



ANALISIS PENGARUH FAKTOR FUNDAMENTAL PERUSAHAAN DAN KONDISI EKONOMI MAKRO TERHADAP TINGKAT *UNDERPRICING* SAAT PENAWARAN UMUM PERDANA (Studi Empiris pada Perusahaan Go Publik yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2011)

David Tri Rachmadhanto
Raharja¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof . Soedharto SH. Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study aims to examine the variables that influence the level of underpricing stock price when the company's initial public offering in Indonesia Stock Exchange 2008-2011 period. The dependent variable in this study is the level of underpricing measured by value of initial returns, while the independent variable is the total asset turnover, debt to equity ratio, return on equity, current ratio, inflation rate, BI rate, and the exchange rate. The data used in this study is a secondary data that collected by using purposive sampling method. Sample of 37 companies from 73 populations companies doing IPOs from 2008-2011 in Indonesia Stock Exchange. This study used multiple regression for data analysis. The results of this study showed that the variable debt to equity ratio negatively influence the level of underpricing is proven. Other variables such as total asset turnover, return on equity, current ratio, inflation rate, BI rate, and the exchange rate influence the level of underpricing is not proven. In this research model, shows the variable total assets turnover, debt to equity ratio, return on equity, current ratio, inflation rate, the BI rate, and the exchange rate can only explain the variation in the level of underpricing of 45 %.

Keywords: Underpricing, Signaling Theory, Financial Ratio, Macro Economics

PENDAHULUAN

Perusahaan melakukan proses *Initial Public Offering (IPO)* untuk mendapat tambahan modal dari luar perusahaan. Setelah melewati proses IPO di pasar perdana, saham akan diperdagangkan di pasar sekunder. Harga saham di pasar sekunder dapat berfluktuasi bergantung pada tingkat permintaan dan penawaran antara pemegang saham dan calon investor. Fluktuasi yang terjadi di pasar sekunder menyebabkan antara harga di pasar perdana dan pasar sekunder terdapat selisih. Selisih ini terjadi karena adanya perubahan harga yang salah satunya dipengaruhi permintaan terhadap saham tersebut. Selisih positif artinya harga saham di pasar sekunder lebih tinggi daripada harga saham di pasar perdana. Kondisi terjadi selisih positif ini yang disebut dengan *underpricing*. Menurut Yolana dan Dwi Martani (2005), *underpricing* adalah adanya selisih positif antara harga saham di pasar sekunder dengan harga saham di pasar perdana atau saat IPO.

Kondisi *underpricing* merugikan untuk perusahaan yang melakukan *go public*, karena dana yang diperoleh dari publik tidak maksimum (Handayani, 2008). Hal ini juga menunjukkan penilaian terhadap nilai perusahaan untuk menentukan harga saham perdana kurang tepat. Para pemilik perusahaan menginginkan agar meminimalisasikan situasi *underpricing*, karena terjadinya *underpricing* akan menyebabkan transfer kemakmuran dari pemilik kepada para investor (Beatty, 1989). Namun apabila terjadi *overpricing* atau adanya selisih negatif akan membuat investor merasa dirugikan. Selisih negatif ini artinya harga saham yang dipegang investor dinilai rendah dan belum dapat memberikan profit apabila dijual.

Dampak *underpricing* yang berbeda terhadap investor dan emiten ini menyebabkan keduanya memiliki posisi tawar yang berpengaruh terhadap harga saham. Namun tidak semua investor mempunyai kemampuan yang baik untuk menentukan pilihan. Diantaranya adalah karena adanya asimetri informasi yang dialami antar investor. Menurut Rock, 1986 (dalam Martani, 2003)

¹ Corresponding author



asimetri informasi antar investor terjadi karena adanya investor yang memiliki informasi yang lebih dari investor yang lain tentang prospek perusahaan. Investor yang memiliki informasi lebih baik tentang perusahaan akan dapat menentukan pilihan yang menguntungkan. Berbeda dengan investor yang tidak memiliki cukup informasi, mereka akan menentukan pilihan investasi mereka dengan tidak menggunakan perhitungan yang valid.

Penelitian tentang *underpricing* ini perlu untuk diteliti kembali karena terdapat ketidakkonsistenan hasil antara penelitian terdahulu (lihat misalnya, Handayani (2008), Wulandari (2011), Bachtiar (2012), Martani (2012), Hapsari (2012)). Selain itu kondisi makro ekonomi yang bergejolak karena pengaruh krisis global tahun 2008 juga membuat masalah ini menarik untuk diteliti kembali. Hal inilah yang mendorong penelitian dilakukan dengan menganalisis pengaruh fundamental perusahaan (*total asset turn over, debt to equity ratio, return on equity, current ratio*) dan variabel ekonomi makro (tingkat inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar rupiah).

Tujuan penelitian ini adalah menganalisis pengaruh kondisi fundamental perusahaan yang diukur menggunakan indikator *total asset turn over, debt to equity ratio, return on equity, dan current ratio* dan pengaruh kondisi makro ekonomi yang diukur menggunakan tingkat inflasi, tingkat suku bunga Bank Indonesia, dan nilai tukar rupiah terhadap tingkat *underpricing* saat penawaran umum perdana.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Dalam menentukan investasinya, investor akan memilih perusahaan yang berpotensi baik dan dapat memberikan *return* di masa depan. Investor akan menggunakan informasi terkait perusahaan sebagai dasar dalam menentukan arah investasi. Informasi yang dipublikasikan sebagai pengumuman akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi (Jogiyanto, 2000). Menurut Sumarsono dalam Puspita (2011) perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal kepada pasar, dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang baik dan perusahaan yang berkualitas buruk.

Kondisi fundamental dan kondisi makro ekonomi dapat mempengaruhi investor dalam menentukan pilihan investasinya. Kondisi fundamental perusahaan yang ditunjukkan dari laporan keuangan perusahaan digunakan oleh investor untuk menilai kondisi suatu perusahaan. Kondisi fundamental perusahaan yang baik akan menjadi sinyal bagi investor untuk melakukan pembelian saham di pasar perdana. Selain kondisi fundamental, kondisi makro ekonomi akan juga dapat menjadi sinyal bagi investor dan berpengaruh pada keputusan investor dalam berinvestasi.

Berdasarkan teori yang telah diuraikan sebelumnya, peneliti menguji pengaruh antara kondisi fundamental perusahaan yang ditunjukkan dari indikator TATO, DER, ROE, CR, dan kondisi makro ekonomi yang ditunjukkan dari indikator tingkat inflasi, tingkat suku bunga BI, dan nilai tukar rupiah terhadap tingkat *underpricing* saat penawaran umum perdana.

Pengaruh Total Asset Turn Over (TATO) terhadap Tingkat Underpricing

Total Asset Turn Over (TATO) mengukur seberapa baiknya efisiensi seluruh aktiva perusahaan digunakan untuk menunjang kegiatan penjualan (Ang, 1997:18.26). Nilai TATO yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan asetnya secara baik dan efisien. Berdasarkan teori *signaling* perusahaan dengan TATO yang tinggi akan lebih banyak dicari oleh investor, karena investor akan menganggapnya sebagai informasi yang positif sehingga akan meningkatkan harga saham di pasar sekunder. Harga saham di pasar sekunder yang meningkat akan menyebabkan harga saham di pasar perdana dinilai lebih rendah, sehingga semakin tinggi nilai TATO akan meningkatkan *underpricing*. Dari uraian di atas maka dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

H1: *Total Asset Turn Over* berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*.

Pengaruh Debt to Equity Ratio (DER) terhadap Tingkat Underpricing

Debt to Equity Ratio adalah salah satu alat analisis solvabilitas. Ratio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya (Subramanyam dan Wild, 2012). Perusahaan dengan DER tinggi menunjukkan bahwa pendanaan perusahaan dari kreditor semakin tinggi, sehingga dapat diartikan risiko perusahaan semakin tinggi. Hal ini dikarenakan equity yang dimiliki perusahaan lebih kecil daripada hutang perusahaan.

Berdasarkan teori signaling, kondisi perusahaan dengan DER tinggi akan menjadi sinyal buruk bagi investor, sehingga investor akan mencari perusahaan dengan DER yang rendah. Perusahaan dengan DER rendah akan lebih banyak dicari investor sehingga harga sahamnya akan meningkat dan terjadilah *underpricing*. Penelitian Bachtiar (2012) menyatakan bahwa terdapat hubungan yang signifikan negatif DER terhadap tingkat *underpricing*. Berdasarkan uraian di atas maka dapat diambil hipotesis sebagai berikut:

H2: *Debt to Equity Ratio* berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

Pengaruh Return on Equity (ROE) terhadap Tingkat Underpricing

ROE merupakan salah satu alat untuk menganalisis profitabilitas perusahaan. Nilai ROE menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba menggunakan *equity* perusahaan. ROE yang tinggi akan menjadi sinyal positif dari perusahaan kepada investor yang mengakibatkan saham perusahaan akan lebih banyak dicari oleh investor. Dampaknya adalah harga saham perusahaan di pasar sekunder akan lebih tinggi daripada harga di pasar perdana yang menyebabkan terjadinya *underpricing*. Penelitian Yolana dan Dwi Martani (2005) menunjukkan bahwa ROE berpengaruh signifikan positif tingkat *underpricing*. Dari uraian di atas dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H3: *Return On Equity* berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*

Pengaruh Current Ratio (CR) terhadap Tingkat Underpricing

Current ratio digunakan sebagai salah satu alat ukur yang sering digunakan untuk menganalisis likuiditas perusahaan. Likuiditas perusahaan diukur untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangan jangka pendeknya. Rasio lancar menunjukkan ketersediaan aset lancar untuk memenuhi kewajiban lancar (Subramanyam, 2012:45). Menurut Ang (1997:18.24) *current ratio* bertujuan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan aktiva lancarnya (*current asset*). Angka *current ratio* yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya semakin baik. Berdasarkan teori signaling, *current ratio* yang tinggi akan menjadi sinyal positif dari perusahaan kepada investor untuk menginvestasikan kekayaannya. Semakin banyak investor yang membeli saham di pasar sekunder maka akan meningkatkan harga saham yang menyebabkan harga saat penutupan lebih tinggi daripada harga di pasar perdana. Penelitian yang dilakukan oleh Sari (2012) menunjukkan terdapat hubungan yang signifikan positif terhadap tingkat *underpricing*. Dari uraian di atas maka peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H4: *Current ratio* berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*.

Pengaruh Tingkat Inflasi terhadap Tingkat Underpricing

Tingkat inflasi dapat diartikan sebagai kenaikan harga-harga secara menyeluruh (Hardi, 2009). Pada saat inflasi sedang tinggi harga barang secara keseluruhan akan mengalami kenaikan. Kondisi ini membuat masyarakat menjadi lebih selektif dalam membelanjakan uangnya termasuk dalam hal investasi. Harga barang yang meningkat akan menyebabkan perdagangan menjadi lesu dan keuntungan perusahaan menjadi turun. Menurut Ang (1997:19.11) inflasi yang tinggi menyebabkan menurunnya keuntungan suatu perusahaan, sehingga menyebabkan efek ekuitas menjadi kurang kompetitif. Berdasarkan teori signaling, penurunan keuntungan perusahaan dan menurunnya efek ekuitas akan menyebabkan kegiatan permintaan di pasar modal ikut menurun. Menurunnya permintaan akan berdampak pada harga saham di pasar sekunder yang mengalami penurunan. Akibatnya, harga saham di pasar perdana akan lebih tinggi dari pasar sekunder. Dari teori di atas maka dapat diambil hipotesis sebagai berikut: H5: Tingkat inflasi berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

Pengaruh Tingkat Suku Bunga Bank Indonesia (BI Rate) terhadap Tingkat Underpricing

Penetapan tingkat suku bunga oleh Bank Indonesia bertujuan untuk mencapai sasaran kebijakan moneter. Tingkat suku bunga BI akan mempengaruhi tingkat suku bunga kredit perbankan dan bunga deposito yang berakibat pada keputusan masyarakat dalam berinvestasi. Meningkatnya tingkat bunga akan meningkatkan harga kapital sehingga memperbesar biaya

perusahaan, sehingga terjadi perpindahan investasi dari saham ke deposito atau fixed investasi lainnya (Sunariyah, 2004:22). Berdasarkan teori signaling, tingkat suku bunga akan mempengaruhi keputusan investor untuk memilih investasi yang lebih menguntungkan. Keputusan investor untuk mengalihkan investasi dari pasar modal akan membuat permintaan saham menurun. Hal ini akan membuat harga saham di pasar sekunder mengalami penurunan nilai, sehingga harga saham perdana menjadi lebih tinggi (tingkat *underpricing* semakin rendah). Berdasarkan uraian diatas maka diambil hipotesis sebagai berikut:

H6: Tingkat suku bunga Bank Indonesia berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

Pengaruh Nilai Tukar Rupiah (Kurs) terhadap Tingkat *Underpricing*

Nilai tukar rupiah (kurs) yang berubah akan mempengaruhi harga barang yang masuk dan keluar dari Indonesia. Pengaruh kurs membawa dampak secara nasional pada industri dalam negeri. Pergerakan kurs yang dinamis dapat diperdagangkan sehingga menjadi salah satu pilihan investasi (Yolana dan Martani, 2005). Dengan adanya kemungkinan bahwa kurs bisa diperdagangkan maka artinya ada alternatif bagi investor dalam melakukan investasi. Investor yang mengalihkan investasinya ke perdagangan kurs akan berdampak pada menurunnya permintaan di pasar modal. Menurunnya kurs rupiah terhadap mata uang asing memiliki pengaruh negatif terhadap ekonomi dan pasar modal (Sunariyah, 2004:22). Menurut Ang (1997:19.11) melemahnya rupiah memberikan pengaruh negatif terhadap pasar ekuitas, karena menyebabkan pasar ekuitas menjadi tidak mempunyai daya tarik. Artinya apabila nilai rupiah naik maka permintaan saham di pasar sekunder akan meningkat, sehingga harga di pasar perdana akan rendah atau terjadi *underpricing*. Penelitian Yolana dan Dwi Martani menunjukkan terdapat hubungan yang signifikan positif antara kurs terhadap tingkat *underpricing*. Dari penjelasan diatas maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H7: Nilai tukar rupiah berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah tingkat *underpricing* yang diukur berdasarkan perhitungan angka initial return (selisih positif yang terjadi karena harga saham pada pasar perdana lebih rendah daripada harga saham di pasar sekunder). Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut; TATO berasal dari perbandingan antara penjualan dengan rata-rata total aktiva yang dimiliki perusahaan dalam satu tahun terakhir sebelum IPO. Variabel ini dinyatakan dalam satuan rasio. Variabel *Debt to Equity Ratio* dihitung menggunakan data dari laporan keuangan perusahaan satu tahun sebelum IPO. Satuan yang digunakan untuk variabel ini adalah dalam rasio. Variabel *Return on Equity (ROE)* data yang digunakan adalah dari laporan keuangan perusahaan satu tahun sebelum IPO. Pengukuran variabel ini dalam satuan persentase. Untuk variabel *current ratio* menggunakan data dari laporan keuangan perusahaan satu tahun sebelum IPO. Variabel *current ratio* diukur dalam satuan rasio.

Tingkat inflasi dalam penelitian ini menggunakan data inflasi tahunan yang didapat dari laporan tahunan Bank Indonesia. Data yang digunakan adalah tingkat inflasi pada bulan saat perusahaan melakukan penawaran umum perdana, yang dinyatakan dalam satuan persen. Tingkat suku bunga yang diukur dalam penelitian ini adalah tingkat suku bunga yang ditetapkan oleh Bank Indonesia setiap bulannya. Tingkat suku bunga Bank Indonesia yang digunakan sebagai sampel adalah nilai pada saat perusahaan melakukan IPO. Skala pengukuran tingkat suku bunga menggunakan persentase. Nilai tukar rupiah yang digunakan adalah nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat (USD). Pengukuran nilai tukar rupiah dengan mencari nilai tengah dari harga jual dan harga belinya yang kemudian diambil rata-ratanya dalam satu bulan. Data yang digunakan adalah dari laporan tahunan Bank Indonesia dan dinyatakan dalam satuan rupiah.

Penentuan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan *go public* yang melakukan *Initial Public Offering* pada periode 2008-2011. Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini adalah purposive

sampling. Teknik ini digunakan agar sampel yang didapat sesuai dengan tujuan penelitian. Sample yang diambil dalam penelitian ini adalah yang memenuhi kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang melakukan penawaran perdana di BEI pada periode Januari 2008 sampai dengan Desember 2011.
2. Tersedia data harga penawaran di pasar perdana dan harga saham saat penutupan hari pertama di pasar sekunder.
3. Sahamnya mengalami *underpricing* (*initial return* positif).
4. Tersedia data laporan keuangan emiten satu tahun sebelum IPO.

Metode Analisis

Pengujian hipotesis dilakukan menggunakan analisis regresi berganda. Metode analisis regresi berganda dalam penelitian ini secara matematis dapat dituliskan sebagai berikut:

$$UND = 0 + 1X_1 + 2X_2 + 3X_3 + 4X_4 + 5X_5 + 6X_6 + 7X_7 +$$

Keterangan:

UND = Tingkat *Underpricing*

X1 = Total asset turn over

X2 = Debt to equity ratio

X3 = Return on equity

X4 = Current ratio

X5 = Tingkat Inflasi

X6 = Tingkat suku bunga Bank Indonesia

X7 = Nilai tukar rupiah

1 = Koefisien regresi total asset turn over

2 = Koefisien regresi debt to equity ratio

3 = Koefisien regresi return on equity

4 = Koefisien regresi current ratio

5 = Koefisien regresi tingkat inflasi

6 = Koefisien regresi tingkat suku bunga Bank Indonesia

7 = Koefisien regresi nilai tukar rupiah

= Error term

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel Penelitian

Data sampel yang diperoleh terdiri dari perusahaan dari berbagai sektor. Pada sektor utama (industri penghasil bahan baku) terdapat 7 perusahaan dari sektor pertanian dan pertambangan. Kemudian untuk sektor industri pengolahan dan manufaktur terdapat 4 perusahaan dari sektor industri dasar dan kimia. Sedangkan dari industri jasa terdapat 11 perusahaan dari sektor perdagangan, jasa dan investasi, 11 perusahaan sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi; dan 4 perusahaan properti dan real estate. Daftar perolehan sampel dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 1
Perolehan Sampel Penelitian

| Kriteria | Jumlah |
|---|--------|
| Perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana dari periode 2008-2011 | 73 |
| Perusahaan yang tidak tersedia data harga penawaran di pasar perdana dan harga saham saat penutupan hari pertama di pasar sekunder. | (9) |
| Sahamnya mengalami overpricing (<i>initial return</i> negatif) | (17) |
| Perusahaan yang tidak tersedia data rasio keuangan satu tahun sebelum IPO | (6) |
| Data yang dikeluarkan karena sifatnya <i>outlier</i> . | (4) |
| Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria | 37 |

Sumber: Data sekunder yang diolah

Statistik Deskriptif

Deskripsi variabel penelitian yang mencakup nilai rata-rata, maksimum, minimum, dan standar deviasi terlihat dalam tabel 2 berikut ini.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|--------------------|----|---------|----------|-----------|----------------|
| Und | 37 | 0,01 | 1,13 | 0,3111 | 0,28052 |
| TATO | 37 | 0,08 | 13,02 | 1,1430 | 2,21452 |
| DER | 37 | 0,03 | 6,53 | 1,6178 | 1,37098 |
| ROE | 37 | 0,13 | 122,67 | 18,1003 | 24,22766 |
| CR | 37 | 0,10 | 4,63 | 1,2665 | 0,90493 |
| Tingkat inflasi | 37 | 2,78 | 12,14 | 6,7500 | 2,64226 |
| Tingkat suku bunga | 37 | 6,00 | 9,50 | 7,1081 | ,99746 |
| Nilai tukar rupiah | 37 | 8549,00 | 11731,00 | 9180,1892 | 627,94152 |

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif yang ditunjukkan oleh tabel 2, variabel *Total Asset Turn Over* menunjukkan nilai rata-rata sebesar 1,14 dan standar deviasi sebesar 2,21. Nilai maksimum sebesar 13,02 dan nilai minimum adalah 0,08. *Debt to Equity Ratio* memiliki nilai rata-rata sebesar 1,61 dan standar deviasi sebesar 1,37. Nilai maksimum sebesar 6,53 dan nilai minimum adalah 0,03. Variabel *Return on Equity* menunjukkan nilai rata-rata sebesar 18,10 dan standar deviasi sebesar 24,22. Nilai maksimum sebesar 122,67 dan nilai minimum adalah 0,13. Variabel *Current Ratio* menunjukkan nilai rata-rata sebesar 1,26 dan standar deviasi sebesar 0,90. Nilai maksimum sebesar 4,63 dan nilai minimum adalah 0,10. Variabel tingkat inflasi memiliki nilai rata-rata sebesar 6,75 dan standar deviasi sebesar 2,64. Nilai maksimum sebesar 12,14 dan nilai minimum adalah 2,78.

Variabel tingkat suku bunga BI menunjukkan nilai rata-rata sebesar 7,10 dan standar deviasi sebesar 0,99. Nilai maksimum sebesar 9,50 dan nilai minimum adalah 6. Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif yang ditunjukkan oleh tabel 4.2, variabel nilai tukar rupiah menunjukkan nilai rata-rata sebesar 9180 dan standar deviasi sebesar 627,94. Nilai maksimum sebesar 11731 dan nilai minimum adalah 8549. Variabel tingkat *underpricing* menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,31 dan standar deviasi sebesar 0,28. Nilai maksimum sebesar 1,13 dan nilai minimum adalah 0,01.

Uji Asumsi Klasik

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan dengan mencari nilai Durbin Watson. Hasil analisis menunjukkan angka seperti table 3 berikut.

Tabel 3
Uji Durbin Watson

| Model | Durbin Watson |
|-------|---------------|
| 1 | 1,984 |

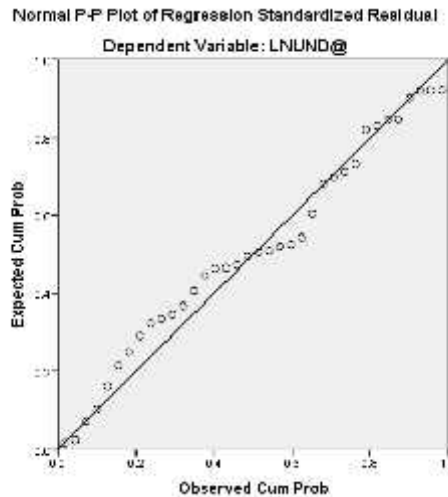
Sumber: Data sekunder yang diolah

Dari tabel 3 dapat dilihat bahwa hasil pengujian mendapatkan angka DW sebesar 1.984. Hasil ini menunjukkan bahwa nilai DW berada diantara nilai batas atas (du) 1.948 dan 4-du ($4 - 1,948 = 2,052$) yang artinya tidak ada korelasi negatif maupun positif sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi dalam model regresi ini

Uji Normalitas

Cara pengujian untuk mengetahui normalitas residual suatu data adalah dengan menganalisis grafik normal plot dan melakukan uji statistik non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (K-S). Hasil pengujian dapat dilihat pada gambar 1 berikut.

Gambar 1
Uji Normalitas dengan Normal Probability Plot



Sumber: Data sekunder yang diolah

Dari gambar 2 diatas, terlihat bahwa titik-titik tersebar dan mengikuti sepanjang garis diagonal yang artinya data terdistribusi normal. Namun, untuk menghindari potensi subjektivitas dalam pengamatan perlu dilakukan uji lain, yaitu menggunakan uji one-sample Kolmogorov-Smirnov. Hasil uji menggunakan one-sample Kolmogorov-Smirnov dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 4
Uji One-Sample Kolmogorov Smirnov

| | Unstandardized Residual |
|------------------------|-------------------------|
| Asymp. Sig. (2-tailed) | 0,931 |

Sumber: Data sekunder yang diolah

Hasil pengujian menggunakan one-sample Kolmogorov-Smirnov (K-S) menunjukkan nilai signifikansi variabel lebih besar dari 0,05 yang berarti data terdistribusi secara normal.

Uji Multikolinieritas

Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Multikolinieritas dapat dilihat dari nilai *tolerance value* dan nilai *Variance Inflation Factor (VIF)*. Nilai cutoff yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinieritas adalah nilai *tolerance* 0.10 atau sama dengan nilai *VIF* 10 (Ghozali, 2011). Hasil uji multikolinieritas dapat dilihat pada tabel 5 berikut.

Tabel 5
Uji Multikolinieritas

| Model | Tolerance | VIF |
|---------|-----------|-------|
| LNTATO@ | 0,557 | 1,796 |
| LNDER@ | 0,761 | 1,315 |
| LNROE@ | 0,863 | 1,159 |
| LNCR@ | 0,656 | 1,524 |
| LNINF@ | 0,287 | 3,482 |
| LNBI@ | 0,269 | 3,716 |
| LNKURS@ | 0,661 | 1,513 |

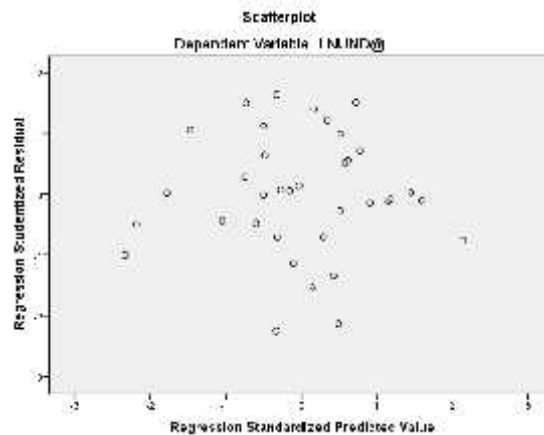
Sumber: Data yang telah diolah

Dari Tabel 5 terlihat nilai *tolerance* menunjukkan bahwa tidak ada variabel independen yang memiliki nilai *tolerance* kurang dari 0,10 yang berarti tidak ada korelasi antar variabel yang nilainya lebih dari 90%. Hasil perhitungan nilai VIF juga menunjukkan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai lebih dari 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinearitas dalam model regresi.

Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah yang Homoskedastisitas atau tidak terjadi Heteroskedastisitas (Ghozali, 2011).

Gambar 2
Scatterplot



Sumber: Data sekunder yang diolah

Pada grafik *scatterplots* (Gambar 2) dapat dilihat bahwa titik-titik menyebar acak serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi. Untuk lebih menjamin keakuratan hasil, dilakukan uji Park yang hasilnya seperti terlihat pada tabel 6 berikut.

Tabel 6
Uji Park

| | Sig. |
|---------|-------------|
| LNTATO@ | 0,661 |
| LNDER@ | 0,526 |
| LNROE@ | 0,176 |
| LNCR@ | 0,689 |
| LNINF@ | 0,200 |
| LNBI@ | 0,062 |
| LNKURS@ | 0,466 |

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan hasil uji Park pada Tabel 6 didapatkan nilai probabilitas signifikansi dari seluruh variabel independen berada diatas tingkat kepercayaan 5%. Hal ini menunjukkan tidak ada pengaruh yang signifikan antara variabel independen dengan absolut residualnya. Sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas.

Pembahasan Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil analisis koefisien determinasi menunjukkan nilai *adjusted R²* sebesar 0,45. Hal ini menunjukkan bahwa variabel tingkat *underpricing* mampu dijelaskan secara langsung oleh variabel TATO, DER, ROE, CR, tingkat inflasi, tingkat suku bunga BI, dan nilai tukar rupiah sebesar 45%. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa model ini cukup lemah dalam menjelaskan pengaruh terhadap variabel independen, karena 55% sisanya dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

Hasil uji statistik F menunjukkan nilai F hitung sebesar 5,089 dengan probabilitas 0,001. Nilai probabilitas yang lebih kecil dari 0.05 artinya model regresi dapat digunakan untuk memprediksi tingkat *underpricing*.

Tabel 7
Hasil Uji Hipotesis

| Variabel | Koefisien | t-value | Sig. (=5%) | Keterangan |
|-----------------|-------------------------------------|---------|-------------|--------------------|
| LNTATO@ | -0,069 | -0,409 | 0,685 | Hipotesis ditolak |
| LNDER@ | -0,490 | -3,408 | 0,002 | Hipotesis diterima |
| LNROE@ | -0,220 | -1,632 | 0,114 | Hipotesis ditolak |
| LNCR@ | 0,209 | 1,350 | 0,188 | Hipotesis ditolak |
| LNINF@ | 0,139 | 0,596 | 0,556 | Hipotesis ditolak |
| LNBI@ | -0,073 | -0,303 | 0,764 | Hipotesis ditolak |
| LNKURS@ | 0,303 | -1,966 | 0,059 | Hipotesis ditolak |
| | Nilai R square dan F | | | |
| R-Square | 0,45 | | | |
| F | 5,089 | 0,001 | | |

Sumber: Data sekunder yang diolah

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hipotesis pertama ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *total asset turn over* tidak berpengaruh positif signifikan terhadap tingkat *underpricing* dengan nilai signifikansi signifikasi sebesar 0,685. Hasil pengujian variabel TATO tidak signifikan disebabkan karena penilaian menggunakan rasio TATO harus didukung dengan rasio TATO tahun sebelumnya. Penilaian menggunakan rasio TATO akan lebih baik apabila membandingkan dengan rasio TATO tahun sebelumnya. Investor cenderung ingin mengetahui pertumbuhan dari TATO perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Indarli (2013) yang mengatakan bahwa TATO tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*.

Hasil pengujian terhadap hipotesis kedua menunjukkan bahwa variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap tingkat *underpricing* dengan nilai signifikansi 0,002. DER menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kemampuan jangka panjangnya menggunakan *equity* perusahaan. Semakin besar nilai DER menunjukkan hutang perusahaan lebih besar daripada *equity* yang dimiliki. Hal ini menunjukkan risiko yang ditanggung perusahaan semakin besar. Hasil penelitian yang signifikan dan dengan koefisien negatif menunjukkan bahwa investor menggunakan informasi rasio keuangan DER, dan cenderung menghindari risiko atau memilih risiko yang kecil dalam menentukan investasinya. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian dari Wulandari (2011), dan Bachtiar (2012) yang menemukan bahwa DER berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

Hasil pengujian terhadap hipotesis ketiga menunjukkan bahwa variabel *return on equity* (ROE) tidak berpengaruh signifikan positif terhadap tingkat *underpricing* dengan nilai signifikansi 0,114. Hasil analisis yang menunjukkan ROE tidak berpengaruh signifikan dapat disebabkan oleh beberapa hal. Salah satunya jenis industri yang berbeda menyebabkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan profit berbeda pula. Tidak setiap jenis industri dapat menciptakan profit yang tinggi tiap tahunnya. Perusahaan dengan kegiatan produksi jangka panjang biasanya tidak menunjukkan profit yang tinggi secara konstan. Contohnya adalah industri pertambangan yang nilai investasinya sangat besar dan jangka panjang, biasanya return yang dicapai tidak terlalu besar bila dibandingkan ekuitasnya. Hasil ini bertentangan dengan hasil penelitian yang didapat oleh Hapsari (2012), yang mengatakan bahwa ROE berpengaruh signifikan terhadap tingkat

underpricing. Namun penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang diperoleh Johnson (2011) dan Martani (2012)

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hipotesis keempat ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *current asset* tidak berpengaruh positif signifikan terhadap tingkat *underpricing* dengan nilai signifikansi sebesar 0,188. Hasil analisis variabel CR yang tidak signifikan dapat disebabkan karena perbedaan penilaian investor terhadap nilai CR. Nilai CR yang terlalu tinggi dapat juga diartikan oleh investor sebagai ketidaktepatan dalam mengalokasikan dana perusahaan, karena menunjukkan ada dana yang tidak terkelola dengan efisien. Dampaknya adalah investor akan menilai buruk perusahaan tersebut. Selain itu, penilaian menggunakan CR juga membutuhkan analisis lain untuk menarik kesimpulan yang lebih valid seperti waktu penagihan piutang perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Hapsari (2012) yang menyatakan tidak terdapat pengaruh signifikan antara CR terhadap tingkat *underpricing*. Penelitian ini bertentangan dengan hasil yang diperoleh Sari (2012) yang menunjukkan terdapat pengaruh signifikan CR terhadap tingkat *underpricing*.

Hasil pengujian terhadap hipotesis kelima menunjukkan bahwa variabel tingkat inflasi tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap tingkat *underpricing* dengan nilai signifikansi 0,556. Hasil analisis variabel tingkat inflasi yang menunjukkan nilai tidak signifikan disebabkan karena inflasi yang terjadi selama tahun 2008-2011 masih berada di kisaran ringan. Hal tersebut tidak secara signifikan membuat investor mengalihkan investasinya dari pasar modal. Investor masih menganggap fluktuasi inflasi yang terjadi tidak mengkhawatirkan, sehingga keputusannya tidak banyak dipengaruhi tingkat inflasi. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Hardi (2009) yang menyatakan tidak ada pengaruh signifikan tingkat inflasi terhadap tingkat *underpricing*.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hipotesis keenam ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa variabel tingkat suku bunga BI tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat *underpricing* dengan nilai signifikansi sebesar 0,764. Hasil pengujian variabel tingkat suku bunga BI yang tidak signifikan menunjukkan bahwa perubahan tingkat bunga yang ditetapkan BI tidak membuat investor serta merta mengalihkan investasinya ke investasi lain seperti deposito. Berdasarkan data tingkat suku bunga yang diperoleh menunjukkan hanya pada tahun 2008 terjadi perubahan tingkat bunga yang besar, sedangkan pada tahun-tahun setelah itu tingkat suku bunga berada pada angka yang stabil. Hal tersebut bagi investor jangka panjang cenderung tidak berpengaruh karena mereka lebih mengharapkan return jangka panjang yang lebih besar. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Hardi (2009) yang memperoleh hasil tingkat suku bunga BI tidak signifikan berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*.

Hasil pengujian terhadap hipotesis ketujuh menunjukkan bahwa variabel nilai tukar rupiah tidak berpengaruh signifikan positif terhadap tingkat *underpricing* dengan nilai signifikansi 0,059. Peneliti menilai nilai tukar rupiah tidak signifikan berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* dikarenakan dampak perubahan nilai tukar rupiah ini berbeda-beda bagi tiap perusahaan. Hal ini terkait dengan sasaran masing-masing perusahaan yang sebagian mengandalkan impor dan sebagian lagi pada kegiatan ekspor. Alasan lain adalah karena investor jangka panjang menganggap dampak fluktuasi nilai tukar rupiah hanya sementara, sehingga tidak terlalu besar mempengaruhi keputusan investor. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Hardi (2009) yang mengatakan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan nilai tukar rupiah terhadap tingkat *underpricing*.

KESIMPULAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hanya variabel *debt to equity ratio* yang berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*. Sedangkan faktor-faktor lain yaitu TATO, ROE, CR, tingkat inflasi, tingkat suku bunga, dan nilai tukar rupiah terbukti tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini dapat disimpulkan bahwa kondisi pasar saham saat itu efisien pada bentuk yang tidak kuat atau lemah.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, penelitian ini tidak membedakan sampel perusahaan berdasarkan jenis industri, sehingga menyebabkan adanya kemungkinan pengaruh variabel terhadap masing-masing industri tidak diketahui. Kedua, pada penelitian ini cukup banyak data yang harus dikeluarkan karena tidak tersedia data historis harga saham yang lengkap.



Berdasarkan hasil yang diperoleh, maka peneliti memberikan saran terkait penelitian ini. Berdasarkan nilai koefisien determinasi model regresi penelitian ini yang sebesar 45%, maka untuk penelitian selanjutnya dapat ditambahkan faktor lain yang dapat menjadi pertimbangan bagi investor dalam menentukan pilihannya. Contohnya, persentase dividen yang dijanjikan perusahaan ataupun perhitungan analisis keuangan yang lebih mendalam seperti EVA dan MVA. Kedua, penelitian selanjutnya dapat mempersempit cakupan sampel berdasarkan jenis industri perusahaan.

REFERENSI

- Ang, Robert. 1997. *Pintar Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Beatty, Randolph P. 1989. "Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offering". *Journal of Financial economic*. Vol. 15.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Handayani, Sri Retno. 2008. "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Underpricing* pada Penawaran Umum Perdana (Studi Kasus pada Perusahaan Keuangan yang *Go Public* di Bursa Efek Jakarta Tahun 2000-2006)". "Tesis", Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Hardi, Hasfin. 2009. "Analisis dan Pengaruh Variabel Ekonomi Makro terhadap Penetapan Harga Saham Perdana Di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal keuangan dan bisnis*. Vol. 1 No. 1.
- Indarli, Lili. 2012. "Analisis Pengaruh Variabel Keuangan, Non Keuangan Dan Ekonomi Makro Terhadap *Underpricing* Penawaran Saham Perdana Di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2010". "Tesis". Universitas Gajah Mada. Yogyakarta.
- Jogiyanto. 2000. *Teori Portofolio dan Analisa Investasi*. Yogyakarta:BPFE UGM.
- Johnson. 2013. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Underpricing* Harga Saham Ipo Perusahaan yang Terdaftar Di BEI". *Jurnal Akuntansiku*. Vol. 1 No.1 2013
- Martani, Dwi. 2003. "Pengaruh Informasi Selama Proses Penawaran Terhadap Initial Return Perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta dari Tahun 1990-2000". *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi VI*, h 1299-1313.
- Martani, Dwi. 2012. "Analysis on Factors Affecting IPO *underpricing* and their Effects on Earning Persistence". *World Review of Business Research*. Vol. 2. No. 2. March 2012. Pp. 1-15.
- Puspita, Tifani. 2011. "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Tingkat *Underpricing* Saham pada Saat Initial Public Offering (IPO) di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2009". "Skripsi". Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Sari, Ardhini Yuma. 2011. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Underpricing* Pada Penawaran Umum Perdana (Studi Kasus Pada Perusahaan Non Keuangan yang *Go Publik* Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2010)". "Skripsi". Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Subramanyam, K. R., dan J. J. Wild. 2012. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.
- Sunariyah. 2004. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi 4. Yogyakarta: AMP YKPN.



- Wulandari, Afifah. 2011. "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Tingkat *Underpricing* pada Penawaran Umum Perdana (IPO). "Skripsi". Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Yolana, Chastina dan Martani, Dwi, 2005, *Variabel-variabel yang Mempengaruhi Fenomena Underpricing Pada Penawaran Saham Perdana di BEI Tahun 1994-2000*, *Simposium Nasional Akuntansi VIII*, Solo, 15-16 September 2005.