

PENGARUH PENGUNGKAPAN MODAL INTELEKTUAL TERHADAP BIAYA MODAL IPO PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BEI (KASUS UNDERPRICING)

Sri Hartaty

Program Studi Akuntansi Politeknik Negeri Sriwijaya
atik_nurman@yahoo.com

Abstract: *The objective of this study is to empirically analyze the relationship between the level of intellectual capital disclosures in the prospectus of IPO's companies to the level of underpricing. This study is a replication of Van der Zahn and Singh (2007). This research was conducted with purposive sampling technique. The object of research are IPO's companies of the Indonesia Stock Exchange since January 1, 2000 through December 31, 2009. The results of this study indicate that the level of disclosure of intellectual capital does not affect the level of underpricing. However, the auditor's reputation, the reputation of solicitor and company's ages which are control variables in this study showed a significant relationship. Other control variables; retained ownerships, underwriter reputation, leverage, bonus to employees, and the proceeds; do not affect the level of underpricing. The implications of this research towards theory are the support of legitimacy theory and stakeholder theory.*

Keywords: *intellectual capital, underpricing, initial public offering, solicitor's reputation,*

Abstrak: *Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis secara empiris hubungan antara tingkat pengungkapan modal intelektual di dalam prospektus perusahaan yang melakukan IPO terhadap tingkat underpricing. Penelitian ini adalah replikasi dari penelitian Van der Zahn dan Singh (2007). Penelitian ini dilakukan dengan teknik purposive sampling. Objek penelitian adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia sejak 1 Januari 2000 sampai dengan 31 Desember 2009. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan modal intelektual tidak berpengaruh terhadap tingkat underpricing. Namun, reputasi auditor, reputasi pengacara dan umur perusahaan yang merupakan variable kontrol dalam penelitian ini menunjukkan hubungan yang signifikan. Variable kontrol lainnya yaitu retained ownerships, reputasi underwriter, leverage, bonus untuk karyawan, dan proceeds tidak berpengaruh terhadap tingkat underpricing. Implikasi dari hasil penelitian ini terhadap teori adalah dukungan terhadap Stakeholder theory dan Legitimacy theory.*

Kata kunci: *modal intelektual, underpricing, initial public offering, reputasi pengacara*

PENDAHULUAN

Berkembangnya modal intelektual adalah dilema bagi komunitas akuntansi dan

keuangan. Hal ini dikarenakan model pelaporan bisnis tradisional dibangun berdasarkan prinsip-prinsip yang relevan dengan pengukuran dan penilaian sumber

daya modal fisik yaitu peralatan, pabrik dan persediaan (Van der Zahn dan Singh, 2007a). Model pelaporan bisnis tradisional dianggap kuno ketika gagal memenuhi kebutuhan untuk memberikan dasar yang cocok dalam mengukur dan melaporkan pemicu utama modal intelektual pada para investor. Blair dan Wallman (2000, dalam Van der Zahn dan Singh, 2007a) berpendapat bahwa ada kebutuhan mendesak untuk suatu model pelaporan bisnis baru yang dengan tepat mencerminkan dinamika penciptaan kekayaan perusahaan dan pemicu utamanya. Galbraith dan Merrill (2001) juga Bose dan Oh (2004) menganjurkan hal penting yang berkaitan dengan penciptaan kekayaan perusahaan - khususnya modal intelektual - dimasukkan ke dalam dokumen-dokumen seperti laporan keuangan dan laporan tahunan untuk membantu investor dalam proses pengambilan keputusan pada era "ekonomi baru." Gelb (2002) mendukung hasil penelitian ini, mendapatkan pengungkapan tambahan merupakan gerbang yang penting bagi perusahaan dengan tingkat aset tidak berwujud yang signifikan.

Saat ini para pembuat peraturan umumnya gagal membuat penyesuaian yang cukup dan tepat pada model pelaporan bisnis tradisional untuk mengkompensasi berkembangnya modal intelektual. Kurangnya penyesuaian aturan pelaporan oleh para pembuat peraturan telah menghambat pertumbuhan perusahaan (terutama yang di Eropa) untuk mengadopsi mekanisme alternatif untuk menyampaikan informasi modal intelektual kepada pengguna seperti pernyataan dan laporan modal intelektual yang berdiri sendiri (Mouritsen *et al.*, 2001a). Pernyataan modal intelektual diidentifikasi oleh praktisi dan akademisi sebagai alat penting bagi sebuah perusahaan dalam mengidentifikasi, mengelola dan melaporkan nilai modal intelektual (misalnya DMSTI, 2003; Zambon, 2003).

Terdapat dua aliran tujuan pelaporan modal intelektual yang khas. Pertama, "Pandangan Eropa" berpendapat bahwa tujuan pengungkapan modal intelektual adalah untuk meningkatkan efektivitas internal dari operasi perusahaan (Bukh *et al.*, 2001, Mouritsen *et al.*, 2001b; Rylander *et al.*, 2000). Kedua,

"Pandangan Amerika" menunjukkan bahwa pelaporan modal intelektual melayani fungsi internalisasi dan sebagai alat untuk mengurangi ketidakpastian di antara para *stakeholder* ketika menilai perusahaan di era "ekonomi baru" (Bukh *et al.*, 2005). Menurut "Pandangan Amerika," bahwa pengungkapan informasi tentang modal intelektual diharapkan dapat mengurangi asimetri informasi, meningkatkan likuiditas pasar saham, dan meningkatkan permintaan efek perusahaan.

Selanjutnya, terdapat beberapa alasan utama bahwa modal intelektual merupakan bagian dari pengungkapan perusahaan (Van der Zahn and Singh, 2007a). Pertama, modal intelektual sangat tidak teramati, bersifat tidak berwujud dan diinternalisasi oleh perusahaan. Karena terisolasi dari pengamatan luar dan pengukuran, berarti investor harus bergantung pada kebijakan emiten dalam pelaporan modal intelektual. Kedua, dorongan untuk mengungkapkan informasi modal intelektual mungkin ada, tetapi emiten mungkin enggan untuk melaporkan informasi tersebut karena sensitivitas persaingan. Barney (1991) berpendapat bahwa keberlanjutan keunggulan kompetitif perusahaan di era "ekonomi baru" bergantung pada modal intelektual. Pengungkapan informasi modal intelektual dianggap dapat memberikan wawasan nilai kompetitif bagi pesaing. Ketiga, terdapat suatu kesenjangan yang sangat luas tentang persyaratan pengungkapan wajib yang secara spesifik ataupun tidak langsung berhubungan dengan modal intelektual, sehingga memberikan kebebasan yang lebih besar bagi para emiten ketika membuat pengungkapan modal intelektual. Ketiga alasan pengungkapan tersebut mendukung definisi modal intelektual yang dikemukakan oleh Bukh *et al.* (2005), yaitu sebagai sumber daya pengetahuan dalam bentuk karyawan, pelanggan, proses atau teknologi yang dapat digunakan oleh perusahaan dalam proses penciptaan nilai.

Sifat sumber daya, prinsip pelaporan, dan pengawasan seperti yang disebutkan di atas, merupakan ketidakpastian yang ada di seputar modal intelektual dan berkontribusi besar pada asimetri informasi antara emiten dan investor, khususnya pada era informasi saat ini.

Munculnya informasi asimetris diargumentasikan sebagai terdapat ketidakpastian yang besar tentang perusahaan. Hal ini membuat investor sulit untuk memberikan penilaian. Oleh karena itu, investor akan mencari informasi yang lebih banyak untuk meningkatkan penilaiannya terhadap perusahaan. Karena berusaha mengumpulkan sendiri, informasi ini menjadi mahal untuk investor, emiten harus mengkompensasinya dengan mengeluarkan diskon modal, dengan demikian, emiten menuai hasil yang lebih rendah dengan biaya modal yang lebih tinggi (Gongmeng *et al.*, 2004). Dalam konteks penawaran umum perdana (IPO) *underpricing* yang signifikan dipandang sebagai biaya modal utama untuk emiten (Van der Zahn dan Singh, 2007a), yang didukung oleh Ritter (1987) dengan menyatakan bahwa *underpricing* merupakan biaya untuk transaksi go publik.

Underpricing akan menjadi biaya langsung untuk meningkatkan modal, hal ini dipandang oleh para peneliti sebagai fungsi dari asimetri informasi. Ritter dan Welch (2002), menyatakan bahwa teori *underpricing* yang berdasarkan pada informasi asimetris memprediksikan *underpricing* secara positif berkaitan dengan tingkat informasi yang asimetris. Model teoritis memprediksi bahwa pengungkapan yang mengurangi biaya modal perusahaan berasal dari pengungkapan sukarela (Verrechia, 2001). Dukungan empiris untuk model ini sangat luas, Botosan (1997), misalnya, melaporkan bahwa perusahaan dengan "*a low analyst following*" mendapatkan keuntungan dari biaya modal yang lebih rendah ketika tingkat pengungkapannya lebih tinggi, namun tidak menemukan hubungan antara biaya modal dan tingkat pengungkapan perusahaan untuk perusahaan dengan "*a high analyst following*." Leuz dan Verrechia (2000) menyimpulkan bahwa ketika pengungkapan lebih besar *bid-ask spreads* (*turnover* saham) lebih rendah (lebih tinggi) dan kenaikan tingkat pengungkapan yang secara ekonomis menguntungkan, menyebabkan asimetri informasi menjadi lebih rendah.

Selanjutnya, model *underpricing* didasarkan pada gagasan informasi asimetris yang berbeda

dalam hal fitur kelembagaannya (Van der Zahn dan Singh, 2007). Konsep utama yang mendasari model ini adalah ketidakpastian *ex ante*, Beatty dan Ritter (1986) menyatakan bahwa:

"Meskipun pada penawaran umum perdana adalah rata-rata *underpriced*, seorang investor yang mengajukan pesanan pembelian tidak bisa memastikan tentang nilai penawaran pada saat perdagangan mulai dibuka. Kami menyebut ketidakpastian ini sebagai ketidakpastian *ex ante* nilai per saham."

Para peneliti lainnya misalnya Jog dan McConomy (2003), juga Schrand dan Verrechia (2004), berteori bahwa pengungkapan merupakan mekanisme efektif untuk mengurangi ketidakpastian *ex ante* dan *underpricing*. Beatty dan Welch (1996) menunjukkan bahwa ketika sejumlah faktor risiko diungkapkan dalam prospektus dengan lebih tinggi, rata-rata *underpricing* menjadi lebih rendah. Friedlan (1993), menemukan bahwa tingkat *underpricing* lebih rendah ketika sejumlah informasi rinci dalam prospektus lebih besar. Jog dan McConomy (2003) menemukan bahwa rata-rata *underpricing* berkurang untuk IPO yang secara sukarela mengungkapkan prakiraan manajemen dalam prospektus daripada IPO yang tidak melakukannya. Leone *et al.*, (2003), melaporkan bahwa ketika rincian tentang tujuan penggunaan hasil diungkapkan dalam prospektus secara lebih spesifik, *underpricing* berkurang. Schrand dan Verrechia (2004) menemukan hubungan negatif antara tingkat pengungkapan dalam periode pra-IPO dan *underpricing*, kecuali untuk perusahaan internet di mana hubungan positif ditemukan. Guo *et al.* (2004) menemukan hubungan terbalik antara tingkat pengungkapan informasi yang terkait dengan produk (bagian dari modal intelektual) dalam prospektus IPO perusahaan bio-tech dengan berbagai ukuran asimetri informasi yang digunakan secara luas (yaitu *bid-ask spread*, *quoted depth*, dan *stock return volatility*). Akhirnya Van der Zahn dan Singh (2007) menemukan hubungan yang positif antara *underpricing* dan tingkat pengungkapan modal

intelektual, bahkan analisis sub sampel tambahan menunjukkan bahwa hubungan positif memiliki basis industri yang lebih luas di pasar, tapi paling kuat adalah IPO yang sangat bergantung pada sumber daya modal intelektual.

Berdasarkan penelitian - penelitian sebelumnya tentang pengungkapan, dapat disimpulkan bahwa pengungkapan sukarela dan pengungkapan modal intelektual merupakan sesuatu yang penting dalam mengurangi biaya modal dan menjadi perhatian khusus dalam pengaturan IPO yang terdapat asimetri informasi tinggi. Selain itu, merujuk pada penelitian Purnomosidhi (2006) terdapat tiga alasan dalam melakukan penelitian tentang pengungkapan modal intelektual di Indonesia. Pertama, sejak tahun 2003 pemerintah terus membuat inovasi kebijakan dalam rangka mendorong tercapainya target investasi. Dalam hal ini, Depperindag, BPPT, dan Depkeu bekerja sama dalam mengkaji pemberian insentif pajak bagi investor/industri yang melakukan proses penelitian dan pengembangan di Indonesia. Dengan semakin meningkatnya aktivitas penelitian dan pengembangan diharapkan dapat memacu perkembangan industri di berbagai sektor dan meningkatkan atensi pemerintah terhadap pentingnya modal intelektual. Kedua, berdasarkan survai global yang dilakukan oleh Taylor and Associates pada tahun 1998 yang dikutip Williams (2001) ternyata isu-isu tentang pengungkapan modal intelektual merupakan salah satu dari sepuluh jenis informasi yang dibutuhkan. Oleh karena itu perlu diteliti apakah perusahaan publik di BEI tanggap terhadap permintaan informasi yang berkenaan dengan modal intelektual. Ketiga, dengan diakuinya modal intelektual sebagai faktor yang sangat penting bagi perusahaan, pengungkapan wajib yang terkait dengan *physical capital* menjadi kurang mencukupi kebutuhan pemakai sehingga menimbulkan kesenjangan informasi. Oleh karena itu, penyusun standar perlu menyusun pedoman bagi pengungkapan informasi modal intelektual untuk melindungi kepentingan pemakai.

Selanjutnya, pengungkapan modal

intelektual dalam tinjauan teori *stakeholder*. Diketahui bahwa seluruh *stakeholders* memiliki hak untuk disediakan informasi tentang bagaimana aktivitas organisasi mempengaruhi mereka, bahkan ketika mereka memilih untuk tidak menggunakan informasi tersebut dan bahkan ketika mereka tidak secara langsung memainkan peran yang konstruktif dalam kelangsungan hidup organisasi (Deegan, 2004). Lebih lanjut Ulum (2009) menyatakan bahwa ketika manajer mampu mengelola organisasi secara maksimal, khususnya dalam penciptaan nilai bagi perusahaan, maka itu artinya manajer telah memenuhi aspek etika dari teori ini. Penciptaan nilai dalam konteks ini adalah dengan memanfaatkan seluruh potensi yang dimiliki perusahaan, baik karyawan (*human capital*), aset fisik (*physical capital*), maupun *structural capital* (Ulum, 2009).

Berikutnya adalah pengungkapan modal intelektual di tinjauan dari teori legitimasi. Diketahui bahwa organisasi secara berkelanjutan mencari cara untuk menjamin operasi mereka berada dalam batas dan norma yang berlaku di masyarakat (Deegan, 2004). Teori legitimasi bergantung pada gagasan bahwa terdapat "kontrak sosial" antara perusahaan dengan masyarakat tempat perusahaan tersebut beroperasi, yang bersifat tidak tetap dan menuntut perusahaan untuk responsif terhadap lingkungan (Deegan, 2004). Respon perusahaan dapat dilakukan melalui pelaporan modal intelektual yang mereka miliki. Hal ini mungkin terjadi ketika perusahaan menemukan bahwa perusahaan tersebut tidak mampu melegitimasi statusnya berdasarkan *tangible asset* yang umumnya dikenal sebagai simbol kesuksesan perusahaan (Guthrie *et al.*, 2006). Dari kedua teori tersebut dapat disimpulkan bahwa pengungkapan informasi dengan memanfaatkan seluruh potensi perusahaan termasuk modal intelektualnya diduga akan dapat memenuhi hak *stakeholder* dan melegitimasi perusahaan dengan cara meminimalkan tingkat *underpricing* pada saat IPO.

Selain pengungkapan modal intelektual, terdapat informasi lain yang mempengaruhi *underpricing* perusahaan pada saat melakukan IPO, yaitu informasi keuangan dan informasi

non keuangan. Informasi keuangan dan non keuangan dalam penelitian ini merupakan variabel kontrol dengan tujuan untuk menyempurnakan hasil penelitian. Variabel kontrol yaitu variabel yang dikendalikan atau dibuat konstan sehingga hubungan variabel bebas terhadap variabel terikat tidak dipengaruhi oleh faktor yang tidak diteliti (Aditya, 2008).

Informasi non keuangan yang menjadi variabel kontrol yaitu reputasi auditor, reputasi *underwriter*, reputasi pengacara, umur perusahaan, bonus untuk eksekutif perusahaan, dan *retained ownership* (presentase kepemilikan saham yang ditahan). Informasi keuangan yang menjadi variabel kontrol yaitu: tingkat *leverage* dan *proceeds*. Pemilihan variabel ini merujuk pada hasil beberapa penelitian antara lain oleh Van der Zahn dan Singh (2007); Ardiansyah (2003); Rosyati dan Sabeni (2002); Daljono (2000), Nasirwan (2000); Nurhidayati dan Indriantoro (1998); dan Beatty (1989) yang menguji hubungan variabel-variabel tersebut terhadap *underpricing*.

Pemilihan variabel reputasi *underwriter* antara lain karena menurut Hartono (2008) peran *underwriter* adalah untuk mengurangi ketidakpastian. *Underwriter* yang bereputasi tinggi, lebih berpengalaman dan lebih profesional dalam menangani IPO perusahaan, sehingga berani memberikan harga yang tinggi dan berkualitas sebagai konsekuensi dari kualitas penjaminannya (Beatty, 1989). Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Rosyati dan Sabeni (2002), Daljono (2000), dan Nasirwan (2000) bahwa reputasi *underwriter* berhasil menunjukkan hubungan yang signifikan terhadap *underpricing*.

Variabel kontrol kedua yaitu reputasi auditor. Reputasi auditor berpengaruh pada kredibilitas laporan keuangan ketika suatu perusahaan *go public* (Ardiansyah, 2003). Pengorbanan emiten untuk memakai auditor yang berkualitas akan diinterpretasikan oleh investor bahwa emiten mempunyai informasi yang tidak menyesatkan mengenai prospek di masa mendatang (Beatty, 1989). Hal ini berarti auditor yang memiliki reputasi tinggi akan mengurangi ketidakpastian di masa mendatang, sehingga berpengaruh terhadap

underpricing. Hasil penelitian Beatty (1989) menunjukkan bahwa reputasi auditor memiliki hubungan dengan *underpricing*. Namun beberapa penelitian di Indonesia (Rosyati dan Sabeni, 2002; Daljono, 2000; juga Nurhidayati dan Indriantoro, 1998) tidak menunjukkan hubungan antara reputasi auditor dengan *underpricing*. Menurut Daljono (2000):

“kemungkinan perbedaan hasil penelitian tersebut dikarenakan adanya perbedaan keadaan perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia. Seluruh perusahaan yang melakukan IPO antara tahun 1990-1997 sebesar 82,46% diaudit oleh 3 KAP besar dan hanya 17,54% yang diaudit oleh KAP lainnya, dengan demikian proporsi jumlah perusahaan yang diaudit oleh KAP besar lebih banyak dibandingkan jumlah perusahaan yang diaudit KAP kecil. Hasil penelitian mungkin akan berbeda jika proporsi antara sampel yang menggunakan KAP besar dan kecil jumlahnya berimbang.”

Reputasi pengacara adalah variabel kontrol ketiga yang digunakan. Pengacara-pengacara yang secara rutin berhubungan dengan masalah-masalah IPO memiliki suatu insentif untuk melindungi modal reputasi mereka sebagai penasihat hukum yang terbaik dalam masalah-masalah IPO (Van der Zahn dan Singh, 2007a). Pendapat ini diperkuat hasil penelitian Lowry dan Shu (2002) yang menyatakan bahwa perusahaan menggunakan *underpricing* sebagai suatu bentuk asuransi terhadap biaya litigasi di masa depan, khususnya perusahaan dengan tingkat risiko litigasi yang lebih besar, maka tingkat *underpricing*-nya pada saat IPO menjadi lebih besar.

Pemilihan umur perusahaan sebagai variabel kontrol keempat karena Ardiansyah (2003) menyimpulkan bahwa umur perusahaan merupakan salah satu hal yang dipertimbangkan investor dalam menanamkan modalnya. Kesimpulan ini sejalan dengan hasil

penelitian Trisnawati (1998) dan Beatty (1989) yang menyatakan bahwa umur perusahaan mempunyai hubungan negatif dengan *underpricing*. Namun hasil penelitian Ardiansyah (2003) dan Daljono (2000) tidak menemukan hubungan antara umur perusahaan dengan *underpricing*. Hal ini dimungkinkan karena adanya perbedaan pengambilan sampel sehingga berpengaruh terhadap nilai rata-rata dan standar deviasi dari variabel umur perusahaan (Daljono, 2000).

Variabel kontrol selanjutnya adalah bonus untuk eksekutif perusahaan. Menurut Scott (2009) bonus atau rencana opsi saham untuk paket kompensasi eksekutif memberi kesan informasi asimetris yang lebih tinggi. Pendapat ini didukung oleh Van der Zahn dan Singh (2007a) yang dalam penelitiannya menguji bonus atau rencana opsi saham sebagai suatu paket kompensasi bagi eksekutif karena merupakan faktor kontijen pada *net income* masa yang akan datang dan kinerja saham. Rata-rata manajer IPO yang mempunyai bonus dan opsi saham sebagai bagian dari paket kompensasinya akan menempatkan informasi privat yang lebih baik tentang *earning* masa yang akan datang dibandingkan jika tidak mempunyai bonus atau opsi saham. Namun hasil penelitian Van der Zahn dan Singh (2007a) menyatakan bahwa bonus untuk eksekutif perusahaan tidak berpengaruh pada *underpricing*.

Variabel kontrol keenam yaitu variabel *retained ownership* (presentase kepemilikan saham yang ditahan). Presentase kepemilikan saham yang ditahan oleh pemilik saham lama menggambarkan tingkat kepercayaan manajemen dan pemegang saham lama akan keberhasilan IPO (Shen dan Wei, 2007). Presentase kepemilikan saham yang ditahan menunjukkan adanya *private information* yang dimiliki manajer/pemilik (Leland dan Pyle, 1977). Pemilik sebelum *go public* akan tetap menginvestasikan pada perusahaannya apabila mereka yakin akan prospek di masa mendatang (Leland dan Pyle, 1977). Semakin besar tingkat kepemilikan yang ditahan (atau semakin kecil presentase saham yang ditawarkan) akan memperkecil tingkat ketidakpastian di masa yang akan datang. Hal ini disetujui oleh

Aggarwal *et al.*, (2002) yang membuktikan bahwa *underpricing* berasosiasi positif dengan semakin rendahnya jumlah saham yang diterbitkan dan semakin tinggi tingkat kepemilikan pemegang saham lama.

Financial leverage dipertimbangkan sebagai variabel kontrol berikutnya dengan pertimbangan, karena secara teoritis *financial leverage* menunjukkan risiko suatu perusahaan sehingga berdampak pada ketidakpastian suatu harga saham (Kim *et al.*, 1993). Weston dan Thomas (1995) menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat *leverage*, semakin berat beban keuangan yang dihadapi perusahaan, ini berarti semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan. Semakin tinggi risiko perusahaan berarti semakin tinggi pula ketidakpastian akan kelangsungan hidup perusahaan sehingga akan berpengaruh terhadap permintaan saham (Aggarwal *et al.*, 2002). Hasil penelitian Daljono (2000) dan Sulistio (2005), menyatakan bahwa tingkat *leverage* berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Sebaliknya hasil penelitian Ardiansyah (2003) menyatakan bahwa tingkat *leverage* tidak berpengaruh terhadap *underpricing*, kemungkinan ini disebabkan karena investor memandang bahwa tinggi rendahnya rasio ini bukan semata-mata disebabkan oleh kinerja manajemen namun juga sangat dipengaruhi faktor di luar perusahaan.

Variabel kontrol terakhir yaitu *proceeds* (penerimaan dari pengeluaran saham). Kim *et al.*, (1995) menyatakan bahwa *proceeds* merupakan *proxy* dari ketidakpastian yang dihubungkan dengan penawaran saham. Oleh karena itu diduga bahwa *proceeds* berhubungan positif dengan harga saham, karena semakin tinggi *proceeds* semakin rendah ketidakpastian yang berarti harga saham semakin tinggi. Dengan demikian semakin tinggi *proceeds*, *underpricing* semakin kecil. Hasil penelitian Kim *et al.*, (1993) menunjukkan bahwa *gross proceeds* berasosiasi secara signifikan negatif terhadap *underpricing*. Sebaliknya hasil penelitian Ardiansyah (2003) di Indonesia menunjukkan bahwa *proceeds* tidak berhubungan dengan *underpricing*, kemungkinan ini disebabkan karena investor di BEJ belum menganggap dengan jumlah penawaran yang besar, prospek

perusahaan akan membaik di masa yang akan datang dengan tersedianya dana yang cukup untuk ekspansi dan investasi yang akan dilakukan atas hasil IPO tersebut.

Berdasarkan penjelasan tentang peran pengungkapan modal intelektual terhadap pengurangan biaya modal pada saat IPO dan pengaruh informasi keuangan maupun non keuangan yang menjadi variabel kontrol, khususnya dalam kasus *underpricing* mendorong dilakukannya penelitian yang berusaha melakukan pembuktian secara empiris (gambar 1.1 Model Penelitian). Penelitian dilakukan pada perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2000-2009. Pemilihan periode dimulai dari tahun 2000 karena tahun tersebut merupakan awal bangkitnya Indonesia dari krisis moneter, sehingga dalam penelitian ini diharapkan dapat terlihat pengaruh dari awal bangkitnya krisis ekonomi sampai terciptanya lingkungan yang baik pada pasar modal Indonesia. Hal ini sesuai dengan pembagian periode dalam sejarah pasar modal di Indonesia yang dikemukakan Hartono (2008), yaitu bahwa periode kedelapan (mulai Oktober 1998 - Desember 2002) adalah periode penyembuhan dan periode kesembilan (mulai Januari 2003 - Oktober 2007) adalah periode kebangkitan kembali.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Van der Zahn dan Singh (2007). Penelitian ini dilakukan karena keterbatasan dalam penelitian Van der Zahn dan Singh (2007) yang menyatakan bahwa penelitian tersebut hanya pada IPO di Singapura dengan jangka waktu yang spesifik yaitu tahun 1997-2004. Hal ini menyebabkan ekstrapolasi umum untuk kondisi di negara-negara lain bermasalah, karena struktur kelembagaan di Singapura yang berkontribusi terhadap hubungan positif antara pengungkapan modal intelektual dan *underpricing* mungkin berbeda secara signifikan. Penelitian yang menggunakan data dari kondisi negara lainnya diperlukan untuk menentukan sifat yang tepat dari asosiasi pengungkapan modal intelektual dan *underpricing*. Selain itu, perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Van der Zahn dan Singh (2007) adalah (1) lokasi, (2) objek penelitian, (3) Indeks

pengungkapan modal intelektual, dan (4) pengukuran untuk dasar pemeringkatan variabel reputasi auditor, reputasi pengacara, dan reputasi *underwriter*.

Penelitian dilakukan dengan menguji secara empiris hubungan antara tingkat pengungkapan modal intelektual dengan tingkat *underpricing* pada penawaran perdana ke publik (IPO) di Bursa Efek Indonesia. Tingkat *underpricing* dihitung melalui *return* awal yang murah, yaitu *return* yang diperoleh dari aktiva di penawaran perdana mulai dari saat dibeli di pasar primer sampai pertama kali didaftarkan di pasar sekunder yang secara rerata murah (Hartono, 2008). Jog dan McConomy (2003) berpendapat bahwa ketika *underpricing* terjadi pada satu hari pertama hal ini dapat mencerminkan tentang biaya modal suatu perusahaan yang menyesuaikan terhadap respon pengungkapan. Berdasarkan data BEI, total perusahaan yang melakukan IPO antara tahun 2000 - 2009 yaitu sebanyak 167 perusahaan, sebanyak 141 perusahaan mendapatkan *return* awal yang positif (murah/*underpricing*), sebanyak 17 perusahaan mendapatkan *return* awal yang negatif (mahal/*overpricing*), dan sebanyak 9 perusahaan yang mendapatkan *return* awal nol (impas). Data *return* awal dapat dilihat pada tabel 1.1. (Lampiran).

Selain pengujian secara menyeluruh atas semua sampel, dilakukan pula pengujian tambahan berupa pengelompokan sampel ke dalam jenis industri sesuai dengan pembagian industri yang ditetapkan BEI. Kelompok industri tersebut yaitu *Agriculture; Mining; Miscellaneous Industry; Consumer Good Industry; Property, Real Estate & Building Construction; Infrastructure, Utilities & Transportation; Finance; Trade, Service & Investment; dan Basic Industri & Chemicals*. Pengujian ini dilakukan karena Upton (2001) melaporkan dan mengakui bahwa informasi modal intelektual secara alamiah bersifat unik terhadap jenis industri tertentu.

Pemilihan penawaran perdana ke publik (IPO) sebagai kriteria dalam penelitian ini karena menurut Sembel (1996), IPO melibatkan sejumlah besar uang dan beberapa fenomena (*underpricing, the long-term underperformance, dan the hot-cold issued phenomenon*) yang masih

mbingungkan hingga sekarang. Sedangkan pemilihan *underpricing* sebagai variabel dependen dalam penelitian karena (1) berdasarkan hasil penelitian Sembel (1996), *underpricing* adalah salah satu dari tiga anomali/fenomena penting pada saat IPO. *Underprice* menyiratkan bahwa perusahaan rata-rata mendapatkan kurang dari apa yang layak bagi mereka, dengan asumsi implisit bahwa harga di pasar mencerminkan nilai sebenarnya dari perusahaan sementara harga yang ditetapkan *underwriter* di awal (harga penawaran) adalah rata-rata di bawah nilai sebenarnya dari perusahaan. (2) Juga dari hasil penelitian Sembel (1996) diketahui bahwa fenomena *underprice* tidak spesifik untuk IPO di Amerika Serikat. *Initial return* positif juga terdokumentasi untuk negara-negara lain dengan pasar saham yang relatif mapan seperti Inggris dan Jerman, serta negara-negara dengan pasar saham berkembang seperti Hongkong dan Malaysia.

METODE PENELITIAN

Desain penelitian yang digunakan dalam penelitian ini bersifat penjelasan (*explanatory research*). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (IDX). Dari populasi tersebut, sampel ditarik dengan teknik *purposive sampling* dengan kriteria:

1. Perusahaan yang hanya melakukan satu tahap IPO dalam rentang waktu sejak 1 Januari 2000 sampai dengan 31 Desember 2009.
2. IPO yang hanya menerbitkan saham biasa.
3. IPO yang mengalami *underprice*.

Perusahaan yang melakukan IPO dalam rentang waktu 1 Januari 2000 - 31 Desember 2009 adalah sebanyak 166 perusahaan.

Variabel independen dalam penelitian ini adalah pengungkapan modal intelektual. Dalam penelitian ini metode pengumpulan data modal intelektual menggunakan analisis isi. *Indeks* pengungkapan modal intelektual berbasis pada komponen pengungkapan oleh Husin *et al.*, (n.d.) yang meliputi 41 item pengungkapan yang terbagi ke dalam tiga

bagian yaitu *internal capital*, *external capital* dan *human capital* seperti dalam tabel 3.1. (Lampiran) Merujuk pada penelitian Rashid *et al.*, (n.d.) penelitian ini mengadopsi sistem dikotomis (1 = jika item diungkapkan, 0 = jika item tidak diungkapkan) untuk menghindari bias yang tidak perlu dan subjektivitas. Selain itu, penelitian ini menggunakan *unweighted scores* untuk mengindikasikan kepentingan relatif dari setiap item dalam *indeks* pengungkapan.

$$\text{Tingkat pengungkapan modal intelektual} = \left(\sum_{i=1}^m d_i / M \right) \times 100\%.$$

Keterangan:

d_i = 1 jika item diungkapkan dalam prospektus, dan 0 jika tidak.

M = total pengungkapan yaitu 41.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah biaya modal yang diprosikan melalui *underpricing* (Van der Zahn dan Singh, 2007a). Pengukuran *underpricing* menurut Van der Zahn dan Singh (2007) juga Jog dan McConomy (2003) adalah sebagai persentase perbedaan antara harga penutupan pada hari pertama penjualan saham dengan harga IPO suatu perusahaan.

Variabel kontrol dalam penelitian adalah:

- a. Reputasi auditor adalah kualitas dan profesionalisme auditor yang diprosikan sebagai variabel dummy. Penentuan auditor yang memiliki reputasi dilakukan dengan perankingan (Trisnawati, 1998). Auditor yang bereputasi adalah auditor yang termasuk dalam kategori *prestigious* (1) dan sebaliknya bila di luar kategori diberi skala (0). Kategori berdasarkan ranking total *proceeds* masing-masing klien setiap tahunnya dari tahun 2000 - 2009. Kategori *prestigious* meliputi auditor yang memiliki total nilai *proceeds* di atas rata-rata.

- b. Reputasi *underwriter* adalah kualitas *lead underwriter* yang diproksikan sebagai variabel dummy. Pemingkatan *lead underwriter* berdasarkan total *proceeds* yang dijamin oleh *underwriter* setiap tahunnya dari tahun 2000 - 2009. Merujuk pada kutipan dari majalah Uang dan Efek oleh Yasa (n.d) bahwa dari 53 *underwriter* yang melakukan penjaminan emisi saham tahun 1977–1997 berdasarkan nilai IPO, ada 5 *underwriter* teratas dengan nilai IPO di atas Rp 1.000.000.000.000, terhadap total nilai IPO. Apabila *underwriter* termasuk kategori “total nilai penjaminan di atas Rp. 1.000.000.000.000” berarti memiliki reputasi tinggi dan diberikan skala 1. Sebaliknya, untuk *underwriter* yang tidak termasuk diberikan skala 0.
- c. Reputasi pengacara adalah kualitas konsultan hukum yang diproksikan sebagai variabel dummy. Apabila konsultan hukum termasuk dalam kategori “sembilan besar”, berarti memiliki reputasi tinggi dan diberikan skala 1 dan sebaliknya diberi skala (0). Kategori “sembilan besar” adalah konsultan hukum yang memiliki total nilai *proceeds* kliennya di atas Rp. 1.158.486.654.000.- yang merupakan nilai rata-rata *proceeds* sejak tahun 2000 - 2009. Merujuk pada penelitian Ardiansyah (2003) bahwa peringkat dilakukan oleh peneliti sendiri.
- d. Kompensasi untuk eksekutif adalah bonus yang diberikan kepada eksekutif perusahaan yang diproksikan sebagai variabel dummy, perusahaan IPO yang memberikan bonus berupa saham opsi kepada eksekutif perusahaan diberi nilai 1 dan nilai 0 untuk perusahaan yang tidak memberi bonus.
- e. *Leverage* menunjukkan pada hutang yang dimiliki oleh perusahaan, yang diukur dengan rasio nilai buku total hutang berbanding dengan nilai buku total aset yang terdapat dalam prospektus perusahaan IPO.
- f. Umur perusahaan adalah kemampuan perusahaan untuk dapat bertahan hidup. Pengukuran umur perusahaan mengikuti penelitian Inderpal Singh dan Van der Zahn (2007) yang diukur dengan logaritma natural jumlah hari sejak tanggal perusahaan mulai berdiri hingga tanggal melakukan IPO.
- g. *Retained Ownerships* yang dilambangkan dengan RO, diukur berdasarkan persentase saham yang dipertahankan oleh pemegang saham lama pada saat IPO (Sulistio, 2005).
- h. *Proceeds* yang dilambangkan dengan $\ln GP$ adalah logaritma natural dari *net proceeds* (berdasarkan hasil bersih IPO sesuai dengan prospektus) yang akan diterima oleh perusahaan dari IPO (dalam nilai mata uang Rupiah).

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini yaitu:

1. Analisis Deskriptif
Analisis deskriptif dilakukan untuk mengetahui ukuran dari setiap variable yang terdiri dari kisaran (*range*), *mean* (rata-rata), *maximum* (nilai tertinggi), *minimum* (nilai terendah) dan *deviation standard* (simpangan baku). Ukuran ini sangat penting untuk mengetahui kecenderungan sebaran data yang dianalisis.
2. Asumsi Klasik yang terdiri dari uji:
 - a. Uji multikolinieritas, menurut Ghozali (2009) bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas.
 - b. Uji heteroskedastisitas, menurut Ghozali (2009) bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas.
 - c. Uji Autokorelasi, menurut Ghozali (2009) bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Hal ini sering terjadi pada data runtut waktu dan relatif jarang terjadi pada data *cross section*.
 - d. Uji normalitas, menurut Ghozali (2009) bertujuan menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Kalau asumsi ini dilanggar maka uji statistik menjadi tidak valid untuk jumlah sampel kecil.

3. *Ordinary Least Square* digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini. Persamaan regresinya yaitu:

$$UP = \alpha + \beta_1 \text{ICDisc} + \beta_2 \text{RO} + \beta_3 \text{Aud} + \beta_4 \text{Und} + \beta_5 \text{Sol} + \beta_6 \text{Lev} + \beta_7 \text{Bns} + \beta_8 \text{LnGP} + \beta_9 \text{Age} + e. \quad (1)$$

Keterangan:

UP = *Underpricing*

α = konstanta

$\beta_1 - \beta_9$ = koefisien variabel independen

ICDisc = pengungkapan modal intelektual

RO = *retained ownerships*

Aud = reputasi auditor

Und = reputasi *underwriter*

Sol = reputasi pengacara

Lev = *Leverage*

ExeCP = bonus untuk eksekutif perusahaan

Ln GP = natural logaritma dari *net proceeds*

Age = umur perusahaan

e = *error*

4. Pengujian Tambahan

Pengujian tambahan berupa pengujian pengaruh tingkat pengungkapan modal intelektual terhadap tingkat *underpricing* untuk perusahaan sampel yang dibedakan berdasarkan jenis industri. Perbedaan jenis industri sesuai dengan sembilan sektor industri ketetapan BEI.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Berdasarkan data yang diperoleh diketahui bahwa perusahaan yang melakukan IPO adalah sebanyak 166 perusahaan. Namun hanya 77 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel. Tahapan seleksi secara lengkap disajikan dalam tabel 3.1.

Perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria sampel tersebut terbagi ke dalam sembilan jenis industri. Berdasarkan tabel 3.2 diketahui bahwa *Consumer Goods Industry* hanya diwakili oleh 1 perusahaan yaitu Kimia Farma Tbk, *Agriculture* diwakili oleh 5 perusahaan, sedangkan *Mining* dan *Miscellaneous Industry* diwakili oleh 6 perusahaan. *Property, Real Estate & Building Construction* dan *Infrastructure, Utilities &*

Transportation diwakili oleh 8 perusahaan, *Basic Industri and Chemicals* diwakili oleh 9 perusahaan, dan *Finance* diwakili oleh 23 perusahaan.

Deskripsi selanjutnya adalah analisis pemeringkatan pengacara, pemeringkatan auditor dan pemeringkatan *underwriter*. Pemeringkatan pengacara ditampilkan dalam tabel 3.3, pemeringkatan auditor ditampilkan dalam tabel 3.4, dan pemeringkatan *underwriter* ditampilkan dalam tabel 3.5.

Analisis Data dan Pengujian Hipotesis Statistik Deskriptif

Deskripsi variabel penelitian ditujukan untuk memberikan gambaran secara umum mengenai data yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel penelitian meliputi: UP (tingkat *underpricing*), ICDISC (tingkat pengungkapan modal intelektual), RO (*retained ownerships*), AUD (reputasi auditor), UND (reputasi *underwriter*), SOL (reputasi pengacara), LEV (tingkat hutang), BNS (bonus untuk karyawan), LNGP (*gross proceeds*), dan LNAGE (umur perusahaan) dari perusahaan yang melakukan IPO dalam rentang waktu 1 Januari 2000 sampai dengan 31 Desember 2009. Analisis deskriptif terhadap variabel-variabel penelitian dimaksudkan untuk memberikan gambaran mengenai nilai *minimum*, *maximum*, *mean*, dan *standard deviation* masing-masing variabel yang dapat dilihat pada tabel 3.6.

Berdasarkan hasil uji statistik deskriptif dengan menggunakan *software Eviews 6* untuk sampel (N) 77 perusahaan, didapatkan informasi bahwa untuk variabel tingkat *underpricing* (UP) menunjukkan nilai *mean* sebesar 0,310000 (31%), *standard deviation* sebesar 0,332910 (33%), *maximum* sebesar 1,650000 (165%) dan *minimum* sebesar 0,010000 (1%). Variabel tingkat pengungkapan modal intelektual (ICDisc) memiliki nilai *mean* sebesar 0,474545 (48%), *standard deviation* sebesar 0,119037 (12%), *maximum* sebesar 0,800000 (80%) dan *minimum* sebesar 0,270000 (27%). Selanjutnya pada variabel *retained ownerships* (RO) menunjukkan nilai *mean* sebesar 0,745065 (75%), *standard deviation* sebesar 0,099481 (10%), *maximum* sebesar 0,910000 (91%), dan nilai

minimum sebesar 0,510000 (51%). Variabel *leverage* (LEV) yang menggambarkan *debt to equity ratio* memiliki nilai *mean* sebesar 0,604026 (60%), *standard deviation* sebesar 0,214091 (20%), *maximum* sebesar 0,950000 (95%), dan *minimum* sebesar 0,030000 (3%). Pada variabel *proceeds* (GP) nilai *mean* sebesar 5,84E+11 atau 584.000.000.000, nilai *standard deviation* sebesar 1,58E+12 atau 1.580.000.000.000, *maximum* sebesar 1,23E+13 atau sebesar Rp.12.300.000.000.000,-, dan nilai *minimum* sebesar 7,80E+09 atau sebesar Rp.7.800.000.000,-. Selanjutnya pada variabel umur perusahaan (AGE) memiliki nilai *mean* sebesar 7281,351, *standard deviation* sebesar 7147,677, *maximum* sebesar 52922,00 atau 52922 hari, dan nilai *minimum* sebesar 784,0000 atau 784 hari.

Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan hasil pengujian asumsi klasik, uji multikolinearitas dan uji autokorelasi hasilnya menunjukkan bahwa semua variabel memenuhi asumsi klasik. Selanjutnya pada uji normalitas diketahui bahwa bahwa variabel LEV dan LNAGE berdistribusi normal, sedangkan variabel lainnya tidak berdistribusi normal. Pada uji heteroskedastisitas, hasil pengujian menunjukkan bahwa adanya heteroskedastisitas pada model penelitian ini maka harus dilakukan perbaikan atas model dengan menghilangkan heteroskedastisitas tersebut. Prosedur yang dilakukan adalah dengan menggunakan metode *White*.

Metode *White* dikenal juga dengan varian heteroskedastisitas terkoreksi (*heteroscedasticity-corrected variance*). Dalam metode ini, hasil OLS tetap dapat digunakan namun dengan mengkoreksi *standard errors* untuk menghilangkan heteroskedastisitas. Baik OLS maupun metode *White* akan menghasilkan koefisien estimasi dan R^2 dengan nilai yang sama. Namun penting untuk diingat bahwa *standard errors* dari metode *White* jauh lebih besar dibandingkan *standard errors* pada OLS dan karena itu *t* rasio pada metode *White* jauh lebih kecil dibandingkan dengan *t* rasio pada OLS. Hal ini menunjukkan bahwa pada kenyataannya OLS telah mengestimasi *standard errors* terlalu rendah. Hasil regresi dengan

menggunakan metode *White* ditampilkan pada tabel 3.7.

Ordinary Least Square

Berdasarkan hasil pengujian data dengan menggunakan *software Eviews 6* didapatkan model dan hasil regresi yang ditampilkan dalam tabel 3.8. Berdasarkan hasil analisis diketahui bahwa IC tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* biaya modal IPO perusahaan. Variabel kontrol yang mempengaruhi *underpricing* yaitu umur perusahaan, sedangkan variabel lainnya, yaitu *retained ownership*, reputasi pengacara, reputasi auditor, reputasi *underwriter*, *proceed*, bonus, dan *leverage* tidak berpengaruh terhadap *underpricing*.

Pembahasan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis didapat kesimpulan bahwa tingkat pengungkapan modal intelektual dalam prospektus tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Hasil penelitian ini berlawanan dengan hasil penelitian Van der Zahn dan Singh (2007) yang menemukan hubungan positif dan signifikan.

Namun, nilai koefisien *t test* yang negatif (-0,598) menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan modal intelektual berbanding terbalik dengan tingkat *underpricing* biaya modal IPO perusahaan, sesuai dengan dugaan hipotesis. Nilai koefisien *t test* yang negatif ini mendukung penelitian-penelitian sebelumnya tentang pengungkapan oleh perusahaan (Friedlan, 1993; Jog dan McConomy, 2003; dan Schrand dan Verrechia, 2004; dan Guo *et al.*, 2004) yang menyebutkan bahwa tingkat *underpricing* lebih rendah ketika sejumlah informasi rinci diungkap dalam prospektus.

Selanjutnya, berdasarkan teori *stakeholders* diketahui bahwa manajemen organisasi diharapkan untuk melakukan aktivitas yang dianggap penting oleh *stakeholders* dan melaporkan kembali aktivitas

tersebut kepada mereka. Dalam konsep modal intelektual, ketika perusahaan mampu memanfaatkan seluruh potensi perusahaan (baik karyawan, aset fisik, maupun *structural capital*), artinya manajer mampu menciptakan nilai bagi perusahaan. Pengungkapan modal intelektual merupakan sarana komunikasi perusahaan yang merespon ekspektasi *stakeholders* atas pengendalian mereka terhadap sumber daya yang dibutuhkan organisasi. Berdasarkan pengolahan data diketahui bahwa perusahaan telah menyediakan informasi tentang modal intelektual, salah satunya melalui pengungkapan dalam prospektus. Namun hasil pengujian menunjukkan bahwa informasi tersebut tidak digunakan oleh *stakeholders* khususnya investor di Bursa Efek Indonesia, yang dibuktikan dengan nilai probabilitas *t test* yang tidak signifikan.

Berikutnya adalah teori legitimasi yang menuntut organisasi secara berkelanjutan mencari cara untuk menjamin operasi mereka berada dalam batas dan norma yang berlaku di masyarakat (karena legitimasi dipengaruhi oleh kultur, interpretasi masyarakat, sistem politik, dan ideologi pemerintah yang berbeda). Penerapan teori legitimasi salah satunya dapat dilakukan melalui pengungkapan modal intelektual. Berdasarkan hasil pengujian diketahui bahwa koefisien *t test* menunjukkan tanda negatif dan tidak signifikan. Hasil yang ditemukan berbeda dengan hasil penelitian Van der Zahn dan Singh (2007) yang menemukan hubungan positif dan signifikan antara tingkat pengungkapan modal intelektual dengan tingkat *underpricing* IPO perusahaan di *Stock Exchange of Singapore*. Perbedaan hasil pengujian menunjukkan bahwa struktur kelembagaan di Singapura berbeda dengan di Indonesia, seperti kelemahan yang diungkapkan Van der Zahn dan Singh (2007) bahwa hasil penelitiannya menyebabkan ekstrapolasi umum untuk kondisi di negara-negara lain bermasalah.

Tidak signifikannya pengaruh tingkat pengungkapan modal intelektual terhadap tingkat *underpricing* dalam penelitian ini diduga karena informasi tentang umur perusahaan menjadi perhatian investor dalam berinvestasi.

Selanjutnya, berdasarkan hasil pengujian diketahui variabel *retained ownerships* tidak memiliki pengaruh yang signifikan tingkat *underpricing*. Dibuktikan dengan nilai probabilitas *t test* sebesar $0,73 > \alpha 5\%$. Hasil ini menunjukkan bahwa investor kurang memperhatikan informasi proporsi kepemilikan pemegang saham lama saat akan melakukan investasi pada perusahaan IPO. Hasil penelitian ini konsisten dengan Daljono (2000) dan Ardiansyah (2003) yang hasil penelitiannya juga menunjukkan bahwa variabel *retained ownerships* tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Akan tetapi hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Sulistio (2005) yang menyatakan bahwa *retained ownerships* berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*.

Merujuk pada hasil penelitian Rohman (2008), tidak berpengaruhnya variabel *retained ownerships* disebabkan para pemegang saham lama yang telah menahan sahamnya tidak mempengaruhi banyaknya informasi yang dipublikasikan sehingga tidak berpengaruh terhadap keputusan investor untuk membeli atau tidak saham emiten. Dengan demikian calon investor juga tidak perlu mengeluarkan biaya untuk mendapatkan informasi dari emiten.

Hasil pengujian atas reputasi auditor menunjukkan bahwa reputasi auditor tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*, yang dibuktikan dengan nilai probabilitas *t test*nya sebesar $0,47 > \alpha 0,05$. Hasil pengujian ini mendukung hasil penelitian Daljono (2000), Nasirwan (2000), Rosyati dan Sabeni (2002), Ardiansyah (2003), Sulistio (2005) dan Rohman (2008) yang menyatakan bahwa reputasi auditor tidak berpengaruh secara

signifikan terhadap *underpricing* dan tidak konsisten dengan hasil penelitian Beatty (1989). Merujuk pada penelitian Rohman (2008) tidak berpengaruhnya variabel reputasi auditor disebabkan oleh rendahnya kepercayaan investor terhadap hasil laporan auditor. Hal ini menunjukkan bahwa laporan keuangan yang diaudit oleh auditor bereputasi baik belum dapat dipercaya oleh investor dalam pengambilan keputusan berinvestasi di pasar modal.

Hasil pengujian berikutnya, yaitu reputasi *underwriter* yang dalam penelitian ini tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Pernyataan ini dibuktikan dengan nilai probabilitas *t test* yang sebesar $0,61 > \alpha 0,05$. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Sulistio (2005) dan Ardiansyah (2003) yang menyatakan bahwa reputasi *underwriter* tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Namun bertentangan dengan hasil penelitian Beatty (1989), Daljono (2000), Nasirwan (2000) dan Rosyati dan Sabeni (2002) yang berhasil menemukan hubungan antara reputasi *underwriter* dengan tingkat *underpricing*. Tidak signifikannya hasil penelitian ini, antara lain karena adanya perbedaan penggunaan data untuk memeringkat penjamin emisi (Ardiansyah, 2003) Nasirwan menggunakan data pemeringkatan dari Majalah Uang dan Efek, sedangkan pemeringkatan dalam penelitian ini menggunakan data nilai penjaminan emisi emiten. Dalam penelitiannya Beatty (1989) berpendapat bahwa *underwriter* yang bereputasi tinggi, lebih pengalaman dan lebih profesional dalam menangani IPO perusahaan, sehingga berani memberikan harga yang tinggi dan berkualitas sebagai konsekuensi dari kualitas penjaminannya.

Pada variabel reputasi pengacara, didapatkan hasil pengujian yang tidak signifikan mempengaruhi tingkat *underpricing*. Dibuktikan dengan nilai probabilitas *t test* yang sebesar $0,19 > \alpha 0,05$. Hasil ini tidak konsisten dengan hasil

penelitian Van der Zahn dan Singh (2007 & 2007a) yang menyatakan bahwa reputasi pengacara berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Tidak berpengaruhnya reputasi pengacara dalam penelitian ini antara lain karena, adanya perbedaan dalam struktur kelembagaan di Singapura (Van der Zahn dan Singh, 2007) dengan Indonesia.

Hasil pengujian atas variabel *leverage* terhadap tingkat *underpricing* menunjukkan hubungan yang tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa informasi tentang tingkat *leverage* tidak mempengaruhi keputusan investor dalam mengambil keputusan, yang dibuktikan oleh nilai probabilitas *t test* yang tinggi yaitu $0,61 > \alpha 0,05$. Hasil ini konsisten dengan penelitian Ardiansyah (2003) dan Setianingrum (2005) yang menyatakan bahwa tingkat *leverage* tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Akan tetapi hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Daljono (2000) dan Sulistio (2005), yang menemukan pengaruh yang signifikan antara *leverage* terhadap tingkat *underpricing*.

Merujuk pada hasil penelitian Ardiansyah (2003), pengaruh yang tidak signifikan dari variabel *leverage* terhadap tingkat *underpricing*, disebabkan karena investor memandang bahwa tinggi rendahnya rasio ini bukan semata-mata disebabkan oleh kinerja manajemen perusahaan, namun juga sangat dipengaruhi oleh faktor di luar perusahaan. Misalnya krisis ekonomi yang mempengaruhi nilai tukar rupiah terhadap US \$ yang melambung tinggi. Mengambil keputusan berdasarkan rasio ini di masa krisis, bisa menyesatkan.

Berdasarkan hasil pengujian, informasi bonus yang diberikan perusahaan untuk karyawannya berupa kepemilikan saham tidak menarik investor untuk mempengaruhi keputusannya berinvestasi. Dibuktikan dengan tidak signifikannya hasil pengujian yaitu nilai probabilitas *t test* sebesar $0,47 > \alpha 0,05$. Hasil ini mendukung hasil penelitian

Van der Zahn dan Singh (2007), yang menyatakan bahwa bonus untuk eksekutif perusahaan tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Hasil yang tidak signifikan antara lain karena bonus yang diberikan kepada karyawan tidak mempengaruhi banyaknya informasi yang dipublikasikan sehingga tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi dari investor.

Hasil pengujian variabel *proceeds* menunjukkan nilai probabilitas *t test* $0,55 > \alpha 0,05$, sehingga dapat disimpulkan bahwa *proceeds* tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Hasil pengujian ini konsisten dengan hasil penelitian Ardiansyah (2003) yang menyatakan bahwa *proceeds* tidak berhubungan dengan *underpricing*. Namun bertentangan dengan Kim *et al.*, (1993) yang berhasil menunjukkan hubungan antara *gross proceeds* dengan *underpricing*. Tidak signifikannya variabel *proceeds* terhadap *underpricing*, disebabkan karena, investor di BEJ belum menganggap dengan jumlah penawaran yang besar, prospek perusahaan akan membaik di masa yang akan datang dengan tersedianya dana yang cukup untuk ekspansi dan investasi yang akan dilakukan atas hasil IPO tersebut (Ardiansyah, 2003).

Terakhir adalah variabel umur perusahaan. Dalam penelitian ini variabel umur perusahaan berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*, yang dibuktikan oleh nilai probabilitas *t test* sebesar $0,08 < \alpha 0,10$. Berdasarkan hasil pengujian, dapat disimpulkan bahwa informasi umur perusahaan dapat mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi. Hasil pengujian ini mendukung hasil penelitian Trisnawati (1998) dan Beatty (1989) yang menyatakan bahwa umur perusahaan mempunyai hubungan negatif dengan tingkat *underpricing*. Namun bertentangan dengan hasil penelitian Ardiansyah (2003) dan Daljono (2000) yang tidak menemukan hubungan antara umur perusahaan dengan tingkat *underpricing*.

Pengujian Kombinasi Variabel *Independent* dan Variabel Kontrol terhadap Variabel *Dependent*

Pengujian tambahan ini untuk melihat pengaruh pengungkapan modal intelektual terhadap *underpricing*. Berdasarkan hasil pengujian berbagai kombinasi variabel *independent* dan variabel kontrol terhadap variabel *dependent* yang rangkumannya ditampilkan dalam tabel 3.9, diketahui bahwa pengujian atas pengaruh tingkat pengungkapan modal intelektual terhadap *underpricing* tanpa diberi variabel kontrol menunjukkan hubungan yang negatif signifikan sesuai dengan dugaan hipotesis.

Hubungan yang signifikan antara pengungkapan modal intelektual terhadap *underpricing* juga dapat dilihat pada pengujian pengaruh pengungkapan modal intelektual terhadap *underpricing* dengan variasi penambahan satu variabel kontrol, yaitu antara lain variabel reputasi auditor, *retained ownership*, bonus, *leverage*, dan umur perusahaan. Namun, penambahan satu variabel kontrol antara lain variabel *proceeds*, reputasi pengacara, dan reputasi *underwriter* tidak menunjukkan hubungan yang signifikan antara tingkat pengungkapan modal intelektual dengan tingkat *underpricing*.

Kombinasi lain yaitu kombinasi variabel pengungkapan modal intelektual dengan ditambah variabel kontrol reputasi pengacara, *retained ownership*, bonus, *leverage*, dan umur perusahaan sekaligus, menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Kombinasi selanjutnya adalah menambahkan variabel kontrol dengan skala numerik yang berupa *retained ownership*, *leverage*, *proceeds*, dan umur perusahaan memberikan bukti yang tidak signifikan hubungan antara pengungkapan modal intelektual dan

underpricing. Terakhir adalah kombinasi pengungkapan modal intelektual dan variabel kontrol yang tergolong dalam variabel dummy (reputasi pengacara, reputasi auditor, reputasi *underwriter*, dan bonus) dengan tingkat *underpricing*, juga menunjukkan hasil yang tidak signifikan.

Setelah melakukan pengujian pengaruh pengungkapan modal intelektual terhadap *underpricing*, dapat ditarik kesimpulan bahwa hubungan antara pengungkapan modal intelektual dengan *underpricing*, adalah signifikan negatif. Artinya semakin besar dan rinci tingkat pengungkapan, maka *underpricing* akan semakin kecil. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian terdahulu tentang pengungkapan yang ditemukan oleh Guo *et al.* (2004), Kristandl dan Bontis (2007), juga Mangena (2010).

Pengujian lainnya dengan mengkombinasikan penambahan variabel kontrol ternyata tidak selalu menunjukkan hasil yang signifikan. Artinya bahwa pengaruh pengungkapan modal intelektual terhadap *underpricing* diperkuat (tetap signifikan) dengan penambahan suatu variabel kontrol antara lain variabel reputasi auditor, *retained ownership*, bonus, *leverage*, dan umur perusahaan. Namun pengaruhnya menjadi lemah (tidak signifikan) ketika (1) ditambahkan satu variabel kontrol antara lain variabel *proceeds*, reputasi *underwriter*, dan reputasi pengacara, (2) penambahan secara serentak kelima variabel yang jika secara individual ditambahkan akan mendukungnya, (3) penambahan secara serentak variabel yang berskala numerik, dan (4) penambahan secara serentak variabel yang berkategori dummy.

Setelah melakukan berbagai variasi pengujian hubungan variabel *independent* terhadap variabel *dependent*, akan ditentukan model persamaan mana yang dapat dikatakan tepat. Pengujian ketepatan model dilakukan dengan melihat nilai *Akaike Info Criterion*

(AIC). Berdasarkan rangkuman hasil pengujian yang ditampilkan dalam tabel 3.8, nilai AIC terkecil yaitu 0,60. Nilai ini dihasilkan pada pengujian nomor lima dengan persamaan $UP = \alpha + \beta_1IC + \beta_2SOL + e$; dan pengujian nomor delapan dengan persamaan $UP = \alpha + \beta_1IC + \beta_2LNAGE + e$.

Pengujian Tambahan

Pengujian tambahan adalah berupa pengujian OLS dengan sampel yang dikelompokkan ke dalam jenis industri. Dari 77 perusahaan yang menjadi sampel, dapat dikelompokkan menjadi 9 industri seperti yang ditampilkan pada tabel 3.2, yaitu *Agriculture; Mining; Basic Industry and Chemical; Miscellaneous Industry; Consumer Goods Industry; Property, Real Estate, and Building Construction; Infrastructure, Utilities, and Transportation; Finance; and Trade, Service & Investment*. Namun hanya *Finance Industry* yang dapat diuji model regresinya dengan alasan kecukupan data.

Berdasarkan hasil pengujian tambahan yang ditampilkan pada tabel 3.10, diketahui bahwa variabel tingkat pengungkapan modal intelektual tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Hasil ini sama dengan hasil pengujian OLS utama yang menunjukkan perbedaan dengan hasil penelitian Van der Zahn dan Singh (2007) yang signifikan. Namun nilai koefisien *t test* untuk pengujian industri *Finance* sama dengan hasil penelitian Van der Zahn dan Singh (2007) yaitu bertanda positif.

Selanjutnya, dari delapan variabel kontrol yang digunakan, ada empat variabel kontrol yang signifikan berpengaruh terhadap *underpricing*, yaitu variabel *retained ownership*, reputasi pengacara, bonus, dan umur perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan probabilitas nilai *t test*nya yaitu variabel *retained ownership* signifikan pada $0,05 = \alpha$; variabel reputasi pengacara signifikan pada $0,08 < \alpha$

0,10; variabel bonus signifikan pada $0,003 < \alpha < 0,01$; dan variabel umur perusahaan signifikan pada $0,01 = \alpha < 0,01$ terhadap *underpricing*.

SIMPULAN

Penelitian yang berjudul “Pengaruh pengungkapan modal intelektual terhadap biaya modal IPO perusahaan yang terdaftar di BEI (kasus *underpricing*),” melibatkan sembilan variabel independen. Variabel independen utama yaitu tingkat pengungkapan modal intelektual (ICDisc) dan delapan variabel kontrol lainnya yaitu: (1) *retained ownerships*, (2) reputasi auditor, (3) reputasi *underwriter*, (4) reputasi pengacara, (5) *leverage*, (6) bonus, (7) *proceeds*, dan (8) umur perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian didapatkan kesimpulan:

1. Hasil pengujian OLS menunjukkan bahwa variabel tingkat pengungkapan modal intelektual tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*.
2. Hasil pengujian tambahan variasi variabel *independent* terhadap variabel *dependent* menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan modal intelektual berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing*, jika (1) pengujiannya tanpa menyertakan variabel kontrol, dan (2) pengujiannya dengan menambahkan satu variabel kontrol antara lain yaitu variabel reputasi auditor, *retained owneship*, bonus, *leverage*, dan umur perusahaan.
3. Hasil pengujian tambahan berupa pengujian yang dikelompokkan ke dalam jenis industri, didapatkan kesimpulan bahwa variabel pengungkapan modal intelektual tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

Sebagaimana lazimnya suatu penelitian empiris, hasil penelitian ini juga mengandung keterbatasan. Keterbatasan dalam penelitian ini,

antara lain: tidak ditemukannya hubungan yang signifikan antara variabel pengungkapan modal intelektual dengan *underpricing*.

Berdasarkan evaluasi keterbatasan dalam penelitian ini, maka diberikan saran perbaikan. Saran perbaikannya yaitu perlu dilakukan penelitian-penelitian lebih lanjut untuk menguji hubungan antara pengungkapan modal intelektual dengan *underpricing*. Perbaikan-perbaikan lainnya dapat meliputi perbaikan dalam hal pengukuran variabel, yaitu penggunaan indeks/kerangka pengungkapan modal intelektual, maupun rentang waktu penelitian sehingga memungkinkan sampel penelitian yang lebih banyak.

DAFTAR PUSTAKA

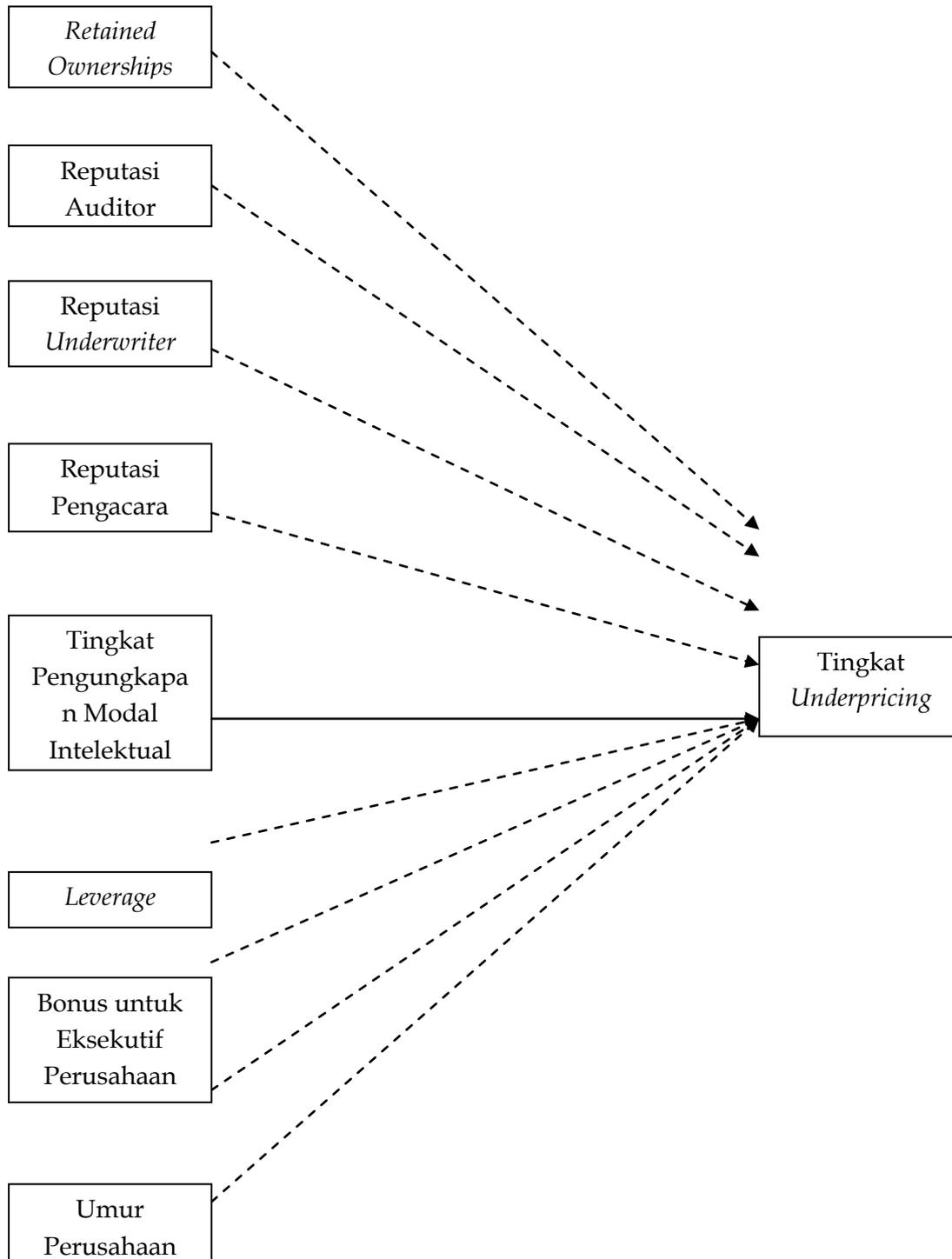
- Aditya, Ig Dodiet, 2008/2009, “Variabel Penelitian dan Definisi Operasional,” Hand out Mata Kuliah Metodologi Research Prodi D III Kebidanan Poltekkes Surakarta.
- Aggarwal, Rajesh K., Laurie Krigman, dan Kent L. Womack, 2002, *Strategic IPO Underpricing, Information Momentum, and Lockup Expiration Selling*, Available, <http://www.ssrn.com>. (Download 19 Desember 2010)
- Ardiansyah, Misnen, 2003, “Pengaruh Variabel Keuangan Terhadap Return Awal dan Return 15 Hari Setelah IPO di Bursa Efek Jakarta,” *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi VI* 360-382.
- Barney, J., 1991 “Types of Competition and The Theory of Strategy: Towards an Integrative Framework,” *Academy of Management Review*, Vol. 11, No. 4, pp 791-800

- Beatty, R.P. and Ritter, J.R., 1986, "Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 213-32.
- Beatty, R.P., 1989, "Auditor Reputation and The Pricing of Initial Public Offerings," *The Accounting Review* Vol. LXIV No. 4 (October) pp. 693-707.
- Beatty, R. P., I. Welch, 1996, "Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings," *Journal of Law and Economics*, v. 39, no. 2, pp. 545-603.
- Bose, S. and Oh, K.B., 2004, "Measuring strategic value-drivers for managing intellectual capital", *The Learning Organization: An International Journal*, Vol. 11 Nos 4/5, pp. 347-56.
- Botosan, C.A., 1997 'Disclosure level and the cost of equity capital', *The Accounting Review*, Vol. 72, No. 3, pp.323-349.
- Bukh, P.N., Nielsen, C., Gormsen, P. and Mouritsen, J., 2005, "Disclosure of information on intellectual capital in Danish IPO prospectuses", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 18 No. 6, pp. 713-32.
- Bukh, P.N., Larsen, H.T., dan Mouritsen, J., 2001, "Constructing Intellectual Capital Statement" *Scandinavian Journal of Management*, Vol. 17, No. I, pp. 87-108.
- Daljono, 2000, "Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi Initial Return Saham Yang Listing DI BEJ TH 1990-1997", *Kumpulan makalah Simposium Nasional Akuntansi III*.hal.556-572.
- Danish Ministry of Science Technology and Innovation (DMSTI), 2003, *Intellectual Capital Statement - The New Guidelines*, Copenhagen, Denmark: Danish Ministry of Science Technology and Innovation.
- Deegan, C., 2004. *Financial Accounting Theory*. McGraw-hill Book Company. Sydney
- Galbraith, C.S. and Merrill, G.B. (2001), "IPO performance in business to business 'B2B' e-commerce firms: effects of strategy and industry", *Managerial Finance*, Vol. 27 No. 7, pp. 1-15.
- Gelb, D.S. (2002), "Intangible assets and firms' disclosures: an empirical investigation", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 29 Nos 3/4, pp. 457-76.
- Ghozali, I., 2009, "Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS," Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Gongmeng, C., Firth, M. and Kim, J.B. (2004) 'IPO underpricing in China's new stock markets', *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 14, No. 2, pp.283-302.
- Guo, R., Lev, B. and Zhou, N. 2004, "Competitive costs of disclosure by

- biotech IPOs", *Journal of Accounting Research*, Vol. 42 No. 2, pp. 319-55.
- Guthrie, J.R., Petty, F., dan F. Ricceri., 2006, "The Voluntary Reporting of Intellectual Capital: Comparing Evidence from Hongkong and Australia," *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 7, No. 2, pp. 254-271.
- Hartono, Jogyanto, 2008, "Teori Portofolio dan Analisis Investasi". Edisi 5, Yogyakarta.
- Husin, N.M., Hooper, K., Olesen, K., n.d., "Assesing quatity and quanlity: The case of intellectual capital reporting in Malaysia"
<http://www.business.auckland.ac.nz/P/ortals/4/Dept/AccountingFinance/ARAconf/ARAC7.pdf>, diakses 19 Mei 2011.
- Jog, V. and McConomy, B.J. (2003), "Voluntary disclosure of management earnings forecasts in IPO prospectuses", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 30 Nos 1/2, pp. 125-67.
- Kristandl, G. and Bontis, N. (2007). The impact of voluntary disclosure on cost of equity capital estimates in a temporal setting, *Journal of Intellectual Capital*, 8 (4): 577-594.
- Kim, Jeong Bong, I. Krisky dan J. Lee, 1993, "Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea," *Journal of Business Financial and Accounting*, 20 (2) January, pp. 195-211
- _____, 1995, "The Role of Financial Variables in The Pricing of Korean IPO," *Pasific-Business of Finance*, vol 48, pp. 207-226.
- Leone, A.J., Rock, S. and Willenborg, M. (2003), "Mandatory voluntary disclosure: the intended use of proceeds in initial public offerings", working paper, University of Michigan, Ann Arbor, MI.
- Leuz, C. and Verrechia, R.E. (2000), "The economic consequence of increased disclosure", *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, Supplement, pp. 91-135.
- Lowry, M., dan Shu, S., 2002, "Litigation Risk and IPO Underpricing," *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, pp. 309-335.
- Mangena, M., Pike, R., dan Li, J., 2010. *Intellectual Capital Disclosure Practices and Effects on The Cost of Equity Capital: UK Evidence*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburgh.
- Mouritsen, J., Larsen, H.T., dan Bukh, P.N., 2001a, "Intellectual Capital and The "Capable Firm": Narrating, Visualizing and The Number for Managing Knowledge," *Accounting, Organizations, and Society*, Vol. 15, Nos.7/8, pp. 10-29.
- Mouritsen, J., Larsen, H.T., Bukh, P.N., dan Johansen, M.R., (2001b) "Reading an Intellectual Capital Statement: Describing and Prescribing Knowledge," *Journal of*

- Intellectual Capital*, Vol. 2, No. 4, pp. 359-383.
- Nasirwan, 2000, "Reputasi Penjamin Emisi, Return Awal, Return 15 Hari Sesudah IPO, dan Kinerja Perusahaan satu Tahun Sesudah IPO di BEJ," *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi III*, hal. 573-598.
- Nurhidayati, Siti dan Nur Indriantoro, 1998, "Analisis Faktor - Faktor yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underpriced Pada Penawaran Perdana di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* vol. 13 no. 1, hal. 21 - 30.
- Purnomosidhi, Bambang, 2006, "Praktik Pengungkapan Modal Intelektual pada Perusahaan Publik di BEJ," *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 9, No. 1, pp. 1-20.
- Rashid, A.A., Abdullah, W.M.T.W., Tarmidi, M., Zainol, Z., n.d., "Voluntary disclosure of intangible information: A comparative study between prospectuses and annual reports," http://bai2009.org/file/Pages/submissions/isfa2009_submission_113.doc, diakses tanggal 14 Juni 2011.
- Ritter, J.R., 1987, "The Cost of Going Public," *Journal of Financial Economics* 19, pp. 269-281.
- Ritter, J.R. and Welch, I. (2002) 'A review of IPO activity, pricing and allocations', *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 4, pp.1795-1828.
- Rohman, A., 2008, "Return awal dan factor yang mempengaruhinya," *Jurnal Manajemen Akuntansi & Sistem Informasi*, Vol. 8, No. 2, Hal. 170-183.
- Rosyati dan Sabeni, 2002, "Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi underpricing saham pada perusahaan go public di BEJ tahun 1997-2000". *Simposium Nasional Akuntansi V*. Hal 286-298
- Rylander, A., Jacobsen, K. and Roos, G. (2000) 'Towards improved information disclosure on intellectual capital', *International Journal of Technology Management*, Vol. 20, Nos. 5-8, pp.715-741.
- Schrand, C. and Verrechia, R.E., 2004, "Disclosure choice and cost of capital: evidence from underpricing in initial public offerings", working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia, PA.
- Scott, W. R., 2009, *Financial Accounting Theory*, 5th ed, Toronto, Ontario, Canada, Pearson Prentice Hall.
- Sembel, H.R. (1996). "IPO Anomalies, Truncated Excess Supply and Heterogeneous Information," *Dissertation*, Joseph.M.Katz Graduate School of Business, University of Pittsburgh.

- Setianingrum, Tia, 2005, "Pengaruh Informasi Prospektus Perusahaan terhadap Initial Return pada Penawaran Saham Perdana. Kasus pada Bank-Bank Umum yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta, Tahun 1996-2003," Thesis, Magister Manajemen Universitas Widyatama.
- Shen, Y.P., Wei, P., 2007, "Why do Companies choose to go IPOS? New Results Using Data From Taiwan," *Journal of Economic and Finance*, Vol. 31, No. 2, 359-367.
- Sulistio, Helen, 2005, "Pengaruh Informasi Akuntansi dan Non Akuntansi Terhadap Initial Return: Studi pada Perusahaan yang Melakukan Initial Public Offering di Bursa Efek Jakarta," *Simposium Nasional Akuntansi 8*, 87-99.
- Trisnawati, Rina, 1998, "Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Initial Return." *Tesis S2*, Yogyakarta: Program Pasca Sarjana, Universitas Gajah Mada.
- Ulum, Ihyaul, 2009, "Intellectual Capital Konsep dan Kajian Empiris," Graha Ilmu, Yogyakarta.
- Upton, W.S. Jr (2001), *Special Report: Business and Financial Reporting: Challenges from the New Economy*, Financial Accounting Series 219-A, Financial Accounting Standards Board, Norwalk, CT, April
- Van der Zahn, Mitchell, J.-L.W. and Singh, Inderpal (2007), "Does intellectual capital disclosure reduce an IPO's cost of capital. The case of underpricing," *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 8 No. 3, pp 494-516.
- Van der Zahn, Mitchell, J.-L.W. and Singh, Inderpal (2007a), "Intellectual capital disclosure and the association with first-day returns in initial public offerings," *International Journal Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, Vol. 4 Nos. 4/5.
- Verrechia, R.E. (2001) 'Essays on disclosure', *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, Nos. 1-3, pp.97-180.
- Weston, J. F., dan Copeland, T.E., 1995, alih bahasa A. Jaka Wasana, Kibrandoko, "Manajemen Keuangan" Jilid I, Ed. 9, Binarupa Aksara, Jakarta.
- Williams, S. L. M. (2001), "Is intellectual capital performance and disclosure practices related?", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 2 No. 3, pp. 192-203.
- Yasa, G.W., n.d., "Penyebab Underpricing pada Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta," <http://ejournal.unud.ac.id/abstrak/gerianta%20wirawan%20yasa.pdf>, diakses tanggal 26 April 2011.
- Zambon, S. (2003), Study on the Measurement of Intangible Assets and Associated Reporting Practices, Commission of the European Communities Enterprise Directorate General, Brussels.



Proceeds

Sumber: Van der Zahn dan Singh, 2007.

Gambar 1.1
Model Penelitian

Tabel 1.1
Return Awal IPO Perusahaan di Bursa Efek Indonesia

Tahun	Return Awal Murah (<i>underpricing</i>)	Return Awal Mahal (<i>overpricing</i>)	Impas
2000	18	2	2
2001	27	3	1
2002	18	2	2
2003	5	0	1
2004	10	0	2
2005	7	1	0
2006	12	0	0

Semnas Fekon: Optimisme Ekonomi Indonesia 2013, Antara Peluang dan Tantangan

2007	20	2	0
2008	15	3	1
2009	9	4	0
Total	141 Perusahaan	17 Perusahaan	9 Perusahaan

Sumber: data yang diolah, 2010.

Tabel. 2.1

Indeks Pengungkapan Modal Intelektual

Komponen Modal Intelektual	Penjelasan
Modal Internal:	
Kekayaan Intelektual	Sebuah istilah yang mencakup paten, hak cipta, merek dagang, rahasia dagang, lisensi, hak komersial, dan bidang terkait lainnya. Ini mencakup aset perusahaan yang dilindungi oleh hukum.
Proses Manajemen	Mengacu pada manajemen perusahaan (misalnya penjualan alat-alat, spesialisasi perusahaan, dan proses operasional atau administratif). Ini mencakup pemanfaatan sumber daya organisasi, proses / prosedur / rutinitas, dan dokumentasi yang memungkinkan perusahaan atau karyawan untuk mengikutinya. Item ini juga mencakup proses tertentu yang digunakan perusahaan untuk mengubah basis sumber daya mereka dan proses belajar perusahaan yang tergabung sebagai umpan balik ke dalam proses perencanaan mereka.
Filosofi Manajemen	Mencerminkan cara pemimpin dalam perusahaan berpikir tentang perusahaan dan karyawannya, misalnya cara perusahaan itu dikelola. Hal ini biasanya dibuktikan melalui visi perusahaan dan pernyataan misi.
Budaya Perusahaan	Himpunan nilai-nilai kunci, keyakinan, sikap, dan pemahaman bersama oleh orang-orang dan kelompok dalam organisasi yang mengendalikan cara anggota organisasi berinteraksi satu sama lain dan dengan stakeholder lainnya. Ini mencakup informasi tentang misalnya deskripsi budaya perusahaan dan nilai, cerita dan mitos yang membangun tentang orang-orang, dan sejarah yang menyampaikan pesan tentang apa yang dihargai dalam perusahaan.
Struktur Organisasi	Pelaporan garis, hirarki, dan cara pekerjaan mengalir melalui bisnis, termasuk struktur manajemen dan model bisnis.
Riset dan Pengembangan	Mengacu pada aktivitas yang berorientasi ke depan, jangka panjang dalam praktek bisnis, yang dapat mencapai tingkat

Komponen Modal Intelektual	Penjelasan
	pengetahuan dan perkembangan yang lebih tinggi dalam praktek bisnis, memungkinkan organisasi untuk memanfaatkan keunggulan kompetitif. Ini termasuk misalnya kebijakan R & D, program, perencanaan, kemajuan, anggaran, dan tingkat keberhasilan.
Inovasi	Didefinisikan sebagai keberhasilan pelaksanaan ide-ide kreatif dalam sebuah perusahaan dengan memperkenalkan sesuatu yang baru dan berguna.
Hubungan Finansial	Didefinisikan sebagai hubungan yang menguntungkan yang dimiliki perusahaan dengan investor, bank dan lembaga keuangan lainnya, peringkat keuangan, fasilitas keuangan yang tersedia, dan <i>listing</i> .
Standar Kualitas	Praktek-praktek dalam mempertahankan dan meningkatkan standar kualitas produk dan jasa. Informasi yang dianggap relevan meliputi misalnya deskripsi kinerja kualitas dan keberadaan komite kualitas, dan sertifikat kualitas.
Sistem Jaringan	Mencakup sistem yang memungkinkan interaksi orang melalui jaringan yang luas dari media komunikasi dan perangkat dan juga sistem.
Sistem Informasi	Meliputi perangkat lunak aplikasi yang digunakan untuk menyimpan rekaman data dalam sistem komputer dan mengotomatisasi beberapa proses informasi kegiatan organisasi. Ada berbagai jenis misalnya sistem informasi pemrosesan transaksi, sistem pendukung keputusan, sistem manajemen pengetahuan, sistem database manajemen, dan sistem kantor informasi.
Jaringan Distribusi	Jaringan internal definisi, seperti pusat distribusi. Ini adalah apa yang dimiliki perusahaan dan merupakan bagian sangat penting dari rantai suplai bisnis.
Modal Eksternal:	
Pelanggan	Informasi pelanggan secara umum misalnya jenis pelanggan, nama pelanggan, reputasi dari pelanggan, dan sejarah pembelian oleh pelanggan.

Komponen Modal Intelektual	Penjelasan
Hubungan dengan pelanggan	Mencakup kebijakan dan program untuk membangun hubungan dengan pelanggan (misalnya skema loyalitas pelanggan, survei kepuasan pelanggan dan inisiatif yang diambil untuk perbaikan, dan manajemen keluhan), hubungan saat ini dengan pelanggan (misalnya kepuasan pelanggan dan loyalitas), dan berbagai kegiatan / indikator yang meningkatkan hubungan dengan pelanggan seperti pengiriman tepat waktu dan kenyamanan retur barang.
Perolehan pelanggan	Mengacu kepada pelanggan baru perusahaan. Hal ini juga mencakup upaya perusahaan dalam memperoleh tambahan atau pelanggan/kontrak baru.
Kehadiran pasar	Meliputi target pasar dari suatu perusahaan, baik dengan segmentasi geografis atau dengan segmentasi pasar, persentase penjualan yang diwakili oleh masing-masing segmen pasar, dan pangsa pasar.
Citra/reputasi perusahaan	Hal ini mengacu pada evaluasi/persepsi dari suatu perusahaan oleh para stakeholder dalam hal efek, harga diri, dan pengetahuan, serta untuk apa perusahaan berdiri. Hal ini juga mencakup inisiatif perusahaan untuk menciptakan dan memelihara citra positif.
Penghargaan terhadap perusahaan	Mencakup penghargaan kepada perusahaan yang tidak secara khusus diberikan pada aspek-aspek lainnya, misalnya karyawan atau inovasi.
Difusi dan jaringan	Ini termasuk mengambil bagian dalam kegiatan sosial, kursus, konferensi, atau seminar
Merek	Informasi tentang misalnya nama merek, gambar merek, kesadaran merek, loyalitas merek, strategi membangun merek, dan penjualan terkait merek.
Saluran distribusi	Didefinisikan sebagai mekanisme yang tepat untuk mendapatkan produk dan layanan ke pasar misalnya distributor, agen, dan dealer.
Hubungan dengan pemasok	Termasuk hubungan seperti ketergantungan pada pemasok kunci, posisi tawar terhadap pemasok, dukungan pemasok,

Komponen Modal Intelektual	Penjelasan
	dan syarat pembayaran.
Kolaborasi bisnis	Kolaborasi yang didirikan dengan mitra bisnis lainnya. Ini mencakup hal-hal seperti seperti aliansi strategis, joint venture, dan kemitraan untuk tujuan bekerja sama guna meningkatkan efektivitas dan efisiensi dengan menggabungkan keunggulan masing-masing.
Perjanjian bisnis	Meliputi misalnya perjanjian lisensi dan <i>franchise</i>
Kontrak yang menguntungkan	Sebuah kontrak diperoleh karena posisi pasar unik yang dimiliki oleh perusahaan. Ini mencakup deskripsi kontrak dan hubungan yang menguntungkan.
Kolaborasi riset	Kolaborasi dengan asosiasi atau lembaga ilmiah untuk tujuan penelitian dan pengembangan guna kepentingan perusahaan atau masyarakat.
Pemasaran	Ini termasuk misalnya inisiatif pemasaran, investasi, strategi, dan efek.
Hubungan dengan <i>stakeholder</i> lainnya	Hhubungan perusahaan dengan para stakeholder, yang tidak dapat digolongkan sebagai hubungan dengan pelanggan, pemasok, dan pemegang saham (misalnya pemerintah, masyarakat, dan pesaing)
Modal Sumber Daya Manusia:	
Jumlah karyawan	Jumlah pegawai perusahaan, rincian karyawan, departemen dan fungsi pekerjaan, dan informasi tentang perubahan dan alasan perubahan tersebut.
Pengukuran direksi	Mengacu kepada direksi khususnya misalnya mengenai usia, kualifikasi, keterampilan, dan pengalaman profesional
Usia karyawan	Termasuk deskripsi kualitatif keuntungan / kekuatan yang berkaitan dengan usia dari karyawan perusahaan (selain dewan direksi), dan indikator seperti usia rata-rata karyawan perusahaan dan distribusi umur
Pendidikan karyawan	Pendidikan dari para karyawan (selain dewan direksi)
Kompetensi karyawan	Pengetahuan dan keterampilan (selain dewan direksi) yang

Komponen Modal Intelektual	Penjelasan
yang berkaitan dengan pekerjaan	dapat berguna untuk menyelesaikan pekerjaan. Hal ini mengacu pada misalnya pengakuan profesional / kualifikasi, penghargaan dimenangkan, dan publikasi karyawan.
Pengetahuan karyawan yang berkaitan dengan pekerjaan	Apa yang diperlukan selama pekerjaan tersebut dari segi pengetahuan pemahaman baik eksplisit maupun implisit. Ini terutama mengacu pada pengetahuan yang dimiliki karyawan (selain dewan direksi) terkait dengan deskripsi pekerjaan mereka saat ini, termasuk pengalaman kerja karyawan sebelumnya.
Sikap/perilaku karyawan	Mencerminkan bagaimana karyawan bekerja. Pengungkapan yang relevan bisa berupa komitmen karyawan pada organisasi, keramahan karyawan, dan identifikasi individu dengan tujuan perusahaan.
Motivasi karyawan	Kebijakan, inisiatif, dan bukti dari motivasi karyawan. Ini termasuk skema penghargaan (internal) dan insentif misalnya pengakuan karyawan secara eksplisit.
Pelatihan karyawan	Meliputi misalnya kebijakan pelatihan, program, waktu, jumlah karyawan yang terlatih per periode, dan hasil pelatihan.
Kualifikasi kejuruan	Mengacu pada pendidikan, yang dikelola dan dipantau oleh organisasi perdagangan dan profesional, yang diterima oleh karyawan untuk bidang kejuruan tertentu yang membuktikan keterampilan, pengetahuan dan pemahaman yang dimiliki untuk melakukan pekerjaan dengan baik.
Pengembangan karyawan	Pengembangan karir karyawan. Pengungkapan mencakup kebijakan pengembangan karyawan, perubahan senioritas karyawan, dan tingkat promosi internal.
Kerjasama karyawan	Konsep tentang karyawan bekerja sama secara kooperatif. Mencakup informasi tentang budaya kerja tim dan program yang meningkatkan hubungan antara karyawan di dalam atau di seluruh departemen.
Kesejahteraan karyawan	Rencana kompensasi karyawan, manfaat karyawan, dan rencana kepemilikan saham dan opsi bagi karyawan.

Sumber: Husin *et al.*,(n.d.)

Tabel 3.1
Perolehan Sampel Penelitian

No	Keterangan Kriteria	Jumlah (Perusahaan)
1.	Emiten yang melakukan IPO dalam rentang waktu 1 Januari 2000 - 31 Desember 2009	166
2.	Perusahaan yang <i>relisting</i>	(1)
3.	Perusahaan yang sebelumnya pernah <i>listed</i> di Surabaya	(3)
4.	Perusahaan yang menerbitkan waran	(56)
5.	Perusahaan yang menerbitkan obligasi wajib konversi	(2)
6.	Perusahaan yang mengalami <i>overpricing</i>	(17)
7.	Perusahaan yang mengalami impas	(9)
8.	Perusahaan yang datanya tidak lengkap	(1)
9.	Perusahaan yang menjadi sampel penelitian	77

Sumber: data sekunder yang diolah, 2011

Tabel 3.2
Sampel Berdasarkan Jenis Industri

Industri	Jumlah (Perusahaan)	
<i>Agriculture</i>	5	6,5%
<i>Mining</i>	6	7,8%
<i>Miscellaneous Industry</i>	6	7,8%
<i>Consumer Goods Industry</i>	1	1,3%
<i>Property, Real Estate & Building Construction</i>	8	10,4%
<i>Infrastructure, Utilities & Transportation</i>	8	10,4%
<i>Finance</i>	23	29,9%

<i>Trade, Service & Investment</i>	11	14,3%
<i>Basic Industri and Chemicals</i>	9	11,7%

Sumber: data sekunder yang diolah, 2011.

Tabel 3.3
Peringkat Pengacara

No.	Konsultan Hukum	Total Proceeds Klien IPO (Rp)
1.	Hadiputranto, Hadinoto & Partners	30.952.835.694.753
2.	Makes & Partners	8.565.264.602.950
3.	Soemarjono, Herman & Rekan	3.628.000.000.000
4.	Assegaf Hamzah & Partners	3.235.732.227.000
5.	DNC Advocates at Work	3.163.790.000.000
6.	Melli Darsa & Co.	2.764.987.800.000
7.	Lubis Ganie Surowidjojo	2.527.777.500.000
8.	William, Effendi & Co	1.254.295.000.000
9	Tumbuan Pane	1.239.459.100.000

Sumber: data sekunder yang diolah, 2011.

Tabel 3.4
Peringkat Auditor

No	Kantor Akuntan Publik	Total Proceeds Klien IPO (Rp)
1.	Haryanto Sahari & Rekan	23,830,388,400,000
2.	Prasetio Sarwoko & Sandjaja	11,208,173,244,753

3.	Purwoko Sarwoko & Sandjaja	7,464,431,817,000
4.	Aryanto Amir Jusuf & Mawar	4,228,300,000,000
5.	Osman Ramli Satrio & Rekan	3,509,960,000,000
6.	Osman Bing Satrio & Rekan	3,056,587,800,000
7.	Prasetio Utomo & Co.	2,290,862,775,000
8.	Mulyamin Sensi Suryanto	2,051,874,050,000
9.	Jimmy Budhi & Rekan	1,660,250,000,000
10.	Hanadi Sudjendro & Rekan	1,602,482,200,000
11.	Hans Tuanakotta Mustofa & Halim	1,588,089,357,950

Sumber: data sekunder yang diolah, 2011.

Tabel 3.5
Peringkat *Lead Underwriter*

No.	<i>Lead Underwriter</i>	Total Proceeds Klien IPO (Rp)
1.	PT. Danatama Makmur	15.497.353.460.000
2.	PT. Danareksa Sekuritas	11.225.916.702.950
3.	PT. Trimegah Securities Tbk.	7.724.481.634.753
4.	PT. Bahana Securities	7.512.002.561.000
5.	PT. Mandiri Sekuritas	3.445.970.900.000
6.	PT. UBS Securities Indonesia	3.163.790.000.000
7.	PT. ABN Amro Asia Securities Indonesia	3.081.499.875.000
8.	PT. CIMB Niaga Securities	2.880.500.000.000
9.	PT. Bhakti Securities	2.006.910.000.000
10.	PT. Indo Premiers Securities	1.759.390.723.000
11.	PT. CLSA Indonesia	1.417.181.366.667

12.	PT. CIMB – GK Securities Indonesia	1.189.744.705.600
-----	------------------------------------	-------------------

Sumber: data sekunder yang diolah, 2011.

Tabel 3.6
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Maximum	Minimum	Mean	Std. Deviation
UP	77	1,650000	0,010000	0,310000	0,332910
ICDisc	77	0,800000	0,270000	0,474545	0,119037
RO	77	0,910000	0,510000	0,745065	0,099481
LEV	77	0,950000	0,030000	0,604026	0,214091
GP	77	1,23E+13	7,80E+09	5,84E+11	1,58E+12
AGE	77	52922,00	784,0000	7281,351	7147,677

Sumber: data sekunder yang diolah, 2011.

Tabel 3.7
Hasil Regresi dengan Metode White

Dependent Variable: UP

Method: Least Squares

Sample: 1 77

Included observations: 77

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.961394	1.455366	1.347698	0.1823
IC	-0.270352	0.316501	-0.854190	0.3960

Semnas Fekon: Optimisme Ekonomi Indonesia 2013, Antara Peluang dan Tantangan

RO	-0.151333	0.362082	-0.417952	0.6773
AUD	0.066923	0.089397	0.748606	0.4567
UND	-0.051529	0.093550	-0.550816	0.5836
SOL	-0.129115	0.084393	-1.529919	0.1307
LEV	0.104353	0.247705	0.421279	0.6749
BNS	0.085147	0.140738	0.605005	0.5472
LNGP	-0.025402	0.048672	-0.521909	0.6035
LNAGE	-0.093914	0.055052	-1.705913	0.0927
<hr/>				
R-squared	0.153882	Mean dependent var	0.310000	
Adjusted R-squared	0.040225	S.D. dependent var	0.332910	
S.E. of regression	0.326145	Akaike info criterion	0.717681	
Sum squared resid	7.126849	Schwarz criterion	1.022071	
Log likelihood	-17.63072	Hannan-Quinn criter.	0.839435	
F-statistic	1.353912	Durbin-Watson stat	1.520293	
Prob(F-statistic)	0.226909			

Sumber: hasil pengolahan data *Eviews 6*, 2011

Tabel 3.8
Hasil Analisis Regresi

$$UP = 1,96 - 0,27*IC - 0,15*RO + 0,07*AUD - 0,05*UND - 0,13*SOL + 0,10*LEV + 0,09*BNS - 0,03*LN GP - 0,09*LNAGE$$

Dependent Variable: UP

Method: Least Squares

Sample: 1 77

Included observations: 77

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.961394	1.093582	1.793551	0.0774
IC	-0.270352	0.402283	-0.672045	0.5039
RO	-0.151333	0.429258	-0.352545	0.7255
AUD	0.066923	0.091001	0.735409	0.4647
UND	-0.051529	0.099373	-0.518536	0.6058
SOL	-0.129115	0.097109	-1.329591	0.1882
LEV	0.104353	0.203672	0.512359	0.6101
BNS	0.085147	0.116717	0.729517	0.4682

Semnas Fekon: Optimisme Ekonomi Indonesia 2013, Antara Peluang dan Tantangan

LNGP	-0.025402	0.042314	-0.600333	0.5503
LNAGE	-0.093914	0.053185	-1.765817	0.0820
<hr/>				
R-squared	0.153882	Mean dependent var	0.310000	
Adjusted R-squared	0.040225	S.D. dependent var	0.332910	
S.E. of regression	0.326145	Akaike info criterion	0.717681	
Sum squared resid	7.126849	Schwarz criterion	1.022071	
Log likelihood	-17.63072	Hannan-Quinn criter.	0.839435	
F-statistic	1.353912	Durbin-Watson stat	1.520293	
Prob(F-statistic)	0.226909			

Sumber: hasil pengolahan data *Eviews 6*, 2011.

Tabel 3.9
Rangkuman Hasil Pengujian Variasi Variabel *Independent*
dan Variabel Kontrol

No.	Variabel <i>Dependent</i>	Variabel <i>Independent</i>	R ²	Uji F	Uji t	AIC
1.	UP	IC	0,06	Signifikan	IC = Signifikan	0,62
2.	UP	IC, AUD	0,06	Tidak Signifikan	IC = Signifikan AUD = Tidak Signifikan	0,64
3.	UP	IC, RO	0,07	Signifikan	IC = Signifikan RO = Tidak Signifikan	0,63
4.	UP	IC, UND	0,07	Signifikan	IC = Tidak Signifikan UND = Tidak Signifikan	0, 64
5.	UP	IC, SOL	0,09	Signifikan	IC = Tidak Signifikan SOL = Signifikan	0,60
6.	UP	IC, BNS	0,06	Tidak Signifikan	IC = Signifikan BNS = Tidak Signifikan	0,64
7.	UP	IC, LEV	0,06	Tidak Signifikan	IC = Signifikan LEV = Tidak Signifikan	0,64
8.	UP	IC, LNAGE	0,10	Signifikan	IC = Signifikan LNAGE = Signifikan	0,60

9.	UP	IC, LNGP	0,07	Signifikan	IC = Tidak Signifikan LNGP = Tidak Signifikan	0,63
10.	UP	IC, AUD, RO, BNS, LEV, LNAGE	0,11	Tidak Signifikan	IC, AUD, RO, BNS, LEV, LNAGE = Tidak Signifikan	0,70
11.	UP	IC, SOL, LNGP,UND	0,10	Tidak Signifikan	IC, SOL, LNGP,UND = Tidak Signifikan	0,65
12.	UP	IC, RO, LEV, LNGP, LNAGE	0,12	Signifikan	IC, RO, LEV, LNGP = Tidak Signifikan LNAGE = Signifikan	0,65
13.	UP	IC, SOL, UND, AUD, BNS	0,10	Tidak Signifikan	IC, UND, AUD, BNS = Tidak Signifikan SOL = Signifikan	0,67

Sumber: data sekunder yang diolah, 2011.

Tabel 3.10
Hasil Pengujian Koefisien Regresi Secara Parsial (Uji t) Finance Industry

Dependent Variable: UP

Method: Least Squares

Sample: 1 23

Included observations: 23

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.656488	2.231666	1.190361	0.2552

Semnas Fekon: Optimisme Ekonomi Indonesia 2013, Antara Peluang dan Tantangan

IC	1.409046	0.914038	1.541562	0.1472
RO	1.763819	0.821494	2.147089	0.0512
AUD	-0.263286	0.172222	-1.528760	0.1503
UND	-0.264347	0.212835	-1.242030	0.2362
SOL	-0.293191	0.152969	-1.916670	0.0775
LEV	-0.206965	0.350669	-0.590200	0.5652
BNS	0.939515	0.254610	3.690021	0.0027
LNGP	-0.034981	0.083268	-0.420097	0.6813
LNAGE	-0.361440	0.121907	-2.964881	0.0110
<hr/>				
R-squared	0.670670	Mean dependent var	0.272174	
Adjusted R-squared	0.442671	S.D. dependent var	0.337005	
S.E. of regression	0.251589	Akaike info criterion	0.376982	
Sum squared resid	0.822862	Schwarz criterion	0.870675	
Log likelihood	5.664711	Hannan-Quinn criter.	0.501144	
F-statistic	2.941558	Durbin-Watson stat	1.799879	
Prob(F-statistic)	0.038144			

Sumber: hasil pengolahan data *Eviews 6*, 2011