

**PENGARUH RISIKO INVESTASI, RETURN ON EQUITY (ROE) DAN  
PROCEEDS TERHADAP UNDERPRICING DENGAN REPUTASI  
UNDERWRITER SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA  
PERUSAHAAN NON-KEUANGAN YANG IPO DI BEI  
PERIODE 2010-2014**

**Oleh :**

**Dea Haska**

**Pembimbing : Andewi Rokhmawati dan Sjahruddin**

*Faculty of Economic Riau University, Pekanbaru, Indonesia*

*Email : [deahaska66@gmail.com](mailto:deahaska66@gmail.com)*

*The Effects of Risk Investment, Return on Equity (ROE) and Proceeds on  
Underpricing with Underwriter Reputation as A Moderating Variable  
of Non-Financial Companies IPOs on IDX Period 2010-2014*

**ABSTRACT**

*This study aimed to examine the effects of the investment risk, return on equity (ROE), and proceeds on underpricing and also to test underwriter's reputation as a moderating variable and how its influences the independent variables. The population in this study is a non-financial companies are experiencing underpricing in initial public offering (IPO) at the Indonesian Stock Exchange (IDX) in the period 2010-2014, which amounted to 86 companies. The amount of samples are 73 companies that were taken by using purposive sampling method. The type of data in this research is secondary data, which is the prospectus that published by the company. In terms of data analysis, this study using moderate regression analysis (MRA) with SPSS 21.0. The results of this study showed that: 1) the risk of investment have a negatif influence and significant impact to underpricing with coefficient value 4,606, 2) ROE have a negatif influence and significant impact to underpricing with coefficient value 1,342, 3) proceeds having a negatif significant influences too towards underpricing with coefficient value 4,953. After moderated by underwriter reputation variable, only investment risk and proceeds that have a significant effect on underpricing. For simultaneous effects, all variables are significantly influence the underpricing with 38,8% coefficients determination value.*

*Keyword: underpricing, risk investment, roe, proceeds, underwriter reputation*

**PENDAHULUAN**

Salah satu alternatif sumber pendanaan yang dapat digunakan perusahaan adalah dengan menawarkan sahamnya kepada masyarakat melalui pasar modal.

Penawaran saham untuk pertama kalinya disebut dengan *initial public offering* (IPO). Setelah melalui mekanisme penawaran umum perdana tersebut, selanjutnya saham perusahaan akan diperdagangkan di pasar sekunder (bursa efek), akan

tetapi permasalahan muncul ketika saham perusahaan diperdagangkan di pasar sekunder. Seringkali harga saham perusahaan yang *go public* mengalami *underpricing*, yaitu adanya selisih positif antara harga saham di pasar sekunder dengan harga saham di pasar perdana atau pada saat IPO.

Menurut Gumanti (2002), penetapan harga saham perdana suatu perusahaan adalah hal yang tidak mudah. Salah satu penyebab sulitnya menetapkan harga penawaran perdana adalah karena tidak adanya informasi harga yang relevan. Harga penawaran saham di pasar perdana ditetapkan oleh perusahaan yang bersangkutan dengan bantuan *underwriter* (penjamin emisi). *Underwriter* merupakan perusahaan efek yang mendapatkan izin bergerak dibidang penjaminan emisi (penerbitan/penjualan efek).

*Underwriter* sesuai dengan namanya mempunyai fungsi atau tugas untuk menjamin terjualnya efek yang ditawarkan dalam penawaran umum sesuai dengan yang diperjanjikan. Penentuan harga saham yang akan ditawarkan pada saat IPO merupakan faktor penting, baik bagi emiten maupun *underwriter* karena berkaitan dengan jumlah dana yang akan diperoleh emiten dan risiko yang akan ditanggung oleh *underwriter*.

Adanya konflik kepentingan antara *underwriter* dan perusahaan membuat harga saham perusahaan pada saat penawaran perdananya seringkali tidak mencerminkan harga saham sesungguhnya atau harga wajarnya (terjadi *misprice*). Apabila penentuan harga saham saat IPO lebih rendah dibandingkan dengan harga wajarnya yang tercermin pada

harga yang terjadi di hari pertama pada pasar sekunder, maka terjadi apa yang disebut *underpricing*. Sebaliknya, apabila harga saat IPO lebih tinggi dibandingkan dengan harga yang terjadi pada hari pertama di pasar sekunder, maka terjadi apa yang disebut *overpricing*.

Berikut data perkembangan kegiatan IPO di Bursa Efek Indonesia:

**Tabel 1**  
**Perkembangan IPO di Indonesia tahun 2010-2014**

Tahun	Perusahaan yang mendaftar IPO	<i>Underpricing</i>	<i>Overpricing</i>	Tetap
2010	23	22	1	0
2011	25	17	7	1
2012	23	21	1	1
2013	30	21	7	2
2014	24	20	3	1
<b>Jumlah</b>	<b>125</b>	<b>101</b>	<b>19</b>	<b>5</b>

Sumber : Data olahan, Yahoo Finance, [www.sahamok.com](http://www.sahamok.com)

Berdasarkan tabel 1 diatas, dapat diketahui bahwa dari 125 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2010-2014, 101 perusahaan diantaranya atau sekitar 81% mengalami *underpricing*. Sisanya dari 125 perusahaan yang mendaftar IPO tersebut hanya 15% mengalami *overpricing* dan 4% mengalami harga tetap.

Emiten menginginkan *underpricing* dapat diminimalisasi atau dihilangkan, karena *underpricing* akan menyebabkan adanya transfer kemakmuran (*wealth*) dari pemilik perusahaan kepada pembeli saham (investor). Hal ini menyebabkan kerugian bagi emiten karena dana yang diperoleh perusahaan menjadi tidak maksimal (Beatty, 1989).

Kondisi *underpricing* menimbulkan dampak yang berbeda bagi perusahaan dan investor. Perusahaan akan tidak diuntungkan apabila terjadi *underpricing*, karena dana yang diperoleh menjadi tidak maksimum. Sedangkan bila terjadi *overpricing*, maka investor yang akan merugi, karena mereka tidak menerima *initial return* yaitu keuntungan yang diperoleh karena perbedaan harga saham yang dibeli dipasar perdana saat IPO dengan harga jual saham yang bersangkutan di hari pertama di pasar sekunder.

Penelitian mengenai *underpricing* yang terjadi di Bursa Efek Indonesia telah banyak dilakukan. Penelitian-penelitian sebelumnya telah banyak mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* pada saat IPO dari tahun ke tahun dengan hasil yang berbeda-beda. Meskipun demikian, penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* masih menarik untuk diteliti karena adanya inkonsistensi hasil penelitian (*research gap*).

Penelitian ini dimaksudkan untuk meneliti kembali variabel yang diperkirakan memiliki pengaruh terhadap *underpricing* berdasarkan penelitian sebelumnya dalam periode waktu yang berbeda dengan mempersempit klasifikasi populasi, yaitu hanya meneliti perusahaan-perusahaan non-keuangan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia. Dimana secara tidak langsung hal ini berarti peneliti telah memasukkan faktor jenis perusahaan dan tujuan penggunaan dana, karena perusahaan non-keuangan memiliki tujuan penggunaan dana yang berbeda dengan perusahaan keuangan.

Pada penelitian ini peneliti juga menjadikan variabel reputasi *underwriter* sebagai variabel moderasi, yaitu variabel yang akan memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel independent terhadap dependen. Dalam penelitian ini untuk menguji regresi dengan variabel moderasi, peneliti menggunakan uji interaksi yang disebut *moderate regression analysis* (MRA). Pengujian menggunakan analisis regresi moderasi ini merupakan aplikasi khusus regresi linier berganda dimana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi (Ghozali, 2009).

Perbedaan lain penelitian ini dengan penelitian sebelumnya juga terlihat dari periode penelitian yang diambil pada penelitian ini, yakni periode waktu dimana risiko sistematis seperti keadaan ekonomi, terbilang stabil (tidak terjadi krisis) sehingga diharapkan penelitian ini dapat menjelaskan faktor yang mempengaruhi *underpricing* diluar periode waktu bermasalah.

Variabel-variabel yang dipilih pada penelitian ini antara lain adalah risiko investasi, *return on equity* (ROE), *proceeds*, dan reputasi *underwriter*. Variabel risiko investasi dipilih untuk menunjukkan tingkat risiko atas perusahaan yang akan ditanggung oleh calon investor. *return on equity* (ROE) dipilih sebagai variabel yang mewakili profitabilitas perusahaan, sedangkan *proceeds* menunjukkan besarnya ukuran penawaran pada saat IPO. Sebagai variabel moderasi, dipilih variabel reputasi *underwriter* yaitu skala kualitas *underwriter* dalam menawarkan saham emiten. Sebagai penjamin emisi penggunaan *underwriter* yang mempunyai

reputasi yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian investor mengenai isi prospektus perusahaan yang tidak menyesatkan (Riyadi, 2013).

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah 1) Bagaimana pengaruh risiko investasi, ROE, *proceeds* terhadap *underpricing*? 2) Bagaimana pengaruh reputasi *underwriter* dalam memoderasi pengaruh risiko investasi, ROE, *proceeds* terhadap *underpricing*?

Tujuan dari penelitian ini adalah 1) Untuk mengetahui pengaruh risiko investasi, ROE, dan *proceeds* terhadap *underpricing*. 2) Untuk mengetahui pengaruh reputasi *underwriter* sebagai variabel moderasi terhadap hubungan risiko investasi, ROE, dan *proceeds* terhadap *underpricing*.

## TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

### Underpricing

*Underpricing* adalah suatu fenomena dimana perusahaan menerbitkan sekuritas pada harga penawaran yang ditetapkan di bawah nilai sebenarnya sekuritas. *Underpricing* pada saat IPO menggambarkan biaya bagi emiten karena investor baru diizinkan membeli saham perusahaan dengan harga yang lebih rendah dari harga wajarnya (Brealey, Myers, dan Marcus, 2008).

Fenomena *underpricing* dikarenakan adanya *mispriced* di pasar perdana sebagai akibat adanya ketidakseimbangan informasi antara pihak *underwriter* dengan pihak perusahaan. Dimana akibatnya, investor akan mendapatkan selisih

positif atas harga penawaran perdana dan harga pada hari pertama di pasar sekunder yang mengindikasikan fenomena *underpricing* terjadi pada saham tersebut.

**Gambar 1**  
**Mekanisme terjadinya underpricing**



Sumber : Samsul, 2006

Pada pasar sekunder, harga saham ditentukan oleh mekanisme pasar yaitu berdasarkan permintaan dan penawaran (Kristiantari, 2013; Wicaksono, 2012; Fazri, 2011). Mekanisme ini memungkinkan harga saham yang ditawarkan di IPO terkoreksi ke harga wajarnya. Hal ini bisa terjadi dalam pasar yang sudah *efficient*, dimana harga pasar yang terbentuk melalui mekanisme permintaan dan penawaran telah mencerminkan semua informasi penting dalam saham tersebut (Samsul, 2006).

Penjelasan literatur mengenai *underpricing* adalah adanya asimetri informasi. Menurut Lorenzo dan Fabrizio (2001) hampir semua penelitian terdahulu menjelaskan terjadinya *underpricing* sebagai akibat dari adanya asimetri informasi dalam distribusi informasi antara pelaku IPO yaitu emiten, *underwriter* dan investor. Teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama atau seimbang mengenai prospek dan resiko perusahaan.

Untuk mengurangi adanya informasi asimetri antara emiten dan penjamin emisi maupun antar investor, maka perusahaan yang akan *go public* menerbitkan prospektus yang berisi berbagai informasi perusahaan yang bersangkutan (Jogiyanto, 2009).

Menurut Leland and Pyle (1977), asimetri informasi merupakan kondisi yang mengakibatkan investor sulit untuk membedakan antara perusahaan berkualitas baik dan perusahaan berkualitas buruk. Oleh karena itu, asimetri informasi dapat diatasi dengan pemberian sinyal dari perusahaan kepada investor mengenai kualitas perusahaan. Pemberian sinyal tersebut berupa informasi tentang gambaran mengenai prospek perusahaan di masa depan. Teori *signalling* menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki reputasi baik akan dengan sengaja memberikan sinyal baik kepada pasar dengan harapan pasar akan dapat membedakan perusahaan yang bereputasi baik dan buruk.

### **Risiko Investasi**

Sharpe (1999) menyatakan bahwa investasi merupakan pengorbanan di masa sekarang untuk mendapatkan nilai yang lebih tinggi pada masa yang akan datang, dimana nilai pada masa yang akan datang mengandung unsur ketidakpastian. Ketidakpastian akan tingkat penghasilan merupakan inti dari investasi, yaitu investor harus selalu mempertimbangkan unsur ketidakpastian yang merupakan resiko investasi.

Resiko adalah kemungkinan terjadinya suatu penyimpangan tingkat pengembalian yang nyata terhadap tingkat pengembalian yang

diharapkan. Besarnya nilai resiko dapat dicari dengan menghitung standar deviasi, atau dengan menghitung besarnya varian.

Horne and Wachowicz (2007) mengatakan standar deviasi adalah ukuran statistik dari variabilitas distribusi di sekitar rata-ratanya. Standar deviasi merupakan akar dari varians.

### **Return on Equity**

*Return on Equity* (ROE) adalah rasio profitabilitas yang membandingkan antar laba bersih (*net profit*) perusahaan dengan aset bersihnya (ekuitas atau modal). Rasio ini mengukur berapa banyak keuntungan yang dihasilkan oleh perusahaan dibandingkan dengan modal yang disetor oleh pemegang saham (Samsul, 2006).

Kim, *et al* (1993) berpendapat bahwa profitabilitas perusahaan dapat memberikan informasi kepada pihak luar perusahaan mengenai efektifitas operasional perusahaan, dimana profitabilitas yang tinggi menunjukkan tingginya kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba.

### **Proceeds**

Pada saat perusahaan menawarkan saham baru maka akan terdapat aliran kas masuk dari *proceeds* (penerimaan dan pengeluaran saham). *Proceeds* menunjukkan besarnya ukuran penawaran saat IPO. Melalui IPO diharapkan akan menyebabkan membaiknya prospek perusahaan perusahaan yang terjadi karena ekspansi atau investasi yang akan dilakukan atas hasil IPO. Nilai penawaran saham yang ditawarkan ke publik memberikan informasi sejauh mana kebutuhan keuangan

perusahaan. Semakin tinggi perusahaan dikembangkan akan semakin tinggi jumlah dana yang dibutuhkan. Nilai penawaran saham juga akan menjadikan pertimbangan investor seberapa besar dana yang dibutuhkan untuk menguasai saham dalam persentase tertentu.

Perusahaan dengan skala usaha yang besar dan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan cenderung menawarkan saham dengan nilai besar demikian pula sebaliknya perusahaan yang baru berdiri dengan tingkat pertumbuhan usaha yang relatif kecil. Nilai penawaran saham dapat dihitung dengan harga penawaran (*offer price*) dikali dengan jumlah lembar saham yang diterbitkan (*shares*) kemudian di log agar nilainya tidak terlalu bias (Ardiansyah, 2004).

### **Reputasi Underwriter**

*Underwriter* atau penjamin emisi merupakan lembaga yang mempunyai peran kunci pada setiap emisi efek di pasar modal. Dalam melaksanakan fungsinya, *underwriter* membantu emiten dalam rangka mempersiapkan pernyataan pendaftaran emisi beserta dokumen pendukungnya, memberi masukan di bidang keuangan seperti jumlah dan jenis efek apa yang akan diterbitkan, bursa yang dipilih untuk mencatatkan saham, penentuan jadwal emisi, penunjukkan lembaga penunjang lain, melakukan penjaminan efek yang diemisikan dan lain sebagainya (Brealey, Myers, dan Marcus, 2008)

*Underwriter* adalah perusahaan yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan emiten, dengan atau tanpa kewajiban untuk

membeli sisa efek yang terjual (Jogiyanto, 2009).

Semakin bagus reputasi *underwriter*, semakin besar kemampuan *underwriter* tersebut menaikkan harga saham. Reputasi yang bagus ini akan meningkatkan kepercayaan masyarakat akan kondisi kualitas perusahaan yang IPO. Reputasi *underwriter* akan dapat menyakinkan emiten bahwa harga yang ditawarkan saat IPO merupakan harga yang mendekati harga wajarnya.

### **Hipotesis**

Berdasarkan landasarn teori dan beberapa penelitian terdahulu maka hipotesis dalam penelitian :

H<sub>1</sub> : Diduga risiko investasi, ROE, dan *proceeds* berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*.

H<sub>2</sub> : Diduga reputasi *underwiter* memoderasi pengaruh risiko investasi, ROE, dan *proceeds* terhadap *underpricing* secara signifikan.

### **METODOLOGI PENELITIAN**

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan *initial public offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2014. Sampel yang didapat berjumlah 73 perusahaan yang diambil menggunakan teknik *purposive sampling*.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder kuantitatif. Data diperoleh dari prospektus yang diterbitkan oleh emiten pada saat IPO untuk periode 2010-2014 dan *factbook* yang diterbitkan pada website BEI untuk data *underwriter*. Pengumpulan data dan informasi dilakukan dengan menggunakan

teknik pengumpulan data dokumenter dan studi kepustakaan sebagai sumber referensi penelitian terdahulu dan landasan teori.

### Metode Analisis Data

Adapun metode analisis data menggunakan *moderate regression analysis* (MRA). Pengujian data menggunakan SPSS 21.0 dengan model analisis regresi berganda dan uji interaksi untuk menguji variabel moderasi. Analisis regresi berganda digunakan untuk mendapatkan koefisien regresi yang akan menentukan apakah hipotesis yang dibuat akan diterima atau ditolak.

### Definisi Operasional Variabel

#### 1) *Underpricing* (Y)

*Underpricing* saham pada penelitian ini merupakan variabel dependen. *Underpricing* saham ini diproxy-kan dengan *initial return* (IR) dari perusahaan yang melakukan IPO yang dihitung sebagai berikut:

$$IR (\%) = \frac{\text{Harga Closing} - \text{Harga IPO}}{\text{Harga IPO}} \times 100\%$$

#### 2) Risiko Investasi (X1)

Risiko Investasi merupakan variabel untuk mengukur risiko atas ketidakpastian tingkat penghasilan untuk investasi yang dilakukan. Variabel ini merupakan variabel independen. Risiko investasi diukur dengan menghitung standar deviasi *return* histori perusahaan, rumus perhitungannya sebagai berikut:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R})^2}{n-1}}$$

Dimana:

$\sigma$  = Standar Deviasi

$R_i$  = Return ke-i

$\bar{R}$  = Rata-rata *return*

n = Banyak *return* yang dihitung

#### 3) ROE (X2)

ROE adalah variabel independen untuk mengukur kinerja perusahaan berdasarkan profitabilitas dengan perbandingan modal atau *equity*. ROE diukur sebagai berikut:

$$ROE = \frac{\text{Laba bersih (net profit)}}{\text{ekuitas (equity)}}$$

#### 4) *Proceeds* (X3)

*Proceeds* merupakan variabel independen untuk menilai ukuran penawaran perusahaan yang merupakan aliran kas masuk perusahaan. Variabel ini diukur dengan menghitung nilai *log natural* dari jumlah nilai penawaran saham perusahaan saat IPO, dirumuskan sebagai berikut:

$$Ln \text{ Proceeds} = \text{Harga Penawaran} \times \text{Jumlah Lembar Saham yang Ditawarkan}$$

#### 5) Reputasi *Underwriter* (X4)

Reputasi *underwriter* adalah variabel *moderating* yang akan memperkuat atau memperlemah hubungan langsung antara variabel independen dengan dependen. Reputasi *underwriter* akan diukur dengan melakukan perangkingan terhadap *underwriter* dengan nilai 0 hingga 9 berdasarkan *total trading value* yang dikeluarkan IDX melalui *factbook* tahunan. Berikut pengelompokan *trading value underwriter*:

Tabel 2

**Perangkingan Underwriter berdasarkan Total Trading Value**

Total Trading Value	Nilai
> Rp 125,001 milyar	9
Rp 110,001 milyar – Rp 125,000 milyar	8
Rp 95,001 milyar – Rp 110,000 milyar	7
Rp 80,001 milyar – Rp 95,000 milyar	6
Rp 65,001 milyar – Rp 80,000 milyar	5
Rp 50,001 milyar - Rp 65,000 milyar	4
Rp 35,001 milyar - Rp 50,000 milyar	3
Rp 20,001 milyar - Rp 35,000 milyar	2
Rp 5,001 milyar - Rp 20,000 milyar	1
< Rp 5,000 milyar atau tidak termasuk dalam 50 most active IDX members	0

Sumber : Data olahan, [www.idx.com](http://www.idx.com)

**HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

**Analisis Deskriptif Statistik**

Analisis statistik deskriptif bertujuan untuk mendeskripsikan data menjadi sebuah informasi yang lebih jelas dan mudah dipahami. Analisa data dilakukan terhadap perusahaan yang melakukan *initial public offering* (IPO) di BEI tahun 2010-2014.

**Tabel 3**  
**Statistik Deskriptif**

Variabel	N	Min	Max	Mean	Std. Deviasi
Underpricing (Y)	73	0,35	70	24,48	22,22
Risiko Investasi (X1)	73	3,07	13	9,47	2,17
ROE (X2)	73	0,13	48,6	12,71	9,12
Proceeds (X3)	73	24,13	29,27	26,65	1,26
Reputasi Underwriter (X4)	73	0	9	3,67	2,11
Valid N (listwise)					

Sumber : Data Olahan, 2016

**Uji Asumsi Klasik**

Uji asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri dari uji normalitas residual, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

**Uji Normalitas**

Dalam penelitian ini, untuk menguji normalitas, digunakan uji Kolmogorov-Smirnov (K-S) dengan tingkat signifikansi 5%.

**Tabel 4**  
**Uji Normalitas**

		Unstandardized Residual
N		73
Normal Parameters <sup>a</sup>	Mean	,0000000
	Std. Deviation	17,34999899
Most Extreme Differences	Absolute Positive	,074
	Negative	-,070
Kolmogorov-Smirnov Z		,633
Asymp. Sig. (2-tailed)		,818

Sumber : Data Olahan, 2016

Hasil uji normalitas menunjukkan bahwa nilai residual berdistribusi normal, karena residualnya (*Asymp. Sig. (2-tailed)*) > 0,050 yaitu sebesar 0,818. Jadi dapat disimpulkan bahwa model memiliki nilai residual yang terdistribusi normal.

**Uji Multikolinearitas**

Uji multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi atau hubungan yang kuat antar variabel variabel independen dalam model persamaan regresi.

**Tabel 5**  
**Hasil Pengujian Multikolinearitas**

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
1 Risiko Investasi	,802	1,247
ROE	,873	1,145
Proceeds	,703	1,422
Reputasi Underwriter	,703	1,422

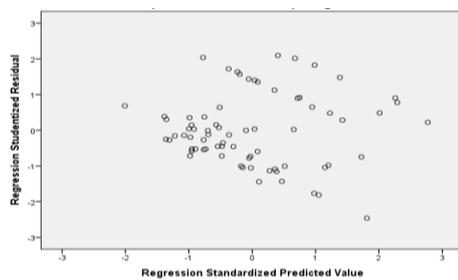
Sumber : Data Olahan, 2016

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas, dapat diketahui bahwa *tolerance value* semua variabel independen berada di atas 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) dibawah 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas dalam persamaan regresi berganda yang digunakan dalam penelitian ini.

### Uji Heteroskedastisitas

Dalam penelitian ini uji heteroskedastisitas dilakukan dengan uji scatterplot. Berdasarkan hasil uji heterokedastisitas, dapat dilihat titik terpecah dan tidak membentuk suatu pola atau trend garis tertentu. Oleh karena itu dapat disimpulkan tidak terjadi heterokedastisitas pada model analisis penelitian ini.

**Gambar 2**  
**Hasil Uji Heteroskedastisitas**



Sumber : Data Olahan, 2016

### Uji Autokorelasi

Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi pada penelitian ini dilakukan uji Durbin Watson (DW) pada data penelitian. Berikut hasil pengujian autokorelasi:

**Tabel 6**  
**Hasil Uji Autokorelasi**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,625 <sup>a</sup>	,390	,325	18,26035	1,913

Sumber : Data Olahan, 2016

Pada tabel 6 diatas didapat nilai DW sebesar 1,913 yakni nilai DW terletak diantara batas atas atau *upper bound* (du) dan (4-du), maka koefisien autokorelasi sama dengan nol berarti tidak ada *autokorelasi* positif atau negatif.

### Analisis Regresi

Pada penelitian ini data diolah menggunakan SPSS versi 21. Karena telah memenuhi persyaratan asumsi klasik, selanjutnya dapat dilakukan analisis regresi. Berikut hasil analisis regresi berganda variabel independen dan variabel independen setelah dimoderasi variabel reputasi *underwriter* terhadap variabel dependen:

**Tabel 7**  
**Hasil Uji Regresi**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error			
Constant	217,937	54,614		3,991	,000
X1	-4,606	2,052	-,449	-2,245	,028
X2	-1,342	,575	-,551	-2,335	,023
X3	-4,953	2,139	-,282	-2,316	,024
X1*X4	1,223	,608	1,293	2,013	,048
X2*X4	,153	,127	,362	1,209	,231
X3*X4	-,535	,204	-,425	-2,618	,011

Sumber : Data Olahan, 2016

Dari tabel 7 diatas, maka dapat dibentuk model persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = 217,937 - 4,606(X1) - 1,342(X2) - 4,953(X3) + 1,223(X1*X4) + 0,153(X1*X4) - 0,535(X3*X4)$$

Dimana:

Y = *Underpricing*

X1 = Risiko Investasi

X2 = ROE

X3 = *Proceeds*

X4 = Reputasi *Underwriter*

### Hasil Pengujian Hipotesis

### Koefisien Deteminasi

Nilai koefisien determinasi dapat dilihat pada tabel 7 berikut ini:

**Tabel 8**  
Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,623 <sup>a</sup>	,388	,332	18,15524

Sumber : Data Olahan, 2016

Hasil koefisien determinasi nilai R Square dalam tabel 8 sebesar 0,388. Artinya adalah bahwa terdapat pengaruh variabel bebas (risiko investasi, ROE, *proceeds*, dan reputasi *underwriter*, serta interaksi risiko investasi, ROE, dan *proceeds* dengan reputasi *underwriter*) terhadap variabel terikat *underpricing* sebesar 38,8% sedangkan sisanya sebesar 61,2% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

### Uji F

Uji statistik F bertujuan untuk mengetahui kelayakan model yang digunakan untuk menguji pengaruh semua variabel independen terhadap variabel terikat *underpricing*.

**Tabel 9**  
Hasil Uji F

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	13795,728	6	2299,288	6,976	,000
1 Residual	21754,446	66	329,613		
Total	35550,174	72			

Sumber : Data Olahan, 2016

Dari hasil uji ANOVA atau, didapat F-hitung sebesar 6,976 dengan tingkat signifikansi 0,000. Karena tingkat signifikansi  $0,000 < 0,05$  atau 5%, maka hal ini bermakna bahwa model yang digunakan layak (*fit*). Model regresi dapat digunakan untuk

memprediksi *underpricing* atau dapat dikatakan bahwa variabel bebas secara bersama-sama (simultan) berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat.

### Uji T

Uji statistik t dilakukan untuk menguji pengaruh suatu variabel independen secara parsial dalam menerangkan variasi variabel dependen.

**Tabel 10**  
Hasil Uji T

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error			
(Constant)	217,937	54,614		3,991	,000
Risk	-4,606	2,052	-,449	-2,245	,028
ROE	-1,342	,575	-,551	-2,335	,023
1 PCD	-4,953	2,139	-,282	-2,316	,024
Risk x UDW	1,223	,608	1,293	2,013	,048
ROE x UDW	,153	,127	,362	1,209	,231
PCD x UDW	-,535	,204	-1,425	-2,618	,011

Sumber : Data Olahan, 2016

Dari tabel 10 dapat dilihat nilai signifikansi secara parsial untuk masing-masing variabel independen. Untuk variabel Risiko investasi, ROE, dan *Proceeds* dapat dilihat memiliki nilai signifikansi masing-masing 0,028, 0,023, dan 0,024 dimana lebih kecil dari 0,05 atau 5%, artinya variabel Risiko investasi, ROE, dan *Proceeds* memiliki pengaruh signifikan terhadap *Underpricing*. Selanjutnya, dengan ditambahkannya variabel moderasi atas variabel independen menjadikan variabel ROE tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Ini tercermin dari nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05, yakni 0,231. Sedangkan kedua variabel lainnya tetap memiliki pengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

## **Pembahasan**

### **1) Pengaruh Risiko Investasi, ROE dan *proceeds* terhadap *Underpricing***

Hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini adalah risiko investasi, ROE, dan *proceeds* berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Dari hasil pengujian diketahui  $t$  hitung untuk masing-masing variabel bernilai negatif dimana artinya pengujian dilakukan disisi kiri kurva, yaitu 2,245 untuk risiko investasi, 2,335 untuk ROE, dan 2,316 untuk *proceeds* dimana lebih besar dari  $t$  tabel 1,996. Signifikansi untuk masing-masing variabel yaitu 0,028 untuk risiko investasi, 0,023 untuk ROE, dan 0,024 untuk *proceeds* dimana lebih kecil dari 0,05, dengan demikian hipotesis diterima.

Umumnya risiko terhadap *return* berjalan searah, semakin tinggi resiko semakin tinggi *return*. Hubungan yang terbangun adalah hubungan positif, namun dalam penelitian ini, risiko investasi memiliki hubungan negatif terhadap *underpricing*. Dimana *underpricing* diukur berdasarkan *initial return* yang didapat investor pada pasar perdana. Hal ini diperkirakan karena perusahaan yang memiliki risiko tinggi ketika melakukan IPO, harga penawaran yang ditawarkan kepada calon investor sudah mempertimbangkan faktor risiko investasi yang tinggi tersebut. Ini menjadikan harga penawaran saham saat IPO sudah mendekati harga wajar dari perusahaan tersebut.

Variabel ROE sebagai rasio profitabilitas pada penelitian ini berhasil menunjukkan adanya pengaruh negatif signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Perusahaan yang memiliki rasio ROE yang baik

akan dapat menciptakan sinyal positif bagi calon investor. Sinyal rasio profitabilitas ROE yang tinggi akan dinilai calon investor sebagai baiknya pengelolaan modal yang ada terhadap aktivitas operasional perusahaan.

Penelitian ini membuktikan bahwa ukuran penawaran atau *proceeds* merupakan faktor yang cukup diperhatikan investor ketika berinvestasi. Hal ini dikarenakan *proceeds* yang tinggi akan memberikan informasi sejauh mana kebutuhan keuangan perusahaan. Selain itu, besarnya aliran kas masuk yang diterima perusahaan akan memberikan prospek bagaimana perusahaan akan dikembangkan. Prospek yang baik ini akan memberikan sinyal positif terhadap investor sehingga akan menjadi nilai lebih dari perusahaan.

### **2) Pengaruh Reputasi *Underwriter* sebagai variabel moderasi terhadap hubungan Risiko Investasi, ROE, dan *Proceeds* terhadap *Underpricing***

Hipotesis kedua yang diajukan dalam penelitian ini adalah reputasi *underwriter* memoderasi pengaruh risiko investasi terhadap *underpricing* secara signifikan. Hasil pengujian yang didapat untuk hipotesis ini menunjukkan hasil bahwa berdasarkan nilai signifikansi, reputasi *underwriter* berhasil memoderasi pengaruh risiko investasi dan *proceeds* terhadap *underpricing*. Sedangkan untuk variabel *proceeds*, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* tidak berhasil memoderasi pengaruh hubungan ROE terhadap *underpricing* secara signifikan.

Dalam penetapan harga penawaran perdana oleh perusahaan dan *underwriter*, ada banyak kompleksitas yang perlu dipertimbangkan. Kompleksitas ini terdiri dari faktor internal seperti fundamental perusahaan dan faktor eksternal dari berbagai pihak, seperti kondisi makro ekonomi, sentimen pasar, keadaan bursa saham, dan juga mempertimbangkan aspek kepentingan *underwriter* dalam menawarkan saham (strategi pemasaran saham) pada pasar perdana dan lain sebagainya. Reputasi *underwriter* yang tinggi memiliki lebih banyak pengalaman dalam perannya sebagai penjamin emisi dan memiliki pertimbangan-pertimbangan tertentu dalam menawarkan saham pada pasar perdana. Dari segi profitabilitas, *underwriter* dapat memiliki pertimbangan berbeda terhadap ROE, ROA dan ROI.

Pada penelitian ini didapatkan hasil bahwa sebagai variabel moderasi reputasi *underwriter* memperkuat hubungan risiko investasi dan *proceeds* terhadap *underpricing*. *Underwriter* berperan sebagai perantara antara perusahaan yang melakukan IPO dengan investor pada pasar perdana. *Underwriter* yang berkualitas akan lebih profesional dalam perannya sebagai perantara sehingga dapat melakukan penawaran terbaik untuk kedua belah pihak. Disini *underwriter* akan berusaha untuk menaksir harga saham perusahaan mendekati harga wajarnya sehingga pihak perusahaan tidak mengalami kerugian besar akibat selisih positif harga saham yang terlalu jauh.

Hasil pengujian statistik menunjukkan adanya hubungan positif antara risiko investasi yang

dimoderasi reputasi *underwriter* terhadap *underpricing*. Hubungan positif ini terjadi karena ketika perusahaan yang melakukan IPO memiliki risiko investasi yang tinggi, maka disaat yang sama perusahaan juga memiliki risiko tidak lakunya saham yang tinggi pula pada penawaran di pasar perdana. Untuk mengkompensasi risiko ini pihak *underwriter* akan menurunkan harga saham dibawah nilai wajar saham sesungguhnya (saham dijual lebih murah), sehingga investor tertarik untuk membeli saham tersebut karena akan memperoleh *initial return* yang tinggi.

Untuk variabel *proceeds*, penggunaan reputasi *underwriter* yang bagus dan nilai *proceeds* yang tinggi akan meyakinkan investor bahwa perusahaan tersebut memang perusahaan dengan prospek yang baik dan dapat dipercaya. Reputasi *underwriter* yang tinggi akan menambah kredibilitas perusahaan dan memberi sinyal bahwa penggunaan dana IPO akan sesuai dengan tujuan penggunaan dana dalam prospektus. Dilain sisi, perusahaan *underwriter* dengan reputasi bagus akan lebih menghargai nilai perusahaan secara *fair* sesuai keadaan perusahaan, sehingga penetapan harga saham akan mendekati harga wajar dan *underpricing* menjadi rendah.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Dari hasil penelitian yang telah dipaparkan, maka dapat ditarik simpulan penelitian sebagai berikut :

1) Risiko investasi, ROE, dan

*Proceeds* berpengaruh negatif

- signifikan terhadap *underpricing* saham.
- 2) Reputasi *underwriter* memperkuat pengaruh risiko investasi dan *proceeds* terhadap *underpricing* dan gagal memoderasi pengaruh ROE terhadap *underpricing*.
  - 3) Secara simultan semua variabel memiliki pengaruh signifikan terhadap *underpricing* dengan nilai koefisien determinasi 0,388 atau sebesar 38,8%.

### Saran

Berdasarkan pembahasan pada penelitian ini, dapat diajukan beberapa saran sebagai berikut :

- 1) Bagi calon investor yang ingin membeli saham pada pasar perdana dapat mempertimbangkan risiko investasi, rasio profitabilitas ROE, dan jumlah aliran kas masuk perusahaan (*proceeds*) serta memperhatikan reputasi *underwriter* yang digunakan oleh perusahaan yang melakukan IPO.
- 2) Bagi emiten yang akan melakukan IPO, agar tercipta harga penawaran saham yang *fair* atas perusahaannya hendaknya menyerahkan penjaminan emisi atas sahamnya pada perusahaan *underwriter* yang memiliki reputasi tinggi sehingga dapat menjadi perantara yang baik antara emiten dan investor dan tercipta penawaran yang sama-sama menguntungkan.
- 3) Untuk peneliti selanjutnya yang tertarik atas fenomena *underpricing* ini disarankan untuk menggunakan rentang waktu yang lebih panjang, serta menambahkan variabel-variabel lain yang diduga memiliki pengaruh signifikan terhadap

tingkat *initial return* seperti reputasi auditor, persentase saham yang ditahan, rasio profitabilitas lainnya, likuiditas, solvabilitas, maupun faktor eksternal diluar kendali perusahaan seperti kondisi perekonomian, nilai kurs, dan lain sebagainya.

### DAFTAR PUSTAKA

- Ardiansyah, Misnen. 2004. *Pengaruh Variabel Keuangan terhadap Return Awal dan Return 15 Hari Setelah IPO serta Moderasi besaran Perusahaan terhadap hubungan antara Variabel Keuangan dengan Return Awal dan Return 15 hari Setelah IPO di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Volume 7 Nomor 2.
- Beatty, R.P. 1989. *Auditor Reputation and The Pricing of Initial Public Offering*. *The Accounting Review*, Vol. LXIV, No. 4, Oktober 693-709.
- Brealey, Richard A, Stewart C. Myers, & Alan J. Marcus. 2008. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Edisi Kelima. Jakarta: Airlangga.
- Fazri, Muhamad Dery. 2011. *Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat underpricing pada penawaran umum perdana di Bursa Efek Indonesia*. UIN Syarif Hidayatullah, Jakarta.

- Ghozali, Imam. 2009. *Aplikasi Analisis Multivariate Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit UNDIP.
- Gumanti, Tatang A. 2002. *Underpricing dan Biaya-biaya di sekitar Initial Public Offering*. Wahana, Vol 5 No 2.
- Horne, James C. Van dan John M. Wachowicz. 2007. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan (Fundamentals of Financial Management)*. Buku 2 Edisi 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Jogiyanto, H.M. 2009. *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*. Edisi Keenam. Yogyakarta: BPF.
- Kim, J., I. Krinsky and J. Lee. 1993. *Motives for Going Public and Underpricing: New findings from Korea*. *Journal of Business Finance and Accounting*, 20: 195-211.
- Kristiantari, I Dewa Ayu. 2013. *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Underpricing Saham Pada Penawaran Saham Perdana Di Bursa Efek Indonesia*. Denpasar: Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Humanika. Universitas Pendidikan Ganesha Singaraja. Volume 2 Nomor 2.
- Leland, H and D. Pyle. 1977. *Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*. *Journal of Finance*, Mei, pp 371-387.
- dengan
- Lorenzo, Massimo De and Stefano Fabrizio. 2001. *Asymmetric Information and The Role of Underwriter, The Prospectus and The analyst in Underpricing of IPO: The Italian Case*. Available from: URL: <http://www.ssrn.com>.
- Riyadi, Ricky. 2013. *Pengaruh reputasi underwriter, ukuran perusahaan, umur perusahaan, profitabilitas terhadap underpricing saham pada penawaran umum perdana (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2012*. Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Riau, Riau.
- Wicaksono, Azizi Nur. 2012. *Analisis pengaruh variabel keuangan dan non keuangan terhadap fenomena underpricing saham perdana pada saat initial public offering*. Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta.
- Samsul, Mohammad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga.
- Sharpe, William F., Gordon J. Alexander, dan Jeffery V. Bailey. 1999. *Investments*. Edisi keenam. New Jersey: Prentice Hall, Inc.
- [www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com)
- [www.sahamok.com](http://www.sahamok.com)
- [www.idx.com](http://www.idx.com)