adalah emiten, underwriter dan *informed investor*. Adanya kelebihan informasi yang dimiliki menyebabkan *informed investor* cenderung menginginkan harga yang *underpriced* untuk mendapatkan *initial return* di pasar sekunder. Di lain pihak, *uninformed investor* karena tidak mempunyai informasi yang cukup akan berusaha memperoleh saham tanpa melakukan banyak pilihan. Untuk itu agar *uninformed investor* dan *informed* tetap berpartisipasi dalam pasar maka harga saham harus cukup *underpriced*.

Kim *et al.* (1993) menyatakan bahwa emiten yang menggunakan *underwriter* yang berkualitas akan mengurangi tingkat ketidakpastian yang tidak dapat diungkapkan oleh informasi yang terdapat dalam prospektus dan menandai bahwa informasi privasi dari emiten mengenai prospek perusahaan di masa mendatang tidak menyesatkan. Selanjutnya hasil penelitian dari Carpenter dan Strawser (1977) menyatakan bahwa dengan menyewa auditor yang mempunyai reputasi tinggi, akan memberikan harga penawaran paling tinggi. Bila harga penawaran tinggi maka tingkat *underpricing* emiten akan semakin rendah. Hal ini disebabkan karena laporan keuangan yang diaudit oleh auditor yang mempunyai reputasi yang tinggi lebih dapat meyakinkan investor untuk berinvestasi. Lebih lanjut dapat dinyatakan bahwa terdapat dua hal yang dapat mempengaruhi tingkat *underpricing* apabila menggunakan auditor dan *underwriter* yang bereputasi tinggi. Pertama, auditor dan *underwriter* yang bereputasi tinggi akan mengurangi kesempatan emiten untuk berlaku curang dalam menyajikan informasi yang menyesatkan ke pasar, hal ini oleh investor dijadikan persepsi bahwa emiten mempunyai informasi yang benar mengenai prospek emiten tersebut di masa mendatang. Kedua, auditor dan *underwriter* yang bereputasi tinggi pada umumnya mempunyai pengalaman yang lebih banyak sehingga dapat meramalkan harga pasar lebih akurat daripada auditor dan *underwriter* yang belum banyak pengalaman.

### **Proporsi Saham Yang Dipegang Oleh Pemegang Saham Lama**

Selain dari sisi pemilihan auditor dan *underwriter* asimetri informasi yang menyebabkan harga saham perusahaan *underpriced* pada saat IPO juga diteliti oleh peneliti dari sisi banyak saham yang masih dipegang oleh pemegang saham lama. Leland dan Pyle (1977) menjelaskan bahwa proporsi dari saham yang ditahan oleh pemegang saham lama dapat menandai informasi dari emiten ke calon investor. Semakin besar proporsi saham yang ditahan oleh pemegang saham lama semakin banyak informasi yang bersifat privasi yang dimiliki oleh pemegang saham lama. Untuk memperoleh informasi privasi ini investor harus mengeluarkan biaya guna pengambilan keputusan

apakah akan membeli saham atau tidak. Adanya pengeluaran biaya oleh investor ini maka sebagai kompensasinya investor mengharapkan *initial return* yang tinggi. *Initial return* yang tinggi yang diterima oleh investor berarti terjadinya *underpriced* yang tinggi yang harus ditanggung oleh emiten. Hughes (1986) dalam penelitiannya menyatakan bahwa persentase jumlah saham yang dipertahankan pemegang saham lama merupakan tanda positif atas persepsi mereka terhadap nilai perusahaannya. Semakin besar saham yang dipertahankan oleh pemegang saham lama terhadap perusahaan yang *IPO*, maka nilai penawarannya diharapkan akan semakin meningkat. Hal ini berarti semakin besar persentase saham yang dipertahankan dalam penawaran perdana, maka semakin tinggi tingkat *underpricing*-nya.

### **Umur Perusahaan**

Nurhidayati dan Indriantoro (1998), mengemukakan umur perusahaan juga menunjukkan informasi yang dapat diperoleh calon investor dalam melihat prospek perusahaan di masa yang akan datang. Dalam kondisi normal, perusahaan yang telah lama berdiri akan mempunyai publikasi perusahaan yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang masih baru berdiri. Dengan demikian calon investor tidak perlu mengeluarkan biaya yang lebih banyak untuk memperoleh informasi dari perusahaan yang dimana akan dijadikan pihak yang dipercaya untuk mengelola dana dari investor tersebut. Hasil penelitian Nurhidayati dan Indriantoro (1998) mengemukakan bahwa persentase saham lama yang ditahan oleh pemegang saham lama tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh terhadap tingkat *underpricing*.

### **Metode Penyusutan**

Neill, *et al.* (1995) menunjukkan bahwa pemasukan penawaran perdana secara sistematis berkaitan dengan pemilihan metode akuntansi yang digunakan, apakah bersifat *income increasing* (liberal) atau *income decreasing* (konservatif). Tingkat *underpricing* pada perusahaan yang menggunakan metode akuntansi liberal (*income increasing*) relatif lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang menggunakan metode akuntansi konservatif (*income decreasing*). Hasil penelitian Ali dan Hartono (2001) yang mengambil data perusahaan yang *IPO* menunjukkan, bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel akuntansi penyusutan terhadap tingkat *underpricing* saham. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Neill, *et al.* (1995) yang menunjukkan bahwa metode pilihan akuntansi penyusutan yang bersifat *income increasing* (liberal) berhubungan secara positif dengan tingkat *underpricing*.

### **Model Penelitian**

Berdasarkan kerangka teoritis di atas maka model penelitian yang dikembangkan untuk penelitian ini adalah:

$$\text{Ln}(1/1-p) = \alpha + \beta_1 \text{Underwrt} + \beta_2 \text{Auditor} + \beta_3 \text{Metpeny} + \beta_4 \text{Sahtahla} + \beta_5 \text{Lamdiri}$$

$\text{Ln}(1/1-p)$  adalah probabilitas terjadinya *underpricing*. *Underwrt* adalah *Underwriter*, variabel kategorik, untuk *underwriter* yang tidak bereputasi diberi angka 1, sedangkan untuk *underwriter* yang bereputasi diberi angka 0. *Auditor* adalah auditor, variabel kategorik, untuk auditor yang tidak bereputasi diberi angka 1, sedangkan untuk auditor yang bereputasi diberi angka 0. *Metpeny* adalah penggunaan metode penyusutan akuntansi, variabel kategorik, untuk penggunaan metode penyusutan *double declining balance* diberi angka 1, sedangkan untuk penggunaan metode penyusutan *straight line* diberi angka 0. *Lamdiri* adalah umur perusahaan, variabel kategorik, untuk perusahaan yang berumur sampai dengan 120 bulan (sepuluh tahun) diberi angka 1, sedangkan perusahaan yang berumur diatas 120 tahun bulan diberi angka 0. *Sahtahla* adalah prosentase pemegang saham lama, variabel kategorik, untuk prosentase pemegang saham lama diatas 70% diberi angka 1, sedangkan untuk prosentase pemegang saham lama sampai dengan 70% diberi angka 0.

## **METODA PENELITIAN**

### **Pemilihan Sampel dan Pengumpulan Data**

Metode pengumpulan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode pemilihan sampel *non-probabilistic*, yaitu dengan pendekatan *purposive sampling*. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data tersebut adalah 1) Catatan atas laporan keuangan untuk mengetahui metode akuntansi yang digunakan untuk penyusutan aktiva tetap, diperoleh dari prospektus perusahaan yang publik tahun 1997 sampai 2002, 2) Persentase kepemilikan saham yang dipertahankan, diperoleh dari prospektus, 3) Nama, tanggal listing, harga perdana perusahaan IPO diperoleh dari situs internet dengan alamat [www.e-bursa.com](http://www.e-bursa.com), 4) Nama auditor dan *underwriter* diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* 1997 sampai 2002.

### **Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel**

Dalam penelitian ini auditor yang bereputasi tinggi dikelompokkan menjadi auditor yang berafiliasi dengan kantor akuntan publik *big four*. Sedangkan kantor akuntan yang tidak berafiliasi dengan Big Four dikelom-

pokkan sebagai akuntan yang bereputasi rendah. Variabel ini merupakan variabel *dummy* dan diberi nilai 1 (satu) untuk yang berafiliasi dengan *big four* sedangkan nilai 0 (nol) untuk yang tidak berafiliasi dengan *big four*. Yang termasuk di dalam kelompok *audit firm big four* yaitu Siddharta Siddharta Widjaja, Hans Tuanakotta & Mustofa, Drs. Hadi Sutanto & Rekan, dan Prasetio, Sarwoko & Sandjaja.

Reputasi *underwriter* adalah fihak yang menjamin emiten pada waktu melakukan IPO. Dalam penjaminan saham terdapat dua jenis *underwriter* yaitu penjamin utama (pelaksana) dan penjamin peserta. Penelitian ini menggunakan penjamin utama (pelaksana) sebagai penjamin yang diperingkat reputasinya. Hal ini disebabkan penjamin pelaksana mempunyai proporsi penjaminan lebih besar daripada penjamin peserta. Dalam penelitian ini pemeringkatan *underwriter* diukur berdasarkan atas pendapatan *underwriter*. Variabel ini merupakan variabel *dummy* dimana penulis memberi nilai satu (1) jika perusahaan IPO menggunakan penjamin emisi utama yang *prestigious* dan nilai nol (0) jika perusahaan IPO menggunakan penjamin emisi utama yang *non-prestigious*. Yang dikategorikan ke dalam penjamin emisi utama yang *prestigious* yaitu Danareksa, Ciptadana, Trimegah, dan Usaha Bersama. Penentuan penjamin emisi yang *prestigious* menggunakan perangkingan berdasarkan nilai aset, yang bersumber dari majalah INVESTOR edisi 67 bulan November 2002.

Persentase saham yang dipertahankan oleh pemegang saham lama diukur berdasarkan persentase saham yang pegang oleh pemegang saham lama dibandingkan dengan saham yang ditawarkan kepada publik pada saat IPO. Besar kecilnya persentase penawaran saham menggambarkan banyaknya pengungkapan informasi privat perusahaan. Semakin kecil persentase saham yang ditawarkan, menunjukkan semakin kecil pengungkapan informasi privat perusahaan. Prosentase pemegang saham lama adalah variabel kategorik, dimana untuk prosentase pemegang saham lama diatas 70% diberi angka 1, sedangkan untuk prosentase pemegang saham lama 70% kebawah diberi angka 0.

Umur perusahaan dihitung sejak perusahaan tersebut berdiri berdasarkan akta pendirian sampai dengan saat perusahaan tersebut melakukan penawaran saham (IPO). Umur perusahaan ini dihitung dalam skala bulanan. Informasi mengenai tanggal pendirian dan tanggal penawaran diperoleh dari prospektus ringkas. Umur perusahaan adalah variabel kategorik, dimana untuk perusahaan yang berumur dibawah 120 bulan (sepuluh tahun) diberi angka 1, sedangkan untuk perusahaan yang berumur diatas 120 bulan (didas sepuluh tahun) diberi angka 0.

Metode penyusutan aktiva tetap adalah metode penyusutan aktiva tetap yang digunakan oleh perusahaan. Variabel ini merupakan variabel *dummy* dan diberi nilai 1 (satu) jika perusahaan menggunakan metode akuntansi konservatif (*income decreasing method*, misalnya adalah metode akuntansi saldo menurun) dan 0 (no) bila menggunakan metode akuntansi liberal (*income increasing method*, misalnya metode penyusutan garis lurus).

*Underpricing* adalah selisih harga saham antara penawaran perdana dengan harga penutupan di pasar sekunder pada hari pertama perdagangan saham tersebut. Dalam penelitian ini tingkat *underpricing* diukur dengan rumus:

$$\text{Underpricing} = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

$P_1$  adalah harga penutupan pertama yang tersedia di pasar sekunder dan  $P_0$  adalah harga penawaran saham perdana. Jika  $P_1$  lebih besar dari  $P_0$  maka terjadi *underpricing*. Jika  $P_1$  lebih kecil dari  $P_0$  maka terjadi *overpricing*. Jika  $P_1$  sama dengan  $P_0$  maka tidak terjadi *underpricing* atau *overpricing*. *Underpricing* merupakan variabel kategorik. Perusahaan-perusahaan yang mengalami *underpricing* diberi angka 1 dan perusahaan yang tidak mengalami *underpricing* diberi angka 0.

## HASIL PENELITIAN

Seperti telah diuraikan dalam bagian sampel penelitian, maka sampel penelitian dari penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO mulai dari tahun 1997 sampai dengan 2002. Adapun uraian rincian sampel penelitian sampai dengan sampel penelitian yang datanya digunakan dalam pengujian hipotesis penelitian ini disajikan dalam tabel 1:

**Tabel 1 Uraian Rincian Sampel Penelitian**

No	Tahun IPO	Jumlah Perusahaan	Data Tidak Lengkap	Data Lengkap
1	1997	30 Perusahaan	4 Perusahaan	26 Perusahaan
2	1998	6 Perusahaan	Tidak ada	6 Perusahaan
3	1999	9 Perusahaan	2 Perusahaan	7 Perusahaan
4	2000	21 Perusahaan	1 Perusahaan	20 Perusahaan
5	2001	31 Perusahaan	3 Perusahaan	28 Perusahaan
6	2002	22 Perusahaan	4 Perusahaan	18 Perusahaan
Total		119 Perusahaan	14 Perusahaan	105 Perusahaan

Dari tabel 1 di atas terlihat bahwa jumlah perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1997 sampai dengan 2002 adalah sebanyak 119 perusahaan. Keseratus sembilan belas perusahaan yang IPO pada tahun 1997 sampai dengan 2002 tersebut selanjutnya diverifikasi kelengkapan datanya oleh peneliti sesuai dengan kebutuhan penelitian. Dari verifikasi tersebut ditemukan 14 perusahaan tidak memiliki data yang lengkap, sehingga dikeluarkan dari sampel dan sisanya sebanyak 105 perusahaan yang memiliki data lengkap dijadikan sampel dalam penelitian ini.

Statistik deskriptif dari sampel penelitian pada penelitian ini disajikan pada tabel 2 di bawah ini:

**Tabel 2 Statistik Dekriptif Sampel Penelitian**

No	Uraian	Jumlah
1	Perusahaan yang <i>Underpricing</i>	84 (80%)
	Perusahaan tidak <i>Underpricing</i>	21 (20%)
2	Perusahaan IPO tidak menggunakan <i>Underwriter Prestisius</i>	66 (62,8%)
	Perusahaan IPO menggunakan <i>Underwriter Prestisius</i>	49 (37,2%)
3	Perusahaan IPO tidak menggunakan <i>Big Four Auditor</i>	36 (30,1%)
	Perusahaan IPO menggunakan <i>Big four Auditor</i>	69 (68.9%)
4	Perusahaan yang IPO menggunakan metode penyusutan DDBL	18 (17,1%)
	Perusahaan yang IPO menggunakan metode penyusutan SLL	87 (82,9%)
5	Perusahaan yang IPO, % kepemilikan saham lama diatas 50%	62 (59,1%)
	Perusahaan yan IPO, % kepemilikan saham lama dibawah 50%	43 (44,9%)
6	Umur Perusahaan yang IPO sampai dengan 120 bulan pada saat IPO	53 (50,5%)
	Umur Perusahaan yang IPO diatas 120 bulan pada saat IPO	52 (49,5%)

Pada tabel 2 di atas terlihat bahwa perusahaan yang tidak *underpricing* pada saat melakukan IPO jauh lebih kecil dari perusahaan yang mengalami *underpricing* pada saat melakukan IPO. Perbandingan perusahaan yang *underpricing* saat melakukan IPO dengan perusahaan yang tidak *underpricing* saat melakukan IPO adalah 80% : 20 %. Dari data tersebut dapat dinyatakan bahwa perusahaan yang melakukan IPO dan mengalami *underpricing* jumlahnya adalah hampir empat kali jumlah perusahaan yang melakukan IPO dan tidak mengalami *underpricing*. Perbedaan yang cukup berarti yang dapat diamati dari tabel 2 di atas adalah penggunaan metode penyusutan antara perusahaan yang melakukan IPO. Sebanyak 82,9% perusahaan yang melakukan IPO menggunakan metode penyusutan *straight line method*, sedangkan perusahaan yang melakukan IPO dan menggunakan metode penyusutan *double declining balance* adalah sebanyak 17,1%. Perusahaan yang melaku-

kan IPO dan menggunakan metode penyusutan starigh line hampir lima kali jumlah perusahaan yang melakukan IPO dan menggunakan metode penyusutan *double declining balance*.

Angka  $-2\log$  likelihood adalah sebesar 102,473. Dengan angka  $-2\log$  likelihood sebesar itu maka dapat dinyatakan bahwa seluruh variabel dapat dimasukkan ke dalam model atau dengan kata lain dapat juga dinyatakan bahwa model logistik di atas dapat digunakan untuk melakukan pengujian hipotesis.

Setelah melakukan uji G, maka pengujian yang selanjutnya dilakukan atas hasil regresi logistik adalah uji Wald. Uji Wald dimaksudkan untuk menguji hipotesis masing-masing variabel penelitian. Uji Wald dilakukan dengan cara membandingkan nilai sig dengan nilai 0,05. Jika nilai sig  $< 0,05$  maka dapat dinyatakan bahwa hipotesis penelitian diterima. Atau dengan kata lain terdapat perbedaan peluang diantara kelompok. Jika nilai sig  $> 0,05$  maka dapat dinyatakan bahwa hipotesisi penelitian ditolak. Atau dengan kata lain tidak terdapat perbedaan peluang antar kelompok. Nilai sig dari uji Wald dapat dilihat pada tabel *variables in the equation* di bawah ini.

**Tabel 3 Hasil Uji Hipotesis**

Variabel	Wald	Sig.
UNDERWRT	0,048	0,826
AUDITORD	0,505	0,477
METPENY	0,177	0,674
SAHTAHLA	1,591	0,207
LAMDIRI	0,140	0,708

Dari tabel 3 di atas terlihat bahwa nilai sig (uji wald) seluruh variabel penelitian lebih besar dari 0,05. Dengan nilai sig yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dinyatakan bahwa hipotesis  $\beta_i$  ( $i = 1$  sampai 5)  $\neq 0$  ditolak/tidak terbukti. Berarti tidak ada perbedaan antar kelompok atau setiap variabel memiliki peluang yang sama terhadap terjadinya *underpricing* bila dibandingkan dengan reference-nya. Jika kondisi di atas diinterpretasikan untuk masing-masing variabel, maka interpretasinya adalah 1) Peluang bagi auditor yang tidak termasuk kelompok *big four* dengan auditor yang masuk kelompok *big four* terhadap terjadinya *underpricing* pada perusahaan yang IPO adalah sama; 2) Peluang bagi *underwriter* yang tidak prestisius (termasuk dalam kelompok *underwriter* Danareksa, Ciptadana, Trimegah, dan Usaha Bersama) dengan *underwriter* yang prestisius (termasuk dalam kelompok

Danareksa, Ciptadana, Trimegah, dan Usaha Bersama auditor) terhadap terjadinya *underpricing* pada perusahaan yang IPO adalah sama; 3) Peluang bagi penggunaan metode penyusutan *double declining balance* dengan penggunaan metode penyusutan *straight line* terhadap terjadinya *underpricing* pada perusahaan yang IPO adalah sama; 4) Peluang bagi perusahaan yang berumur sampai dengan 120 bulan dengan perusahaan yang berumur diatas 120 bulan terhadap terjadinya *underpricing* pada perusahaan yang IPO adalah sama; 5) Peluang bagi perusahaan yang pemegang sahamnya lamanya memegang saham lebih dari 70% dengan perusahaan yang pemegang saham lamanya memegang saham 70% kebawah terhadap terjadinya *underpricing* pada perusahaan yang IPO adalah sama.

Berdasarkan hasil regresi yang didapat terlihat bahwa hampir seluruhnya tidak sesuai dengan teori dan tidak konsisten dengan hasil penelitian empiris yang peneliti kemukakan pada kerangka teoritis. Melihat kondisi ini maka langkah pertama yang peneliti lakukan adalah peneliti mencoba melihat kembali data peneliti apakah terdapat kesalahan dalam menentukan kategori atau memasukkan data. Dari hasil pemeriksaan peneliti tidak ditemukan kesalahan dalam penentuan kategori dan penginputan data penelitian. Setelah dapat dipastikan bahwa kesalahan dalam pengkategorian dan penginputan data tidak terjadi maka peneliti menduga bahwa ketidak konsistenan hasil regresi logistik dengan teori yang ada adalah pada model penelitian, mungkin model penelitian yang seharusnya adalah bukan regresi logistik tetapi regresi berganda biasa. Berdasarkan dugaan ini maka peneliti melakukan pengujian regresi berganda biasa. Hasil dari pengujian regresi berganda ternyata juga menunjukkan bahwa seluruh variabel tidak signifikan.

Analisis berikutnya yang perlu dilakukan adalah mengkaji kerangka teoritis yang mendukung pemilihan variabel penelitian dalam rangka pembentukan model penelitian. Memang kalau kita kaji kerangka teoritis yang dijadikan acuan dalam penelitian ini, sebagian besar adalah kerangka teoritis yang merujuk pada fenomena *underpricing* yang terjadi di negara-negara maju. Peneliti sedikit sekali mengacu pada penelitian empiris yang meneliti mengenai fenomena *underpricing* di Indonesia. Melihat keadaan ini terdapat kemungkinan bahwa kerangka teoritis yang dijadikan dasar untuk mendukung pemilihan variabel penelitian dalam rangka pembentukan model penelitian, kurang tepat. Dugaan terakhir atas tidak signifikannya uji wald pada hasil regresi logistik adalah pada data empiris penelitian. Dari data empiris penelitian memang terlihat bahwa penyebaran penggunaan auditor *big four* dan tidak *big four* merata pada perusahaan yang *underpricing* maupun tidak *underpricing*. Begitu pula untuk keempat variabel lainnya. Karakteristik data inilah yang memang menentukan bahwa variabel penelitian pada pengujian regresi logistik ini tidak menghasilkan hasil yang signifikan.

## PENUTUP

Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan antar kelompok atau setiap variabel memiliki peluang yang sama terhadap terjadinya *underpricing* bila dibandingkan dengan reference-nya. Melihat hasil pengujian regresi logistik tersebut maka penggunaan regresi logistik dalam penelitian ini selain merupakan keunggulan riset ini juga merupakan kelemahan. Digunakan regresi logistik dalam penelitian ini dapat menghasilkan suatu analisis yang bermanfaat untuk melihat perbedaan peluang antar kelompok variabel dengan reference-nya bila hasil uji wald-nya signifikan, karena hasil uji wald yang tidak signifikan maka perlu dicoba suatu teknik statistik yang berbeda yang dapat dijadikan pembanding dalam rangka menjustifikasi kebenaran penggunaan regresi logistik dalam model penelitian ini. Selain itu perlu dikaji lebih mendalam lagi teori-teori dalam topik *underpricing* perusahaan yang IPO, sehingga pembentukan variabel penelitian untuk model perusahaan *underpricing* pada saat IPO bisa diperbanyak. Keterbatasan lain dari penelitian ini adalah sampel penelitian perusahaan yang IPO pada penelitian ini hanya perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 1997 sampai 2002, bila sampel penelitian diperbanyak maka hasil penelitian yang didapat akan dapat lebih digeneralisasi.

### REFERENSI:

- Baron, D.P., 1982. A Model Of The Demand For Investment Banking Advising and Distribution Services or New Issues, *Journal Of Finance*, September, hlm. 955-976.
- Carpenter, C. dan R. Stawser. 1971. Displacement: Of Auditors When Client Go Public. *The Journal of Accountancy* 131, June, hlm.55-58.
- Carter and Manester, 1990, Initial Public Offering And Underwriter Reputation, *The Journal of Finance*, Vol. XLV, No.4, September, hlm. 1045-1067.
- Ernyan dan Husnan, S. 2002. Perbandingan Underpricing Penerbitan saham Perdana Perusahaan Keuangan dan Non Keuangan di Pasar Modal Indonesia Pengujian Hipotesis Asimetri Informasi. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, hlm. 372-383.
- Hanafi Mamduh dan Suad Husnan. 1991. Prilaku Harga Saham di Pasar Perdana Pengamatan di Bursa Efek Jakarta selama 1990. *Usahawan* No.11, Th XX, hlm. 19-34.
- Hayes, S. 1979. The Transformation of Investment banking. *Harvard Business Review*, hlm. 153-170.
- Indriantoro, Nur dan Nurhidayati Siti. 1998. Analisis Faktor-Faktot Yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underpricing Pada Penwaran Perdana di BEJ. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol 13.
- Leland, H. and D. Pyle. 1997. Informational Asymmetries. *The Journal of Finance*, Vol. XXXII, No.2. May, hlm. 371-387.

- Kim, J.I. Krinsky dan Lee. 1993. Motives for Going Public and underpricing: New Findings From Korea. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 20, No. 2, January, hlm. 195-211.
- McGuinness, Paul. 1992. An Examination of The Pricing of Initial Public Offerings in Hongkong 1980-1990. *Journal of Business Finance and Accounting*, January, hlm. 165-186.
- Neill, John D., Susan G. Pourciau, dan Thomas F. Schaefer. 1995. Accounting Method Choice and IPO Valuation. *Accounting Horizons* 9 September, hlm. 68-80.
- Rock, K. 1986. Why New Issues Are Underpriced?, *Journal Of Finance Economics*, hlm. 187-212.
- Ritter, Jay. 1991. The Long Run Performace of Initial Public Offering. *Jornal of Finance*, Vol. XLVI.