

DETERMINAN TRUE DISCOUNT DAN MARKET REACTIONS PENAWARAN SAHAM PERDANA

Muniya Alteza

Universitas Negeri Yogyakarta

muniya_alteza@yahoo.com

Abstrak: Determinan True Discount dan Market Reactions Penawaran Saham Penelitian ini bertujuan menguji beberapa variabel sebagai determinan initial return penawaran saham perdana. Initial return dihitung dalam dua komponen, true discount dan market reaction. Determinan true discount dan market reactions dipilih berdasarkan hipotesis asimetri informasi dan hipotesis aftermarket liquidity. Total sampel yang dikumpulkan mencakup 40 penawaran saham perdana periode 2005-2008. Teknik analisis data menggunakan regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan ukuran perusahaan, umur dan persentase saham yang ditawarkan ke publik berpengaruh negatif dan signifikan terhadap true discount. Selain itu hasil regresi juga mengindikasikan bahwa likuiditas yang diharapkan berpengaruh positif dan signifikan, sedangkan risiko likuiditas dan volatilitas pasar sekunder masing-masing berpengaruh negatif dan signifikan terhadap market reaction.

Kata kunci: penawaran perdana, *underpricing*, *true discount*, *market reaction*

Abstract: Determinants of True Discount and Market Reactions of Initial Public Offering. This research aims to test some variables as determinants of initial return of initial public offering. The initial return is estimated in two components, the true discount of the offer price as well as the market reactions on the listing. Determinants of true discount and market reactions are chosen based on asymmetric information hypotheses and aftermarket liquidity hypotheses. The total samples collected are 40 IPOs from the period 2005-2008. Data analysis method was conducted through multiple linear regression. The study shows that company size, stocks' age and percentage of stocks offered to public have significant and positive impact on true discount. Besides that, the regression result indicates that expected liquidity gave significant and positive impact, while liquidity risk and aftermarket volatility have significant and negative impact on market reaction.

Keywords: initial public offering, underpricing, true discount, market reaction

PENDAHULUAN

Perusahaan yang sedang berkembang umumnya akan memerlukan dana baik internal maupun eksternal guna membiayai pertumbuhan yang diinginkan. Pada suatu waktu pemanfaatan dana internal tidak lagi dapat menunjang pertumbuhan yang diharapkan oleh karena itu perusahaan lalu harus mencari sumber dana secara eksternal, yang dilakukan melalui penerbitan hutang atau saham di pasar modal.

Untuk memperoleh dana eksternal melalui saham maka proses pertama yang harus dilalui perusahaan adalah menawarkan saham pertama kali kepada masyarakat umum melalui pasar primer. Peristiwa inilah yang sering disebut dengan penawaran saham perdana atau *initial public offering* (IPO). Setelah penjualan perdana kepada publik barulah saham perusahaan bersang-

kutan dapat diperjualbelikan oleh investor di pasar sekunder.

Penentuan harga saham pada saat penawaran perdana bukanlah hal yang mudah karena melibatkan kepentingan berbagai pihak berbeda. Harga saham yang akan dijual di pasar primer ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan antara emiten dengan penjamin emisi. Pada saat penawaran perdana ini sering terjadi fenomena *underpricing* (Alli et al, 1994; Lee et al., 1996; Aktas et al, 2003; Ellul dan Pagano, 2003) karena biasanya penjamin emisi sering menawarkan harga saham dengan diskon, yaitu harga saham dijual lebih murah dibandingkan nilai sebenarnya. Hal ini dilakukan dengan tujuan untuk menarik minat investor dan seluruh saham yang ditawarkan laku terjual. Oleh karena itu harga saham pada saat penawaran perdana lebih rendah daripada harga ketika diperdagangkan pertama kalinya di pasar sekunder. Dengan adanya *underpricing* maka investor yang membeli saham di pasar perdana dan menjualnya kembali di hari pertama perdagangan akan memperoleh *capital gains* yang disebut dengan *initial return*. *Underpricing* penawaran perdana telah diidentifikasi di berbagai pasar modal oleh banyak peneliti, baik di *developed* maupun *emerging market*.

Ada berbagai teori yang mencoba mengungkapkan latar belakang *underpricing*. Salah satunya melalui hipotesis asimetri informasi (Baron, 1982; Beatty dan Ritter, 1986; Rock, 1986 dalam Alli et al., 1994) yang menyebutkan bahwa *underpricing* terjadi akibat distribusi informasi yang tidak sempurna antar partisipan yang terlibat dalam penawaran perdana yaitu perusahaan penerbit saham, investor dan penjamin emi-

si. Hasil dari asimetri informasi ini adalah adanya risiko ketidakpastian berkaitan dengan harga saham tersebut di masa datang (*ex-ante uncertainty*). Untuk menguji pengaruh asimetri informasi terhadap *underpricing* saham pada penawaran perdana dapat digunakan bermacam-macam variabel sebagai proksi. Variabel yang sering dipakai di antaranya adalah umur (Mauer dan Senbet, 1992; Lee et al., 1996; Ellul dan Pagano, 2003) dan ukuran perusahaan (Kim et al., 1993; Aktas et al., 2003). Semakin tua umur dan semakin besar ukuran perusahaan maka asimetri informasi yang terjadi semakin kecil sehingga mengurangi besarnya *underpricing*. Variabel lain adalah reputasi penjamin emisi (Carter dan Manaster, 1990; Alli et al., 1994; Fabrizio, 2000) maupun volatilitas return saham di pasar sekunder (Mc. Guinness, 1992; Kunz dan Aggarwal, 1994; Arosio et al., 2000) di mana variabel tersebut berturut-turut berpengaruh negatif dan positif terhadap tingkat *underprice* yang terjadi. Meski demikian juga banyak ditemukan hasil yang berbeda seperti halnya pengujian Muscarella dan Vetsuypens (dalam Fabrizio, 2000), yang menemukan bahwa perusahaan yang melakukan penawaran perdana menggunakan penjamin emisi bereputasi lebih baik ternyata memiliki *initial return* lebih besar yang bermakna bahwa diskon yang diberikan oleh penjamin emisi lebih besar pula. Hasil bertentangan dengan teori juga ditemukan melalui penelitian Ritter (1991) yang menemukan bahwa perusahaan dengan umur lebih tua ternyata memiliki tingkat *underpricing* lebih tinggi.

Menurut Ma dan Tsai (2001), salah satu penyebab hasil penelitian yang berbeda-beda dan beberapa justru bertentangan

dengan teori tersebut disebabkan karena dalam semua penelitian penawaran saham perdana yang selama ini dilakukan, *initial return* sebagai ukuran *underpricing* selalu diperlakukan sebagai diskon saham perdana. Padahal seharusnya *initial return* tidak sama konteksnya dengan diskon yang diberikan penjamin emisi. Ma dan Tsai (2001) merumuskan bahwa *initial return* mencakup dua komponen yaitu diskon saham perdana (*true discount*) dan reaksi pasar terhadap emisi saham perdana (*market reactions*). Apabila pasar sepenuhnya efisien maka pasar dapat memberikan harga yang tepat terhadap saham di hari pertama perdagangan sehingga besarnya diskon akan sama dengan *initial return* (*IR*). Tetapi dari berbagai studi sebelumnya seperti Aussenegg (1997), Kooli dan Suret (2001), Oehler *et al.* (2004) ditemukan bahwa investor cenderung *overconfident* terhadap saham perdana yang mendorong terjadinya reaksi pasar yang berlebihan (*overreaction*), sehingga *initial return* tidak murni mencerminkan diskon yang diberikan penjamin emisi atas saham perdana. Ma dan Tsai (2001) merumuskan bahwa *true discount* (*TD*) merupakan selisih antara harga keseimbangan saham yaitu harga yang relatif sudah stabil dan mencerminkan nilai sebenarnya dengan harga perdana, sedangkan *market reactions* (*MR*) adalah selisih antara harga saham hari pertama perdagangan dengan harga keseimbangan. Sementara harga keseimbangan itu sendiri umumnya terbentuk pada minggu keempat saham diperdagangkan di bursa (Ellul dan Pagano, 2003; Ma dan Tsai, 2001). Rumusnya adalah:

$$IR = TD + MR$$

$$IR = (P_m - P_o) / P_o$$

$$TD = (P_e - P_o) / P_o$$

$$MR = (P_m - P_e) / P_o$$

P_m adalah harga penutupan saham pada hari pertama perdagangan, P_o adalah harga penawaran perdana dan P_e adalah harga keseimbangan. Apabila MR besarnya nol maka pasar langsung dapat memberikan harga yang tepat terhadap saham di hari pertama perdagangan. Sedangkan bila $MR > 0$ maka terjadi *market overreaction* dan jika $MR < 0$ berarti terjadi *market underreaction*.

Pengujian empiris mengenai fenomena *underpricing* telah dilakukan beberapa peneliti di Indonesia. Hanafi dan Husnan (1991) mengindikasikan adanya *abnormal return* positif di akhir minggu pertama pada emisi saham perdana tahun 1990. Ernyan dan Husnan (2002) menemukan *initial returns* positif untuk investor yang membeli saham perdana baik perusahaan keuangan maupun non keuangan demikian pula Triaryati (2003). Semua penelitian tersebut memperlakukan *initial return* sama halnya dengan diskon saham perdana. Sedangkan penelitian faktor-faktor yang memengaruhi besarnya *underpricing* di pasar modal Indonesia memberikan hasil yang berbeda-beda. Triaryati (2003) menemukan bahwa *abnormal return* emisi saham perdana tidak dipengaruhi reputasi penjamin emisi, *after-market volatility*, umur perusahaan dan *size*. Hasil ini serupa dengan pengujian Nurhidayati dan Indriantoro (1998) yang tidak berhasil membuktikan satu pun hipotesis yang dikembangkan dalam konteks asimetri informasi antar pelaku pasar modal. Sedangkan Yasa (2003) menemukan hanya variabel reputasi penjamin emisi yang berpengaruh positif terhadap *initial returns*.

Penelitian ini berbeda dengan studi sebelumnya yang telah dilakukan karena tidak mengasumsikan *underpricing* yang dilihat dari *initial return* sama halnya dengan diskon saham perdana, tetapi memisahkan komponen diskon saham perdana (*true discount*) dan reaksi pasar (*market reactions*). Dengan pemisahan ini diharapkan dapat diambil kesimpulan yang konklusif mengenai fenomena *underpricing*. Adapun variabel yang dipakai sebagai determinan *true discount* maupun *market reactions* mengacu pada studi sebelumnya oleh Ma dan Tsai (2001) yang dilakukan di pasar modal Amerika, tetapi dengan mengadakan beberapa penyesuaian, sehingga variabel yang diambil sesuai dengan karakteristik pasar modal Indonesia. Determinan *true discount* yang diuji mengacu pada proksi hipotesis asimetri informasi mencakup reputasi penjamin emisi, ukuran, umur, jenis perusahaan dan persentase saham yang ditawarkan ke publik. Sementara determinan *market reactions* mengacu pada proksi hipotesis *aftermarket liquidity* yaitu likuiditas saham yang diharapkan dan risiko likuiditas serta satu proksi asimetri informasi yaitu volatilitas return saham.

Reputasi penjamin emisi merupakan salah satu faktor yang dapat dipakai oleh emiten untuk mengurangi *ex-ante uncertainty* yang harus ditanggung investor dengan memberikan sinyal mengenai kualitas dan prospek emiten (Carter dan Manaster, 1990). Penjamin emisi yang bereputasi bagus akan menyaring perusahaan yang akan melakukan penawaran perdana dan hanya memilih melakukan penjaminan terhadap emiten yang tidak berisiko tinggi. Semakin baik reputasi penjamin emisi maka semakin

kecil pula *true discount* yang diberikan olehnya karena investor sudah merasa yakin dengan kualitas perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana (Fabrizio, 2000; Aktas *et al.*, 2003). Hipotesis pertama (H_{a1}) yang diajukan adalah reputasi penjamin emisi berpengaruh negatif terhadap *true discount* saham perdana

Pada perusahaan yang telah lama berdiri tersedia cukup akses informasi bagi investor melalui berbagai publikasi sehingga akan mengurangi tingkat ketidakpastian. Oleh karena itu semakin tua umur perusahaan maka semakin kecil pula diskon yang diberikan oleh penjamin emisi dan sebaliknya (Mauer dan Senbet, 1992; Lee *et al.*, 1996; Ellul dan Pagano, 2003). Hipotesis kedua (H_{a2}) menyatakan umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap *true discount* saham perdana. Selain umur, ukuran perusahaan merupakan salah satu variabel yang berpengaruh terhadap *true discount*. Pada perusahaan yang besar maka umumnya investor lebih mudah mengakses informasi dan semakin baik pula informasi yang disampaikan kepada publik melalui prospektusnya. Kemudahan ini akan mengurangi asimetri informasi yang timbul dan menurunkan risiko atas saham bersangkutan. Jadi semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kecil *true discount* dan sebaliknya (Ma dan Tsai, 2001; Ellul dan Pagano, 2003; Daily *et al.*, 2003). Hipotesis ketiga (H_{a3}) menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *true discount* saham perdana

Pengembangan lebih lanjut dari asimetri informasi adalah *Regulation Hypothesis* (Alli *et al.*, 1994). Pemerintah umumnya menetapkan peraturan yang lebih spesifik dan

diiringi dengan pengawasan yang lebih ketat pada sekelompok perusahaan tertentu di suatu negara. Adanya regulasi tersebut menuntut perusahaan menyampaikan informasi kepada publik secara lebih lengkap sehingga pada akhirnya mengurangi asimetri informasi yang timbul pada saat emisi perdana. Oleh karena itulah maka *true discount* pada kelompok perusahaan keuangan, yang biasanya relatif lebih *regulated* akan lebih rendah dibandingkan dengan kelompok perusahaan non-keuangan (Alli et al., 1994; Ma dan Tsai, 2001). Hipotesis keempat (H_{a4}) menyatakan jenis perusahaan berpengaruh negatif terhadap *true discount* saham perdana. Selain itu persentase saham yang ditawarkan ke publik juga dapat dijadikan indikasi banyak sedikitnya informasi privat yang ingin diungkapkan oleh perusahaan (Ma dan Tsai, 2001). Semakin besar persentase saham yang ditawarkan bermakna semakin banyak pula pengungkapan informasi privat sehingga mengurangi asimetri informasi dan mendorong penjamin emisi memberikan *true discount* yang semakin kecil. Hipotesis kelima (H_{a5}) menyatakan persentase saham yang ditawarkan ke publik berpengaruh negatif terhadap *true discount* saham

Arti pentingnya likuiditas saham setelah diperdagangkan di bursa sekunder (*after-market liquidity*) juga diperhatikan oleh investor di pasar primer, yang dirumuskan dalam hipotesis *aftermarket liquidity* (Ellul dan Pagano, 2003). Berdasarkan berbagai informasi relevan yang dapat diperoleh baik dari prospektus maupun publikasi lain maka investor akan membuat ekspektasi mengenai likuiditas saham tersebut nantinya setelah diperdagangkan di bursa (*expected liquidi-*

ty). Apabila investor ternyata mengekspektasikan saham semakin tidak likuid maka ia akan mensyaratkan kompensasi yang semakin besar dalam melakukan pembelian saham berupa semakin tingginya return yang diharapkan. Oleh karena itu maka semakin tinggi likuiditas yang diharapkan dari saham maka investor akan merespon penawaran saham perdana semakin positif (*overreaction*). Hipotesis keenam (H_{a6}) yang diajukan menyatakan likuiditas yang diharapkan berpengaruh positif terhadap *market reactions* saham perdana. Selain itu investor juga dihadapkan dengan risiko likuiditas (*liquidity risk*) karena tidak mengetahui secara tepat stabilitas likuiditas saham tersebut setelah diperjualbelikan di bursa dalam jangka waktu tertentu (Ellul dan Pagano, 2003). Saham yang semula diestimasikan likuid memiliki probabilitas berubah menjadi tidak likuid setelah beberapa waktu diperdagangkan di pasar sekunder sehingga terdapat variabilitas likuiditas. Apabila variabilitas ini semakin besar maka artinya semakin tinggi pula risiko likuiditas yang dihadapi investor penerbitan saham perusahaan direspon negatif oleh investor (*underreaction*). Hipotesis ketujuh (H_{a7}) menyatakan risiko likuiditas berpengaruh negatif terhadap *market reactions* saham perdana.

Besaran volatilitas return saham juga memengaruhi *market reactions*. Asimetri informasi yang semakin besar antar investor akan menimbulkan berbagai pengharapan yang berbeda dan tercermin dalam harga saham (Alli et al., 1994; Aussenegg, 1997, Arosio et al., 2000). Saham dengan volatilitas return yang tinggi dipandang semakin berisiko oleh investor. Oleh karena itulah maka penerbitan saham perdana yang me-

miliki volatilitas return yang tinggi akan disrespon negatif oleh investor (*underreaction*). Hipotesis kedelapan (H_{a8}) menyatakan volatilitas return saham berpengaruh negatif terhadap *market reactions* saham perdana

METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana di Bursa Efek Indonesia periode Januari 2005- Desember 2008. Pengambilan sampel dilakukan menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria perusahaan memiliki *true discount* positif karena *true discount* negatif tidak bermakna (Ma dan Tsai, 2001); dan perusahaan memiliki kelengkapan data yang diperlukan dalam penelitian ini yaitu tanggal listing, tanggal berdiri, harga saham di pasar perdana, harga penutupan saham, volume selama 20 hari perdagangan pertama di BEJ, jumlah aset total dan penjamin emisi utama. Berdasarkan kriteria di atas terkumpul sampel sebanyak 40 perusahaan.

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah *true discount* dan *market reactions*, yang masing-masing akan diuji secara terpisah dalam dua persamaan yang berbeda. *True discount* (TD) adalah diskon murni yang diberikan oleh penjamin emisi atas penawaran saham perdana dan dihitung dari selisih harga keseimbangan saham dengan antara harga perdana. Sementara harga keseimbangan saham dihitung dari rata-rata harga penutupan saham minggu keempat perdagangan (hari ke-16 sampai ke-20). Sedangkan *market reactions* (MR) adalah reaksi investor atas penawaran saham perdana dan dihitung dari selisih antara harga penutupan saham pada hari pertama perdagangan

dengan harga keseimbangan saham. Sedangkan variabel bebas dalam penelitian ini adalah determinan *true discount*, yang terdiri atas. Pertama, reputasi penjamin emisi (UNDW), dilihat dari pemeringkatan pangsa pasar penjamin emisi selama tahun 2005-2008.. Penjamin emisi yang memiliki nilai total penawaran saham perdana lebih besar dibandingkan rata-rata seluruh nilai penawaran perdana perusahaan sampel diklasifikasikan sebagai penjamin emisi bereputasi bagus, demikian pula sebaliknya. Variabel ini merupakan *dummy* yang bernilai 1 apabila penjamin emisi bereputasi bagus dan 0 apabila penjamin emisi bereputasi buruk.

Kedua, ukuran perusahaan (SIZE), ditunjukkan melalui jumlah asset total pada tahun terakhir sebelum emiten melakukan penawaran perdana (Ellul dan Pagano, 2003). Ketiga, Umur perusahaan (AGE), diukur sejak berdirinya perusahaan sampai dengan terdaftar pertama kali di bursa (Ernyan dan Husnan, 2002). Keempat, jenis perusahaan (COMPANY), merupakan variabel *dummy* yang bernilai 1 untuk perusahaan keuangan dan 0 untuk perusahaan non keuangan, Kelima, persentase saham yang ditawarkan ke publik (PUBLIK), diukur dari persentase jumlah lembar saham yang ditawarkan ke publik dari total lembar saham perusahaan. Keenam, Likuiditas saham yang diharapkan (TURN), dihitung dengan rumus:

$$TURN = \frac{\sum_{t=1}^{20} \left(\frac{QD_{it}}{QE_{it}} \right)}{20}$$

Keterangan:

QD_{it} = Jumlah saham i yang diperdagangkan pada hari t

QE_{it} = Jumlah saham i yang beredar pada hari t

Ketujuh, risiko likuiditas (VARTURN), dihitung dengan rumus:

$$VARTURN = \sigma \left(\frac{QD_{it}}{QE_{it}} \right)$$

Dan kedelapan, volatilitas return saham (STDEV), diukur dengan deviasi standar return saham mulai hari kedua sampai hari kedua puluh perdagangan di pasar sekunder (Alli *et al.*, 1994; Ellul dan Pagano, 2003).

Pengujian seluruh hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda. Sebelum dilakukan pengujian terlebih dahulu juga dilakukan pengujian asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Regresi berganda harus memenuhi uji prasyarat analisis berupa uji asumsi klasik agar memenuhi kaidah BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Uji normalitas dilakukan menggunakan *One Sample Kolmogorov Smirnov*. Residual persamaan regresi *true discount* dan *market reactions* masing-masing memiliki signifikansi 0,460 dan 0,825. Oleh karena nilai ini lebih besar dibandingkan α sebesar 5% sehingga residual regresi terdistribusi normal. Pendeteksian autokorelasi dilakukan melalui uji Durbin Watson. Untuk persamaan regresi *true discount* dengan jumlah sampel (n) sebanyak 40 dan variabel bebas sebanyak 5, pada level 1% diperoleh nilai $d_L=1,148$ dan $d_U=1,457$. Berarti nilai D-W sebesar 2,146 terletak antara $d_U < D-W < 4-d_U$ dan data terbebas dari masalah autokorelasi. Untuk persamaan *market reactions* dengan sampel sebanyak 40 dan variabel bebas sejumlah tiga maka nilai $d_L=1,048$ dan $d_U=1,584$. Sedangkan nilai D-W sebesar 2,051 yang berarti terletak antara $d_U < D-W < 4-d_U$. Hal ini men-

gindikasikan bahwa uji regresi terbebas dari masalah autokorelasi.

Pengujian multikolinearitas dilakukan dengan melihat nilai *Tolerance* dan VIF. Baik untuk persamaan regresi *true discount* maupun *market reactions* nilai *Tolerance* di atas 0,1 dan nilai VIF di bawah 10. Hal ini menunjukkan bahwa kedua persamaan regresi tersebut terbebas dari masalah multikolinearitas. Sementara pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan metode Glejser. Hasil pengujian menyimpulkan bahwa tidak ada satu pun koefisien regresi variabel bebas yang memiliki signifikansi $< 5\%$. Dengan demikian maka regresi memenuhi asumsi homoskedastisitas. Setelah regresi memenuhi persyaratan asumsi klasik maka kemudian dilakukan analisis regresi linier berganda untuk menguji semua hipotesis yang diajukan.

Tabel 1. Hasil Analisis Regresi Persamaan *True Discount*

Variabel	Koefisien Regresi	t-hitung	Signifikansi
Konstanta	1,729	6,310	0,000
UNDW	-0,179	-1,227	0,228
SIZE	-0,023	-2,610	0,013
AGE	-0,018	-2,869	0,007
COMPANY	-0,029	-0,199	0,843
PUBLIK	-1,057	-2,819	0,008
F hitung = 5,176			
Signifikansi = 0,001			
Adjusted R^2 = 0,349			

Berdasarkan hasil regresi diperoleh koefisien regresi reputasi penjamin emisi sebesar -0,179 dan signifikansi t-hitung sebesar 0,228. Angka ini lebih besar daripada tingkat signifikansi yang diharapkan ($\alpha=5\%$) maka H_{a1} ditolak. Dengan demikian maka reputasi penjamin emisi tidak berpengaruh terhadap *true discount* saham perdana. Temuan ini

bertentangan dengan hasil penelitian Carter dan Manaster (1990), Michaely dan Shaw (1994), dan Fabrizio (2000) yang mengemukakan bahwa reputasi penjamin emisi berpengaruh negatif terhadap *underpricing* saham perdana. Dalam konteks pengaruh *true discount*, penelitian ini juga tidak mendukung simpulan Ma dan Tsai (2001). Hasil yang tidak signifikan ini disebabkan metode pengukuran peneringkatan penjamin emisi yang dilakukan oleh peneliti hanya memperhatikan satu variabel yaitu pangsa pasar dan hanya dibagi dalam dua skala yaitu 1 dan 0. Di Indonesia sendiri sampai saat ini belum tersedia lembaga independen yang mengeluarkan peringkat penjamin emisi. Untuk ukuran perusahaan ditemukan besarnya koefisien regresi adalah -0,023 dengan signifikansi t-hitung adalah 0,013. Hasil ini merujuk pada penerimaan H_{a2} , artinya ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *true discount* saham perdana. Bukti empiris ini sesuai dengan pengujian yang dilakukan oleh Ma dan Tsai (2000), Aktas et al. (2003) maupun Ellul dan Pagano (2003). Besaran koefisien umur perusahaan yang diperoleh dari hasil regresi sebesar -0,018 dengan signifikansi t-hitung ialah 0,00, yang lebih kecil daripada tingkat signifikansi yang diharapkan ($\alpha=5\%$). Hasil ini merujuk pada penerimaan H_{a3} artinya umur perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *true discount* saham perdana. Pengaruh umur perusahaan yang negatif signifikan ini sesuai dengan hasil penelitian Fabrizio (2000), Ellul dan Pagano (2003).

Sementara itu jenis perusahaan ternyata tidak berpengaruh terhadap *true discount* saham perdana. Hasil ini diperoleh dari koefisien regresi sebesar -0,029 dan signifikansi

t-hitung yaitu 0,843. Dengan demikian H_{a4} ditolak artinya rata-rata besaran *true discount* saham perdana antara perusahaan keuangan dan non keuangan tidak berbeda. Regulasi yang diterapkan oleh pemerintah pada perusahaan sektor keuangan belum efektif mengurangi asimetri informasi sehingga tidak memengaruhi diskon yang ditetapkan oleh penjamin emisi. Simpulan ini bertentangan dengan penelitian Alli et al. (1994), Kooli dan Suret (2001), Ma dan Tsai (2001). Tidak signifikannya pengaruh jenis perusahaan terhadap *true discount* disebabkan dalam penelitian ini jenis perusahaan hanya dibedakan menjadi dua yaitu perusahaan keuangan dan non keuangan karena jumlah sampel yang relatif kecil, hanya 40 perusahaan. Sementara dalam penelitian lain sampel diklasifikasikan lagi dengan membagi perusahaan keuangan ke dalam beberapa kelompok seperti bank, lembaga keuangan bukan bank (Alli et al., 1994; Ernyan dan Husnan, 2002). Untuk pengujian pengaruh persentase saham yang ditawarkan ke publik diperoleh koefisien regresi sebesar -1,057 dengan signifikansi t-hitung sebesar 0,008, yang lebih kecil daripada tingkat signifikansi yang diharapkan ($\alpha=5\%$). Dengan demikian H_{a5} diterima artinya variabel persentase saham yang ditawarkan ke publik berpengaruh negatif signifikan terhadap *true discount* saham perdana. Temuan empiris penelitian ini sejalan dengan studi Kim et al. (1993), Fabrizio (2000) di mana studi mereka menyimpulkan terdapat pengaruh negatif persentase saham yang ditawarkan ke publik terhadap tingkat *underpricing*. Di samping itu, hasil ini juga sesuai dengan pengujian Ma dan Tsai (2001) yang menemukan persentase saham yang dita-

warkan ke publik berpengaruh negatif signifikan terhadap *true discount* saham perdana. Nilai *Adjusted R²* sebesar 0,349 bermakna bahwa variabilitas *true discount* yang dapat dijelaskan oleh reputasi penjamin emisi, ukuran, umur, jenis perusahaan dan persentase saham yang ditawarkan ke publik sebesar 34,90% dan sisanya sebesar 65,10% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini

Sedangkan hasil analisis regresi untuk persamaan *market reactions* terlihat dalam tabel berikut.

Tabel 2. Hasil Analisis Regresi Persamaan *Market Reactions*

Variabel	Koefisien Regresi	t-hitung	Signifikansi
Konstanta	0,150	2,529	0,016
TURN	2,698	2,051	0,048
VARTURN	-2,219	-2,465	0,019
STDEV	-4,790	-4,550	0,000
F hitung = 13,972			
Signifikansi = 0,000			
<i>Adjusted R²</i> = 0,499			

Berdasarkan uji regresi yang telah dilakukan diperoleh koefisien likuiditas yang diharapkan sebesar 2,698 dan signifikansi t-hitung adalah 0,048 yang lebih kecil daripada tingkat signifikansi yang diharapkan ($\alpha=5\%$), sehingga H_{a7} diterima, artinya likuiditas saham yang diharapkan mempunyai pengaruh positif signifikan. Bukti empiris ini konsisten dengan hasil penelitian McKenzie (2001), Ellul dan Pagano (2003) maupun Ma dan Tsai (2001). Sesuai dengan hasil regresi, diperoleh koefisien pengaruh risiko likuiditas terhadap *market reactions* sebesar -2,219 dengan signifikansi t-hitung sebesar 0,019 yang lebih kecil daripada tingkat signifikansi yang diharapkan ($\alpha=5\%$). Berdasarkan te-

muan ini maka H_{a8} diterima yang menyimpulkan bahwa variabel risiko likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap *market reactions* saham perdana. Simpulan yang diperoleh mendukung pengujian Ellul dan Pagano (2003) yang menemukan bahwa emisi saham perdana dengan risiko likuiditas tinggi direspon negatif oleh investor.

Variabel terakhir yang terbukti menjadi determinan *market reactions* saham perdana adalah volatilitas return saham. Koefisien regresi sebesar -4,790 dengan signifikansi t-hitung sebesar 0,000. Temuan ini merujuk pada penerimaan H_{a9} , di mana variabel volatilitas return saham berpengaruh negatif signifikan terhadap *market reactions* saham perdana. Hasil ini mendukung penelitian Arosio et al. (2000) bahwa semakin besar volatilitas return saham maka saham dipandang semakin berisiko oleh investor sehingga cenderung timbul *market under reaction*. Nilai *Adjusted R²* sebesar 0,499 bermakna bahwa variabilitas *market reactions* yang dapat dijelaskan oleh variabel likuiditas yang diharapkan, risiko likuiditas dan volatilitas return saham sebesar 49,90% dan sisanya sebesar 50,10% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian.

SIMPULAN

Hasil yang diperoleh dari penelitian ini menyimpulkan bahwa determinan *true discount* saham perdana di BEI adalah ukuran, umur perusahaan dan persentase saham yang ditawarkan ke publik. Sementara determinan *market reactions* adalah likuiditas saham yang diharapkan, risiko likuiditas dan volatilitas return saham. Dari penelitian ini dapat diidentifikasi beberapa keterbatasan. Pertama, pemeringkatan penjamin emisi

dalam penelitian ini menggunakan dua skala yaitu 0 dan 1 dengan kriteria tunggal sehingga dimungkinkan belum mencerminkan reputasi penjamin emisi yang sesungguhnya. Kedua, penelitian ini masih terbatas menguji determinan *true discount* dan *market reactions* saham perdana dilihat dari informasi asimetri dan *aftermarket liquidity*. Ketiga, penggunaan variabel tipe perusahaan masih terbatas diklasifikasikan ke dalam dua kelompok yaitu perusahaan keuangan dan non keuangan.

Dengan memperhatikan berbagai keterbatasan di atas maka penelitian selanjutnya dapat menggunakan skala pemeringkatan reputasi penjamin emisi yang lainnya misal skala 0-9 dari Carter-Manaster (1990) atau skala 0-3 dari Johnson-Miller (1988), maupun dengan menambahkan kriteria lain misalnya banyaknya klien reputasi penjamin emisi atau frekuensi penjaminan sehingga diharapkan lebih dapat mencerminkan pemeringkatan sebenarnya. Apabila jumlah sampel cukup banyak maka penelitian yang akan datang tidak hanya mengklasifikasikan tipe perusahaan ke dalam dua kelompok (keuangan dan non-keuangan) tetapi juga melakukan pengujian dengan membagi lagi perusahaan keuangan ke dalam beberapa kelompok seperti bank, lembaga keuangan bukan bank (Alli *et al.*, 1994; Ernyan dan Husnan, 2002). Selain itu penelitian dapat memasukkan variabel lain sehingga diharapkan dapat memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai determinan *true discount* dan *market reactions*. Variabel tersebut diantaranya adalah aktivitas pasar pada periode sebelum saham ditawarkan (*premarket*) dan sesudah saham diperdagangkan dipasar sekunder (*aftermarket*) se-

perti *partial price adjustment*, *price stabilization*, *overallotment option* dan *penalty bids*, sebagaimana diidentifikasi dari studi Logue *et al.* (2002) dan Aggarwal (2000).

DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, R. (2000) "Stabilization Activities By Underwriters After IPOs". *Journal of Finance*, 55, 1075-1103.
- Aktas, R., Karan, M.B. & Aydogan, K. (2003) "Forecasting Short Run Performance of Initial Public Offerings in the Istanbul Stock Exchange". *Working Paper. Turkish Military Academy*. 1-26.
- Alli, K, Yau. J., & Yung, K. (1994) "The Underpricing of IPOs of Financial Institutions". *Journal of Business Finance and Accounting*, 21(7), October, 1013-1030.
- Arosio, R., Giudici, G. & Paleari, S. (2000) "What Drives the Initial Market Performance of Italian IPOs? An Empirical Investigation on Underpricing and Price Support". *Working Paper presented at the 2000 FMA Annual Meeting*.
- Aussenegg, W. (1997) "Short and Long Run Performance of IPOs in the Austrian Stock Market". *Working Paper. Department of Finance. Vienna University of Technology*. 1-41.
- Carter, R. & Manaster, S. (1990). "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation". *Journal of Finance*. XLV(4), 1045-1067.
- Daily, C.M, et al. (2003) "IPO Underpricing: A Meta-Analysis and Research Synthesis". *Entrepreneurship Theory and Practice*. 271-295.
- Ellul, A. & Pagano, M. (2003) "IPO Underpricing and Aftermarket Liquidity". *Working Paper. Centre for Studies in Economics and Finance*, 1-49.
- Ernyan & Husnan, S. (2002) "Perbandingan Underpricing Penerbitan Saham Perdana

- Perusahaan Keuangan dan Non-Keuangan di Pasar Modal Indonesia: Pengujian Hipotesis Asimetri Informasi". *Jurnal Ekonomi and Bisnis Indonesia*. 17(4), 372-383.
- Fabrizio, S. (2000) "Asymmetric Information and Underpricing of IPOs: the Role of the Underwriter, the Prospectus and the Analysts: An Empirical Examination of the Italian Situation". *Working Paper. Social Science Research Network Journal*. www.ssrn.com. p. 1-30.
- Hanafi, M.M. & Husnan, S. (1991). "Perilaku Harga Saham di Pasar Perdana: Pengamatan di Bursa Efek Jakarta Selama 1990". *Usahawan*. 11, 12-15.
- Kim, Jeong-Bon, Krinsky, I. & Lee, J. (1993) "Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea". *Journal of Business Finance and Accounting*, 20(2), January, 95-211.
- Kooli, M. & Suret, J.M. (2001) "The Underpricing of Initial Public Offerings: Further Canadian Evidence". *Cirano Working Paper*.
- Kunz, R.M., & Aggrawal, R. (1994) "Why Initial Public Offerings Are Underpriced: Evidence from Switzerland". *Journal of Banking and Finance*, 18, 705-723.
- Lee, P.J., Taylor, S.L. & Walter, T.S. (1996) "Australian IPO Pricing in the Short and Long Run". *Journal of Banking and Finance*, 20, 1189-1210.
- Logue, D. E., Rogalski, R. J., Seward, J.K. & Johnson, L.F. (2002) "What Is Special About the Roles of Underwriter and Market Activities in Initial Public Offerings?". *Journal of Business*, 75(2), 213-243.
- Ma, Tai & Pei Ru Tsai (2001) "Are Initial Return and IPO Discount the Same Thing? A Comparison of Direct Public Offerings and Underwritten IPOs". *Social Science Research Network Journal*,
- Mauer, D.C. & Senbet, L.W. (1992) "The Effect of the Secondary Market on the Pricing of Initial Public Offerings; Theory and Evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(1), 55-79.
- McGuinness, P. (1992) "An Examination of the Underpricing of Initial Public Offerings in Hongkong". *Journal of Business Finance and Accounting*, 19(2), January, 165-186.
- Michaely, R. & Shaw, W.H. (1994). "The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-Selection and Signaling Theories". *The Review of Financial Studies*, 7(2), 279-319.
- Nurhidayati, Siti & Indriantoro, Nur (1998) "Analisis Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underprice pada Penawaran Perdana di BEJ". *Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan In Memoriam Prof. Dr. Bambang Riyanto*, 415-425.
- Oehler, A., Rummer, M. & Smith, P.N. (2004) "IPO Pricing and Relative Importance of Investor Sentiment-Evidence from Germany". *Working Paper*. Bamberg University.
- Ritter, J. R. (1991) "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings". *Journal of Finance*. 46, 3-27.
- Triaryati, Nyoman (2003) "Perbandingan Abnormal Return Emisi Saham Perdana Perusahaan Keuangan dan Non Keuangan di Pasar Modal Indonesia: Pengujian Hipotesis Asimetri Informasi". *Thesis Program Studi Manajemen*, Magister Sains Ilmu-Ilmu Ekonomi Universitas Gadjah Mada.
- Yasa, G.W. (2003) "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham di Bursa Efek Jakarta Tahun 1990-2001". *Thesis Program Studi Akuntansi*, Magister Sains Ilmu-Ilmu Ekonomi Universitas Gadjah Mada.