



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**TABULASI SILANG *INITIAL RETURN* IPO SAHAM  
DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI) BERDASARKAN  
PENERBITAN WARAN, STATUS PENJAMIN EMISI,  
JUMLAH SAHAM DAN SEKTOR INDUSTRI  
PERIODE 1995 - 2010**

**TESIS**

**MOHAMMAD GEMPUR  
0806433275**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
JULI 2010**



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**TABULASI SILANG *INITIAL RETURN* IPO SAHAM  
DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI) BERDASARKAN  
PENERBITAN WARAN, STATUS PENJAMIN EMISI,  
JUMLAH SAHAM DAN SEKTOR INDUSTRI  
PERIODE 1995 - 2010**

**TESIS**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk mencapai gelar  
Magister Manajemen**

**MOHAMMAD GEMPUR  
0806433275**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
KEKHUSUSAN PASAR MODAL  
JAKARTA  
JULI 2010**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,  
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk  
telah saya nyatakan dengan benar**

**Nama : MOHAMMAD GEMPUR**

**NPM : 0806433275**

**Tanda tangan :**

**Tanggal : Juli 2010**

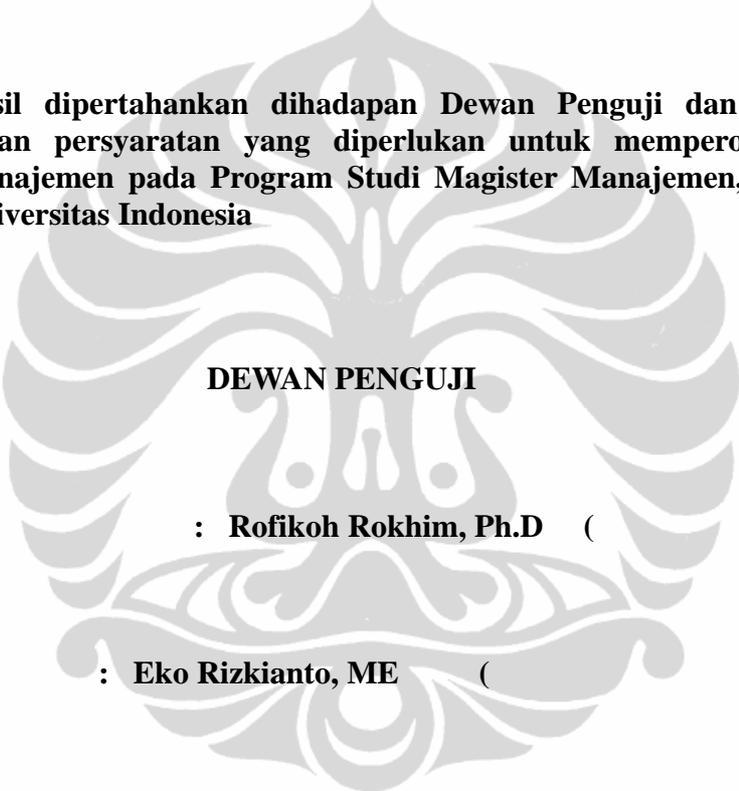


## HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :  
Nama : MOHAMMAD GEMPUR

NPM : 08 06 43 327 5  
Program Studi : **MAGISTER MANAJEMEN**  
Judul Tesis : **TABULASI SILANG *INITIAL RETURN***  
**BERDASARKAN PENERBITAN WARAN,**  
**STATUS PENJAMIN EMISI, JUMLAH**  
**SAHAM DAN SEKTOR INDUSTRI DI**  
**BURSA EFEK INDONESIA (BEI) TAHUN**  
**1995 - 2010**

Telah berhasil dipertahankan dihadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia



**DEWAN PENGUJI**

**Pembimbing** : **Rofikoh Rokhim, Ph.D** ( )

**Penguji** : **Eko Rizkianto, ME** ( )

**Ketua Penguji** : **Dr. Irwan Adi Ekaputra** ( )

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : Juli 2010

## KATA PENGANTAR

*Allahu Akbar, Alhamdulillah*, Segala puji dan syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT atas rahmat dan kurnia NYA yang dilimpahkan kepada penulis, sehingga tesis ini dapat diselesaikan. Tesis ini disusun untuk memenuhi sebagian dari syarat-syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen di Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Selanjutnya penulis menyampaikan penghargaan dan terima kasih yang setinggi-tingginya kepada;

1. Bapak Prof. Rhenald Kasali Ph.D, selaku Ketua Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
2. Ibu Rofikoh Rokhim, SE, SIP, MSPF, M.Phil, Ph.D. yang bertindak sebagai Pembimbing
3. Bapak Prof. I Gusti Ngurah Agung yang memberikan masukan untuk menggunakan metode *cell mean model* dan pengetahuan baru yang sangat berharga bagi penulis.
4. Istri tercinta, sahabat dan sekaligus teman kuliah Christoveny dan *my son and daughter*, Faiz dan Naura yang telah memberikan celoteh segar, kelucuan yang tiada henti telah memberikan semangat untuk menyelesaikan tesis ini.
5. Papa dan Mama serta saudara-saudaraku yang tidak kenal lelah mendoakan dan memberikan dukungan moril kepada Penulis.
6. Karyawan dan karyawan MMUI, khususnya dibagian Adpen, Perpustakaan, Labkom dan *Security* atas segala bantuan yang telah diberikan.
7. Rekan-rekan mahasiswa PMR 2008 atas persahabatan, kekompakan, dan senda gurauanya selama kuliah.

Penulis menyadari bahwa tesis ini jauh dari sempurna. Untuk itu saran-saran dan masukan-masukan guna perbaikan tesis ini sangat penulis harapkan. Akhir kata semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi berbagai pihak yang membutuhkan.

Jakarta, Juli 2010

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,  
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk  
telah saya nyatakan dengan benar**

**Nama : MOHAMMAD GEMPUR**

**NPM : 0806433275**

**Tanda tangan :**

**Tanggal : Juli 2010**

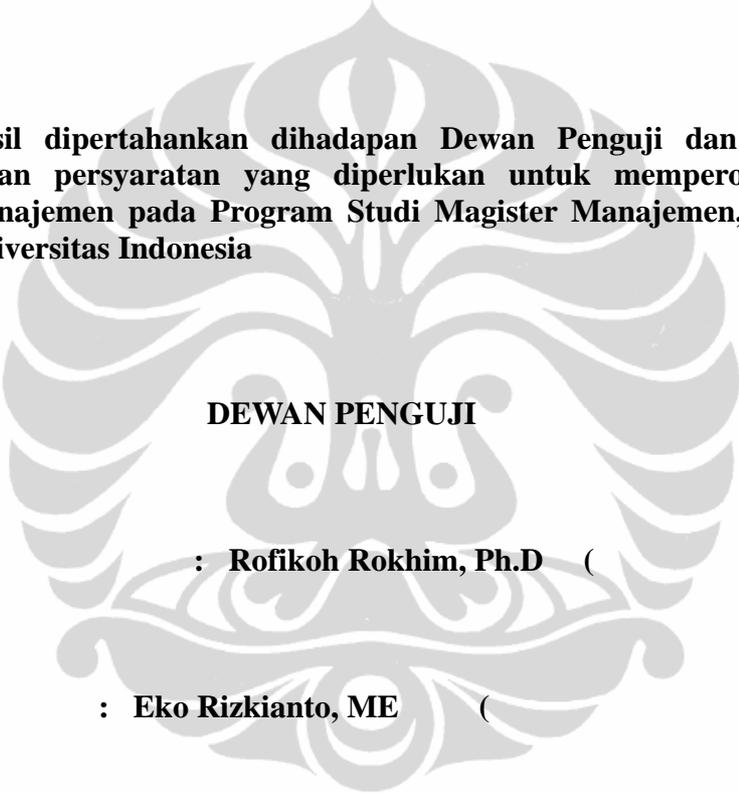


## HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :  
Nama : MOHAMMAD GEMPUR

NPM : 08 06 43 327 5  
Program Studi : **MAGISTER MANAJEMEN**  
Judul Tesis : **TABULASI SILANG *INITIAL RETURN* IPO  
SAHAM DI BURSA EFEK INDONESIA  
(BEI) BERDASARKAN PENERBITAN  
WARAN, STATUS PENJAMIN EMISI,  
JUMLAH SAHAM DAN SEKTOR  
INDUSTRI PERIODE 1995 - 2010**

Telah berhasil dipertahankan dihadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia



**DEWAN PENGUJI**

**Pembimbing** : **Rofikoh Rokhim, Ph.D** ( )

**Penguji** : **Eko Rizkianto, ME** ( )

**Ketua Penguji** : **Dr. Irwan Adi Ekaputra** ( )

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : Juli 2010

## KATA PENGANTAR

*Allahu Akbar, Alhamdulillah*, Segala puji dan syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT atas rahmat dan karunia-Nya yang dilimpahkan kepada penulis, sehingga tesis ini dapat diselesaikan. Tesis ini disusun untuk memenuhi sebagian dari syarat-syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen di Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Selanjutnya penulis menyampaikan penghargaan dan terima kasih yang setinggi-tingginya kepada;

1. Bapak Prof. Rhenald Kasali Ph.D, selaku Ketua Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
2. Ibu Rofikoh Rokhim, SE, SIP, MSPF, M.Phil, Ph.D. yang bertindak sebagai Pembimbing
3. Bapak Prof. I Gusti Ngurah Agung yang memberikan masukan untuk menggunakan metode *cell mean model* dan pengetahuan baru yang sangat berharga bagi penulis.
4. Istri tercinta, sahabat dan sekaligus teman kuliah Christoveny dan *my son and daughter*, Faiz dan Naura yang telah memberikan celoteh segar, kelucuan yang tiada henti telah memberikan semangat untuk menyelesaikan tesis ini.
5. Papa dan Mama serta saudara-saudaraku yang tidak kenal lelah mendoakan dan memberikan dukungan moril kepada Penulis.
6. Karyawan dan karyawan MMUI, khususnya dibagian Adpen, Perpustakaan, Labkom dan *Security* atas segala bantuan yang telah diberikan.
7. Rekan-rekan mahasiswa PMR 2008 atas persahabatan, kekompakan, dan senda gurauanya selama kuliah.

Penulis menyadari bahwa tesis ini jauh dari sempurna. Untuk itu saran-saran dan masukan-masukan guna perbaikan tesis ini sangat penulis harapkan. Akhir kata semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi berbagai pihak yang membutuhkan.

Jakarta, Juli 2010



## HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan dibawah ini :

Nama : MOHAMMAD GEMPUR  
NPM : 0806433275  
Program Studi : Magister Manajemen  
Departemen : Manajemen  
Fakultas : Ekonomi  
Jenis Karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul :

Tabulasi Silang *Initial Return* Berdasarkan Penerbitan Waran, Status Penjamin Emisi, Jumlah Saham dan Sektor Industri di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 1995 - 2010

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat dan mempublikasikan karya ilmiah saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal : Juli 2010

Yang menyatakan

(MOHAMMAD GEMPUR)

## ABSTRAK

Nama : Mohammad Gempur  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul : Tabulasi Silang *Initial Return* IPO Saham di di Bursa  
Efek Indonesia (BEI) Berdasarkan Penerbitan Waran,  
Status Penjamin Emisi, Jumlah Saham dan Sektor  
Industri Periode 1995 - 2010

Fenomena harga IPO yang *undervalue* terjadi diseluruh Bursa di dunia, begitu juga dengan Bursa Efek Indonesia (BEI). Dari 234 emiten yang melakukan IPO dari tahun 1995 – Mei 2010, kinerja harga saham pada penutupan perdagangan hari pertama adalah; 83,8% harganya *undervalue*, 11,1% *overvalue* dan 5,1% tetap. Berbagai penelitian dan teori telah muncul, namun belum ada yang meneliti faktor Waran, Penjamin Emisi, Jumlah Saham dan Sektor Industri dengan menggunakan metode *Cell Mean Model*. Penelitian ini membangun model persamaan (*cell mean model*) untuk melihat pengaruh Waran, Penjamin Emisi, Jumlah Saham dan Sektor Industri baik secara bersama-sama maupun dengan berbagai kondisi masing-masing variabel terhadap *initial return* harga saham IPO, apakah berpengaruh signifikan atau tidak dengan berbagai kombinasi kondisi masing-masing faktor.

Kata Kunci : *Underpricing, Initial Public Offering (IPO), Saham Perdana, Initial Return, Cell Mean Model*

## ABSTRACT

Name : Mohammad Gempur  
Study Programe : Magister Management  
Title : The Crosstab Initial Return base of IPO Stocks in  
Indonesia Stock Exchange (IDX) on Warrant,  
Underwriter Status, Stock Number and Industry Sector  
from 1995 -2010

Undervalued IPO has become widespread phenomena in all stock market around the world including in Indonesia Stock Exchange (IDX). According to IPO data of 234 issuers from 1995 to Mei 2010, 83,8% of issuers price were undervalued, 11,1% issuer were overvalued and the remains at 5,1% were stable. Many researches and new theories have come up, unfortunately no study about the relation of warrant, underwriter, number of stocks and industry sector with cell mean model. This research explores the cell mean model to figure out the trend effect of warrant, underwriter, number of stocks and industry sector in simultaneously or individually to IPO initial return whether it has significant influence or not in various condition of each variable.

Key Words : Underpricing, Initial Public Offering (IPO), Initial Return, Cell Mean Model

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL .....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS .....	ii
LEMBAR PENGESAHAN .....	iii
KATA PENGANTAR .....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH .....	v
ABSTRAK .....	vi
DAFTAR ISI .....	viii
DAFTAR TABEL .....	x
DAFTAR GAMBAR .....	xi
DAFTAR RUMUS.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN .....	
BAB 1 PENDAHULUAN .....	1
1.1. Latar Belakang Masalah .....	1
1.2. Pembatasan dan Rumusan Masalah .....	5
1.2.1. Pembatasan Masalah.....	6
1.2.2. Rumusan Masalah.....	6
1.3. Tujuan Penulisan .....	7
1.4. Sistematika Penulisan .....	7
BAB II TINJAUAN LITERATUR .....	9
2.1. Prosedur IPO di Indonesia .....	9
2.2. Teori Penyebab <i>Underpricing</i> .....	11
2.3. Hasil Penelitian Empiris .....	13
2.3.1. Hasil Penelitian <i>Underpricing</i> Saham Perdana di Luar Negeri....	17
2.3.2. Hasil Penelitian <i>Underpricing</i> Saham Perdana di Indonesia.....	18
BAB III METODOLOGI PENELITIAN .....	29
3.1. Pengumpulan dan Pengolahan Data .....	31
3.2. Definisi Variabel .....	32
3.2.1. Variabel Terikat .....	33
3.1.2. Variabel Bebas .....	33
3.3. Hipotesa Penelitian .....	34
3.4. Metode Analisis.....	34
3.4.1. Analisis Deskriptif .....	35
3.4.2. Analisis Inferensial.....	36
BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN .....	44
4.1. Pembuktian <i>Underpricing</i> Pada Penawaran Saham Perdana .....	44
4.2. Analisis Deskriptif .....	45
4.3. Analisis Inferensial .....	56
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN .....	92
5.1. Kesimpulan .....	92
5.2. Saran .....	93
DAFTAR REFERENSI .....	96

## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1. Rata-Rata <i>Underpricing</i> di Beberapa Negara .....	20
Tabel 3.1. Variabel Terikat yang digunakan .....	27
Tabel 3.2. Variabel Bebas yang digunakan .....	30
Tabel 4.1. Hasil One Sample Statistics .....	44
Tabel 4.2. Hasil One Sample Test .....	44
Tabel 4.3. Deskripsi Statistik .....	45
Tabel 4.4. Frekuensi <i>Return</i> .....	48
Tabel 4.5. Frekuensi Waran .....	51
Tabel 4.6. Frekuensi <i>Underwriter</i> .....	51
Tabel 4.7. Frekuensi Kategori Jumlah Saham .....	52
Tabel 4.8. Frekuensi Sektor Industri .....	52
Tabel 4.9. Tabulasi Silang Kategori <i>Return</i> dengan Waran .....	53
Tabel 4.10. Rangkuman Imbal hasil nol dan negatif.....	53
Tabel 4.11. Tabulasi Silang Kategori <i>Return</i> dengan Penjamin Emisi .....	54
Tabel 4.12. Penjamin Emisi Patungan yang memberikan imbal hasil negatif.....	55
Tabel 4.13. Penjamin Emisi Lokal yang memberikan imbal hasil negatif .....	55
Tabel 4.14. Tabulasi Silang Sektor Industri dengan <i>Return</i> .....	56
Tabel 4.15. Tabulasi Silang Ordinal 3 Saham dengan <i>Return</i> .....	57
Tabel 4.16. Tabel Saham yang memberikan <i>return</i> tertinggi pada hipotesis 1.....	64
Tabel 4.17. Rangkuman hasil pengujian hipotesis berdasarkan model 3.....	76
Tabel 4.18. Rangkuman hasil pengujian hipotesis berdasarkan model 4.....	90

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1. Kerangka Analisis Model 1.....	32
Gambar 3.2. Kerangka Analisis Model 2.....	34
Gambar 3.3. Kerangka Analisis Model 3.....	36
Gambar 3.4. Kerangka Analisis Model 4.....	39
Gambar 4.1. Histogram <i>Return</i> .....	47
Gambar 4.2. Histogram Kategori Jumlah Saham.....	52
....	



## DAFTAR RUMUS

Rumus (3.1) Rumus <i>Return</i> .....	27
.....	



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Daftar Emiten IPO 1995 - 2010



## BAB 1

### PENDAHULUAN

#### 1.1. Latar Belakang

Perusahaan publik didefinisikan sebagai perseroan yang sahamnya telah dimiliki sekurang-kurangnya oleh 300 pemegang saham dan memiliki modal disetor sekurang-kurangnya Rp. 3 milyar atau suatu jumlah pemegang saham dan modal disetor yang ditetapkan Peraturan Pemerintah. Sementara itu, penawaran umum perdana (*Initial Public Offering - IPO*) atau *go public* merupakan salah satu alternatif sumber pendanaan melalui peningkatan ekuitas perusahaan dengan cara menawarkan saham kepada masyarakat. Undang-undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal mendefinisikan penawaran umum sebagai kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur dalam undang-undang dan peraturan pelaksanaannya. Adapun yang dimaksud sebagai efek adalah surat berharga yaitu surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti hutang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek dan setiap derivatif dari efek.

Seluruh informasi mengenai perusahaan harus disampaikan kepada Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) dan berbagai dokumen perusahaan akan diperiksa untuk mendapatkan pernyataan efektif dari Bapepam. Pernyataan efektif dari Bapepam merupakan persyaratan utama untuk melakukan *go public*. Selain pernyataan efektif dari Bapepam, perusahaan yang bermaksud mencatatkan sahamnya di Bursa Efek harus memenuhi persyaratan-persyaratan yang ditetapkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI).

1

Investor, penjamin emisi, BEI dan (calon) emiten itu sendiri merupakan pihak-pihak terkait dan punya kepentingan langsung dengan adanya IPO. Penetapan harga saham perdana pada IPO atau saat *go public* tidaklah mudah, karena tidak ada harga pasar

sebelumnya yang dapat diobservasi untuk dipakai sebagai penetapan penawaran. Selain itu kebanyakan dari perusahaan yang akan *go public* mempunyai sedikit bahkan tidak ada pengalaman terhadap penetapan harga ini.

Perhatian paling banyak diberikan pada penetapan harga IPO, hal ini adalah wajar mengingat dari penetapan harga IPO akan menentukan sukses tidaknya IPO tersebut. IPO bisa dikatakan sukses jika sahamnya diminati investor (*oversubscribe*). Penetapan harga jual suatu saham IPO terbentuk setelah tercapai kompromi antara emiten, penjamin emisi dan pihak investor melalui *book building*. Emiten akan berusaha menjual sahamnya dengan harga yang setinggi-tingginya, dilain pihak penjamin emisi sebagai pihak yang memberikan jasa untuk menjual saham, berusaha agar seluruh saham tersebut terjual, sehingga mereka akan berusaha menurunkan harga dengan meminta diskon kepada emiten, demikian pula dengan investor sebagai pihak pembeli berusaha untuk membeli saham tersebut dengan harga yang semurah-murahnya.

Perusahaan yang ingin *go public* harus berhubungan dengan penjamin emisi. Di sini terjadi penentuan harga saham yang ditetapkan bersama antara perusahaan (emiten) bersama pihak penjamin. Surat Keputusan (SK) Ketua Bapepam No. Kep 01/PM/1988 pasal 11 menyatakan penjamin emisi ikut berperan dalam penetapan harga saham di pasar perdana.

Dalam praktik perdagangan saham dikenal istilah *underpricing* yaitu adanya selisih positif antara harga saham di pasar sekunder dengan harga saham di pasar perdana atau saat IPO. Selisih harga inilah yang dikenal sebagai *initial return* (IR) atau positif *return* bagi investor. *Underpricing* adalah fenomena yang umum dan sering terjadi di pasar modal manapun saat emiten melakukan IPO.

Penelitian Welch dan Ritter (2002), terhadap perusahaan yang IPO di Amerika Serikat dari tahun 1980-2001, dengan 6.249 sampel, pada penutupan perdagangan hari pertama ditemukan bahwa 70 persen harganya lebih tinggi dari harga penawaran (*underprice*), 14 persen lebih rendah (*overprice*) dan sekitar 16 persen mempunyai

*return* sama dengan nol. Artinya ada *abnormal return* di hari pertama sehingga investor yang membeli saham waktu IPO akan menikmati *abnormal return* tersebut.

Dari data yang penulis kumpulkan untuk periode 1995 – Mei 2010 terdapat 234 emiten baru. Harga saham pada penutupan perdagangan hari pertama adalah sebagai berikut ; 83,8% harganya *undervalue*, 11,1% *overvalue* dan 5,1% *return*-nya tetap.

Kondisi *underprice* ini tidak selalu menguntungkan pihak-pihak terkait, bagi emiten berarti mereka mengorbankan sebagian *return* yang seharusnya didapat. Bagi penjamin emisi yang pendapatannya adalah berdasarkan persentase komisi dari hasil penjualan waktu IPO, maka semakin rendah harga IPO berarti semakin kecil pula pendapatan yang diterimanya, namun dengan semakin rendahnya harga saham akan semakin besar kemungkinan saham tersebut laku terjual. Sedangkan bagi investor sendiri bisa terjebak dengan paradigma bahwa harga saham waktu IPO pasti *underprice*, padahal dari data di atas terlihat tidak semua harga saham IPO *underprice*, ada saham yang *overprice* maupun tetap harganya (*return* nol) sehingga bila investor membeli saham ini bisa rugi (*loss*).

Penawaran saham perdana dapat dibuat dengan dua metode: “*Best Effort*” atau “*Full Commitment*”. Pada kontrak “*Best Effort*”, perusahaan dan penjamin emisi bernegosiasi dalam harga perdana. Penjamin emisi akan melaksanakan penjualan efek dengan sebaik-baiknya untuk mendapatkan dana bagi perusahaan. Penjamin emisi biasanya menerima persentase tertentu dari dana yang didapatkan sebagai *fee* (komisi). Jika tidak ada permintaan pada harga perdana ini, maka penawaran ditarik kembali dari pasar dan perusahaan tidak mendapatkan apapun dari pasar. Jadi pada kontrak “*Best Effort*” ini, risiko yang lebih besar berada pada perusahaan dibanding penjamin emisi. Pada kontrak “*Full Commitment*”, penjamin emisi menjamin kepada perusahaan jumlah dana yang dibutuhkan. Akibatnya, penjamin emisi akan membeli seluruh efek yang akan dikeluarkan pada harga yang disetujui dan bertanggung jawab menjualnya. Pada situasi ini penjamin emisi akan mengurangi harga perdana agar saham yang ditawarkan terjual semua tetapi jumlah dana yang dibutuhkan perusahaan tidak akan berkurang karena komitmen dari *issuer*. Oleh

sebab itu, sangatlah penting bagi penjamin emisi menetapkan harga yang tepat (Ritter, 1987),

Setiap pelaksanaan penawaran perdana suatu saham maka penjamin emisi efek atas saham yang akan dilepas tersebut akan mengeluarkan harga penawaran perdana atas saham yang akan diterbitkan tersebut. Dengan adanya kewajiban bagi penjamin emisi untuk menjamin terjualnya jumlah saham yang akan ditawarkan, terutama jika memberikan jaminan “*Full Commitment*”, maka penjamin emisi harus berhati-hati dalam menetapkan harga penawaran perdana saham IPO tersebut.

Pemberian *underpricing* terhadap saham perdana yang ditawarkan akan menarik minat para investor untuk membeli saham yang ditawarkan. Dengan banyaknya investor yang berminat dalam membeli saham perdana tersebut, maka diharapkan dari jumlah saham yang ditawarkan dapat diserap seluruhnya oleh pasar. Bagi pihak penjamin emisi, terutama yang memberikan “*Full Commitment*” kepada emiten yang menawarkan saham perdana, penyerapan seluruh saham oleh pasar menjadikan pihak penjamin emisi tidak perlu membeli saham yang tidak terserap oleh pasar. Namun di sisi lain, emiten mengharapkan tingkat *underpricing* yang diberikan sekecil mungkin, sehingga harga saham perdananya bisa lebih tinggi yang berarti dana yang diperoleh emiten dari penjualan saham perdana menjadi semakin besar.

Menurut Rock (1986) *underpricing* diperlukan untuk mengkompensasi investor yang tidak memiliki informasi (*uninformed investor*) dengan pihak yang memiliki informasi yang lebih banyak. Adanya kelebihan informasi yang dimiliki menyebabkan *informed investor* cenderung menginginkan harga yang *underpriced* untuk mendapatkan *initial return* di pasar sekunder. Di lain pihak, *uninformed investor* karena tidak mempunyai informasi yang cukup, akan berusaha memperoleh saham tanpa melakukan banyak pilihan. Untuk itu agar *uninformed investor* tetap berpartisipasi dalam pasar, maka harga saham harus cukup *underpriced*.

Dalam menentukan *underpricing*, terdapat faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya *underpricing*. Pada penulisan tesis ini, beberapa variabel yang diduga mempengaruhi *underpricing* adalah sebagai berikut :

- Ada atau tidaknya waran (surat sehat) yang menyertai penawaran perdana saham.
- Status perusahaan penjamin emisi, apakah patungan atau lokal.
- Jumlah lembar saham yang ditawarkan pada penawaran perdana saham (kecil, sedang, besar).
- Sektor industri emiten yang melakukan penawaran perdana saham, apakah pada sektor keuangan atau di luar sektor keuangan.

Variabel-variabel dalam penelitian ini pada umumnya sudah pernah diteliti oleh peneliti-peneliti sebelumnya yang membedakannya adalah dari metodologi dalam penelitian ini menggunakan *cell mean model* (model rerata sel). Penelitian ini bersifat analisis deskriptif eksploratif, motivasi penulis yang juga investor di BEI ingin mengeksplorasi apakah variabel-variabel yang diteliti mampu membedakan rerata *initial return* yang dihasilkan.

## **1.2. Pembatasan dan Rumusan Masalah**

### **1.2.1 Pembatasan Masalah**

- a. Data yang dipergunakan untuk analisis adalah perusahaan yang melakukan IPO di BEI dari tahun 1995 sampai dengan bulan Mei 2010.
- b. IPO yang dimaksud disini adalah perusahaan baru pertama kali melakukan IPO, perusahaan yang melakukan *secondary offering*, *right issue* tidak termasuk dalam objek penelitian.
- c. Penelitian dibatasi dari masa emiten melakukan IPO sampai dengan hari pertama saham emiten dicatatkan di BEI.
- d. Harga saham adalah harga yang terjadi pada waktu penutupan (*closing price*) perdagangan.

- e. Waran yang digunakan pada penelitian ini adalah waran yang diberikan cuma-cuma kepada publik yang namanya terdaftar dalam penjatahan saham perdana, waran yang diberikan kepada pegawai maupun manajemen tidak termasuk dalam objek penelitian.
- f. Sektor Industri yang digunakan pada penelitian ini adalah sektor keuangan dan sektor non keuangan.
- g. Jumlah lembar saham yang digunakan pada penelitian ini dibagi menjadi tiga bagian :
  - Jumlah lembar saham kurang dari 100 juta lembar
  - Jumlah saham antara 100 juta sampai 500 juta lembar
  - Jumlah saham lebih dari 500 juta lembar

### 1.2.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan pembatasan masalah di atas maka rumusan masalah yang akan diteliti dalam tesis ini adalah;

- a. Apakah terjadi *underpricing* pada penawaran saham perdana di BEI pada periode Januari 1995 sampai dengan Mei 2010.
- b. Bagaimana perbedaan *initial return* IPO saham berdasarkan waran pada masing-masing kondisi penjamin emisi.
- c. Bagaimana perbedaan *initial return* IPO saham berdasarkan waran pada masing-masing kondisi jumlah saham yang ditawarkan.
- d. Bagaimana perbedaan *initial return* IPO saham berdasarkan waran pada masing-masing kondisi penjamin emisi dan jumlah saham yang ditawarkan.
- e. Bagaimana perbedaan *initial return* IPO saham berdasarkan waran pada masing-masing kondisi penjamin emisi, jumlah saham yang ditawarkan dan sektor industri.

### 1.3. Tujuan Penulisan

Penulisan tesis ini bertujuan untuk :

1. Meneliti apakah terjadi *underpricing* pada penawaran saham perdana di BEI pada periode Januari 1995 sampai dengan Mei 2010.
2. Mempelajari beda *initial return* IPO saham berdasarkan waran pada masing-masing kondisi penjamin emisi.
3. Mempelajari beda *initial return* IPO saham berdasarkan waran pada masing-masing kondisi jumlah saham yang ditawarkan.
4. Mempelajari beda *initial return* IPO saham berdasarkan waran pada masing-masing kondisi penjamin emisi dan jumlah saham yang ditawarkan.
5. Mempelajari beda *initial return* IPO saham berdasarkan waran pada masing-masing kondisi penjamin emisi, jumlah saham yang ditawarkan dan sektor industri.

### 1.5. Sistematika Penulisan

Penulisan tesis ini terbagi menjadi lima bagian, yaitu:

#### Bab 1 Pendahuluan

Berisikan latar belakang pemilihan topik penelitian yang akan dibahas, pembatasan dan rumusan permasalahannya, tujuan penelitian, metode penelitian dan sistematika penulisan tesis.

#### Bab 2 Tinjauan Literatur

Bab ini membahas landasan teori yang berkaitan dengan penulisan tesis, meliputi teori IPO, *underpricing*, hasil penelitian empiris baik di dalam maupun luar negeri.

### Bab 3 Metodologi Penelitian

Berisikan perincian atas data-data yang digunakan dan tahapan yang dilakukan dalam penelitian dengan menggunakan pendekatan *mean cell model* (model rerata sel) untuk membangun masing-masing model dan pada emisi saham baru tahun 1995 sampai dengan tahun 2010.

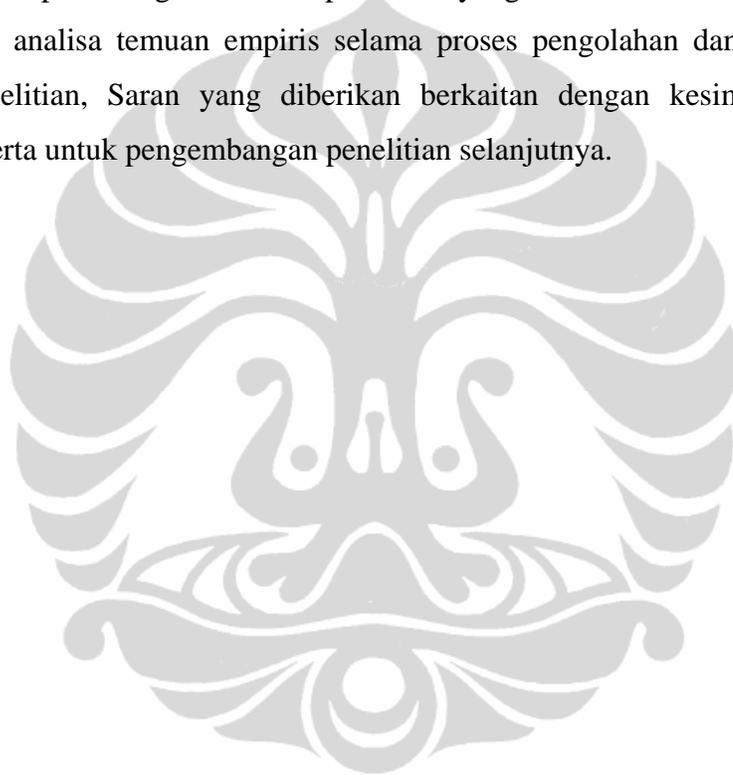


#### Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Bab ini menyajikan pengolahan data sesuai dengan metodologi yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, beserta pembahasan yang berdasarkan landasan teori yang ada.

#### Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Bab ini merupakan bagian terakhir penelitian yang memberikan suatu gambaran dari hasil analisa temuan empiris selama proses pengolahan dan interpretasi hasil penelitian, Saran yang diberikan berkaitan dengan kesimpulan yang didapat serta untuk pengembangan penelitian selanjutnya.



## **BAB 2**

### **TINJAUAN LITERATUR**

#### **2.1. Prosedur IPO di Indonesia**

*Initial Public Offering* (IPO) atau penawaran umum perdana merupakan kegiatan penawaran saham atau efek lainnya yang dilakukan oleh emiten (perusahaan yang akan *go public*) untuk pertama kali menjual saham atau efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur oleh UU Pasar Modal dan Peraturan Pelaksanaannya. Penawaran umum perdana mencakup kegiatan sebagai berikut:

- a. Periode pasar perdana yaitu periode saham atau efek ditawarkan kepada pemodal oleh penjamin emisi melalui para agen penjual yang ditunjuk.
- b. Penjataan saham yaitu kegiatan pengalokasian saham atau efek pesanan para pemodal sesuai dengan jumlah saham atau efek yang tersedia.
- c. Pencatatan efek di Bursa, yaitu periode ketika efek tersebut mulai diperdagangkan di Bursa.

Proses penawaran umum saham dapat dikelompokkan menjadi empat tahapan sebagai berikut:

##### a. Tahap Persiapan

Tahapan ini merupakan tahapan awal dalam rangka mempersiapkan segala sesuatu yang berkaitan dengan proses Penawaran Umum. Pada tahap ini perusahaan yang akan menerbitkan saham terlebih dahulu melakukan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) untuk meminta persetujuan para pemegang saham dalam rangka penawaran umum saham. Setelah mendapat persetujuan, selanjutnya emiten melakukan penunjukan penjamin emisi serta lembaga dan profesi penunjang pasar yaitu:

9

Penjamin emisi (*underwriter*) merupakan pihak yang paling banyak keterlibatannya dalam membantu emiten dalam rangka penerbitan saham, Kegiatan yang dilakukan

penjamin emisi antara lain: menyiapkan berbagai dokumen, membantu menyiapkan prospektus, dan memberikan penjaminan atas penerbitan.

- Akuntan Publik (Auditor Independen), Bertugas melakukan audit atau pemeriksaan atas laporan keuangan calon emiten.
- Penilai untuk melakukan penilaian terhadap aktiva tetap perusahaan dan menentukan nilai wajar dari aktiva tetap tersebut.
- Konsultan Hukum untuk memberikan pendapat dari segi hukum (*legal opinion*).
- Notaris untuk membuat akta-akta perubahan anggaran dasar, akta perjanjian-perjanjian dalam rangka penawaran umum dan juga notulen-notulen rapat.

#### b, Tahap Pengajuan Pernyataan Pendaftaran

Pada tahap ini, dilengkapi dengan dokumen-dokumen pendukung calon emiten menyampaikan pendaftaran kepada BAPEPAM-LK hingga BAPEPAM-LK menyatakan pernyataan pendaftaran menjadi efektif.

#### c. Tahap Penawaran Saham

Tahapan ini merupakan tahapan utama, karena pada waktu inilah emiten menawarkan saham kepada masyarakat investor. Investor dapat membeli saham tersebut melalui agen-agen penjual yang telah ditunjuk. Masa Penawaran sekurang-kurangnya tiga hari kerja, Perlu diingat pula bahwa tidak seluruh keinginan investor terpenuhi dalam tahapan ini. Misalnya, saham yang dilepas ke pasar perdana sebanyak 100 juta saham sementara yang ingin dibeli seluruh investor berjumlah 150 juta saham. Jika investor tidak mendapatkan saham pada pasar perdana, maka investor tersebut dapat membeli di pasar sekunder yaitu setelah saham dicatatkan di Bursa Efek.

#### d. Tahap Pencatatan saham di Bursa Efek

Setelah selesai penjualan saham di pasar perdana, selanjutnya saham tersebut dicatatkan di BEI.

## 2.2. Teori Penyebab *Underpricing*

Tujuan perusahaan melakukan IPO adalah untuk memperoleh dana tambahan guna mempertahankan laju pertumbuhan perusahaan (*sustain growth*) dan untuk membiayai proyek yang menguntungkan. Banyak temuan yang menunjukkan bahwa perusahaan pada saat IPO menjual sahamnya di bawah harga yang ingin dibayar oleh investor (*underpricing*). Harga saham setelah IPO akan mengalami kenaikan yang sangat tinggi.

Pada umumnya teori yang menjelaskan Harga Penawaran Perdana (IPO) yang *underpriced* didasarkan pada asumsi bahwa terjadi perbedaan informasi antara berbagai pihak terhadap nilai saham yang baru tersebut. Salah satu dari teori tersebut menganggap bahwa penjamin emisi secara signifikan mempunyai informasi yang lebih baik daripada *issuer* (Baron & Holmstrom, 1980). Oleh karena penjamin emisi memiliki informasi yang lebih lengkap, penjamin emisi akan mampu meyakinkan *issuer* bahwa harga yang rendah lebih baik jika *issuer* tidak pasti terhadap nilai sahamnya sendiri. Perspektif ini didasarkan pada anggapan bahwa meskipun *issuer* mengetahui lebih banyak karakteristik bisnisnya, tetapi penjamin emisi lebih mengetahui harga pasar sebab penjamin emisi melakukan survei pasar, melakukan investigasi terhadap *issuer*, mendapatkan informasi dari *issuer* dan juga punya pengalaman dalam pengeluaran saham baru (Ibbotson, Sindelar dan Ritter, 1988).

Penjelasan lain dari *underpricing* dikembangkan oleh Rock (1986), yang dikenal sebagai istilah "*Winner's Curse*". Dalam *Winner's Curse*, investor takut bahwa mereka hanya menerima alokasi penuh saham waktu IPO jika mereka secara kebetulan adalah investor yang paling optimis, Investor akan menerima suatu alokasi saham secara penuh dari harga IPO yang *overprice*, tetapi hanya suatu alokasi parsial dari harga IPO yang *underprice*. Agar *breakevent*, investor membutuhkan harga yang *underprice*.

*Winner's Curse* ini menekankan adanya informasi asimetris di antara investor potensial. Menurut pandangan ini, beberapa investor (*informed investor*) mempunyai akses informasi mengetahui berapa sesungguhnya nilai saham yang akan dikeluarkan.

Investor lainnya (*uninformed investor*) tidak mengetahui karena sangat sulit atau mahal untuk mendapatkan informasi tersebut, penjamin emisi diasumsikan tidak mengetahui dengan pasti nilai saham tersebut. Penjamin emisi (sekaligus *issuer*) melakukan kesalahan acak (*random error*) dalam penetapan harga: beberapa saham ditetapkan *overvalued* dan lainnya *undervalued*. Investor yang punya informasi akan membeli saham yang *undervalued* dan menghindari saham yang *overvalued*.

Akibatnya, investor yang tidak punya informasi sulit mendapatkan saham *undervalued*, karenanya akan mendapatkan *return* yang lebih kecil. Karena *issuers* harus terus menerus menarik investor yang tidak mendapatkan informasi seperti investor yang punya informasi, maka rata-rata harga saham baru tersebut harus *underpriced* agar investor yang tidak punya informasi tersebut mendapatkan *return* yang memadai (Rock, 1986).

Selain teori *underpricing* IPO yang berdasarkan informasi asimetris ada juga penjelasan tradisional yang diberikan Ibbotson (1975) antara lain:

- a. Undang-Undang membuat penjamin emisi menetapkan harga perdana di bawah harga yang diharapkan (walaupun pada kenyataannya tidak semua negara secara eksplisit menetapkan ini).
- b. Terjadi kolusi diantara para penjamin emisi dengan menetapkan kondisi *underpriced*, hal yang seharusnya tidak boleh terjadi, untuk mengeksploitasi *issuer* yang tidak berpengalaman dan menyenangkan investor.
- c. Saham yang *underpriced* meninggalkan kesan yang baik terhadap investor sehingga pada waktu berikutnya, saham baru yang dikeluarkan dapat dijual pada harga yang lebih menarik.
- d. "Full Commitment" membuat penjamin emisi mencoba mengurangi risiko dengan cara *underpriced* saham perdana untuk mengkompensasinya. Pada situasi ini, investor jelas akan mendapat keuntungan dan mau membeli saham tersebut untuk mendapatkan keuntungan.

e. Proses penjaminan emisi biasanya memasukkan unsur *underpricing* dalam IPO, kondisi ini terjadi karena kebiasaan/tradisi atau berdasarkan perjanjian yang disepakati antara *issuer* dan penjamin emisi.

f. Perusahaan yang mengeluarkan saham (*issuer*) dan penjamin emisi menganggap bahwa *underpricing* merupakan bentuk jaminan terhadap tuntutan hukum, *SEC Act of 1993* memberlakukan *Civil Liability Act* pada situasi atau kasus misinformasi yang dilakukan *issuer* dan penjamin emisi.

Dari berbagai penjelasan di atas tentang *underpricing* dari penawaran saham perdana (IPO), tidak satu pun yang secara sendiri-sendiri mampu menjelaskan secara memuaskan mengenai kondisi *underpricing* IPO. Pertanyaan selanjutnya, kenapa pada pasar yang kompetitif di mana terdapat alasan yang logis yang dapat dipercaya bahwa kebanyakan saham dinilai secara fair, juga masih ada penetapan IPO yang *underpricing*. Teori yang meyakinkan secara sempurna yang akan mampu menjelaskannya (Ibbotson, Sindelar dan Ritter, 1988).

Teori yang lainnya dalam menjelaskan *underpricing* IPO adalah sebagai *Signaling Equilibrium Phenomenom* seperti yang diungkapkan oleh Allen dan Faulhaber (1989), Grinbaltt dan Hwang (1989) dan Welch (1989). Dasar fundamental dari teori ini adalah perusahaan yang baik atau bagus dapat memberikan *signal* (tanda) tentang tipe atau kondisi perusahaannya dengan melakukan penetapan IPO yang *underpricing*. Sementara perusahaan yang jelek atau buruk tidak mau melakukan *underpricing* karena tidak bisa menutupi kerugian akibat *underpricing*. Motivasi dari pengiriman signal lewat *underpricing* adalah asumsi bahwa keuntungan masa datang dari *underpricing* IPO lebih besar dari kerugiannya.

Di Amerika Serikat, diantara 1,922 IPO selama periode tahun 1975 hingga 30 Juni 1985, hanya 600 IPO (31%) memiliki kinerja yang lebih baik dari indeks Standard & Poor 500 (Stern dan Bornstein, 1985). Dengan menggunakan data tahun 1975-1984, Ritter (1991) menemukan bahwa pada pasar sekunder, saham IPO berkinerja jelek selama kurang lebih tiga tahun. Penelitian yang lebih baru, bahkan menemukan kinerja jangka panjang yang jelek tersebut lebih panjang menjadi lima tahun sesudah

tanggal penawaran (Loughran dan Ritter,1995). Kinerja jangka panjang yang jelek ini juga ditemukan di Finlandia (Keloharju, 1993), di Inggris (Levis, 1993), di Brazil, Chile dan Mexico (Aggarwal,et al,1993). Dalam penelitian yang dilakukan di Jepang oleh Hwang dan Jayaram (1992), tidak ditemui kinerja jangka panjang yang jelek bagi IPO. Hal ini mungkin terjadi karena data yang digunakan antara 1980 sampai 1989, Pada saat itu, pasar dalam kondisi “*Bull*”, padahal setelah akhir 1989, bursa saham di Jepang mengalami penurunan drastis (Sembel, 1996).

Hasil dari *underpricing* menyebabkan *initial return* (IR) yang positif dalam jangka pendek) dan kinerja jangka panjang yang jelek, menyebabkan *Cummulative Abnormal Return* (CAR) dari saham IPO membentuk pola naik-turun. Hal ini menunjukkan bahwa harga yang terjadi pada saat di awal pasar sekunder bukanlah harga yang wajar. Dalam jangka panjang, IR positif yang diperoleh pada *underpricing*, ditiadakan karena kerugian yang dialami dalam jangka panjang (Sembel,1996).

Saham “*Hot*” didefinisikan sebagai saham dengan *initial return* (IR) di atas rata-rata. Pasar saham IPO “*Hot*” terjadi bila *initial return* (IR) saham baru secara rata-rata sangat tinggi untuk jangka waktu yang panjang, Ibbotson dan Jaffe (1975) dan Ritter (1984) menemukan bahwa tingkat *underpricing* IR bervariasi dari periode satu ke periode lainnya dan membentuk siklus IR yang tinggi (*Hot*) dan rendah (*Cold*). Tingkat *underpricing* juga bervariasi dari satu sektor ke sektor lainnya. Siklus ini juga dapat dilihat pada volume IPO (Sembel, 1996).

Menjelaskan siklus saham-saham “*Hot*” dan “*Cold*” secara tidak langsung berhubungan dengan penjelasan IR positif. Sebagai contoh, Ritter (1984) mencoba menggunakan model *Winner’s Curse* dari Rock sebagai dasar pengembangan hipotesis perubahan komposisi risiko (*changing risk composition*). Dalam hal ini model Rock menyatakan bahwa ada hubungan positif antara *uncertainty* dan *underpricing*, hipotesis Ritter ini memprediksi bahwa pasar IPO selama periode “*Hot*” terdiri dari perusahaan yang berisiko tinggi. Tetapi ternyata Ritter tidak

menemukan bukti yang menyakinkan untuk mendukung hipotesisnya karena hubungan antara risiko dan IR bukanlah linear dan stasioner.

Menurut Ross, Westerfield dan Jaffe (2005), dalam penawaran saham kepada publik, pasti melibatkan penjamin emisi yang akan membantu perusahaan. Terdapat dua metode bagi penjamin emisi dalam membantu calon emiten tersebut dalam melakukan penerbitan saham yaitu :

*a. Full Commitment*

Dalam metode ini, penjamin emisi menjamin risiko tidak terjualnya saham yang ditawarkan kepada publik. Untuk meminimalkan risiko tersebut, penjamin emisi biasanya membentuk sindikasi sehingga risiko terbagi dengan penjamin emisi lain dan juga terbantu dalam menjual saham.

Metode *Full Commitment* ini sebenarnya adalah perjanjian jual beli dengan *fee* yang diberikan merupakan *spread*. Emiten akan menerima seluruh jumlah *proceeds* dikurangi *spread* dan seluruh risiko berpindah kepada penjamin emisi. Namun demikian, karena harga penawaran belum ditentukan hingga penjamin emisi meneliti bagaimana penerimaan pasar atas penerbitan saham emiten, maka risiko tidak terjualnya saham emiten biasanya jarang terjadi.

*b. Best Efforts*

Penjamin emisi menghadapi risiko jika menggunakan metode *Full Commitment* karena membeli seluruh saham. Dengan demikian untuk menghindari risiko tersebut, sindikasi menggunakan metode *Best Efforts* karena penjamin emisi tidak perlu membeli saham. Penjamin emisi hanya bertindak sebagai agen yang menerima komisi untuk setiap saham yang terjual. Sindikasi akan menjual saham tersebut dengan harga penawaran yang disepakati. Jika saham tidak terjual pada harga penawaran, biasanya saham tersebut akan ditarik kembali.

Penentuan harga penawaran yang tepat merupakan hal yang sulit dilakukan oleh penjamin emisi pada saat IPO. Perusahaan menghadapi risiko jika harga yang ditawarkan terlalu tinggi atau terlalu rendah. Jika harganya terlalu tinggi, terdapat risiko IPO-nya tidak sukses dan tidak menarik. Sedangkan jika harganya terlalu rendah maka pemegang saham yang eksis akan mengalami *opportunity loss* (Ross, Westerfield dan Jaffe, 2005).

Menurut Ross, Westerfield dan Jaffe (2005), menerbitkan surat berharga kepada masyarakat akan menimbulkan biaya dan biaya tersebut akan berbeda untuk masing-masing metode yang digunakan. Biaya-biaya tersebut dapat dikategorikan menjadi enam kategori yaitu :

- a. *Spread* atau *underwriting discount*, dimana *spread* merupakan selisih antara harga saham yang diterima dengan harga yang ditawarkan kepada masyarakat.
- b. *Others direct expense*; yaitu biaya-biaya yang ditimbulkan pada saat penerbitan saham diluar biaya penjamin emisi seperti biaya administrasi, biaya legal dan pajak yang kesemuanya terdapat di dalam prospektus.
- c. *Indirect expense*, yaitu biaya-biaya yang tidak dimasukkan dalam prospektus, termasuk *fee* manajemen.
- d. *Abnormal returns*, dimana terjadinya penurunan harga saham setelah pencatatan saham di bursa akan melindungi pemegang saham baru dari harga saham yang *overpriced*.
- e. *Underpricing*, dimana pada saat dilakukan penawaran perdana saham, harga saham biasanya meningkat setelah tanggal penerbitan sehingga merupakan biaya bagi perusahaan karena sahamnya dijual di bawah harga setelah penerbitan.
- f. *Green shoe option*, merupakan opsi yang diberikan kepada penjamin emisi untuk bisa membeli tambahan saham dengan harga penawaran awal untuk menutupi kelebihan pesanan, Hal ini menjadi biaya bagi perusahaan karena opsi tersebut biasanya digunakan oleh penjamin emisi hanya bila harga penawaran awal di bawah harga pasar.

### 2.3. Hasil Penelitian Empiris

#### 2.3.1. Hasil Penelitian *Underpricing* Saham Perdana Di Luar Negeri

Kecenderungan *underpricing* terjadi hampir di setiap negara, yang membedakan hanyalah berapa besar tingkat *underpricing* itu. Berikut ini beberapa peneliti dari luar negeri yang pernah menguji fenomena *underpricing* yaitu Bavers et al, (1988) dengan menggunakan sampel sebanyak 1182 perusahaan yang melakukan IPO selama 1981 – 1985 di NYSE, menemukan bahwa auditor dan penjamin emisi yang bereputasi berkecenderungan pengaruh negatif terhadap *return*. Kedua variabel bebas itu merupakan faktor pengurang ketidakpastian dan mengurangi tingkat *underpricing*.

Carter & Manaster (1990) melakukan riset dengan menggunakan sampel sebanyak 501 perusahaan yang melakukan IPO dalam kurun waktu 1 Januari 1979 – 17 Agustus 1983, menemukan bahwa reputasi penjamin emisi, jumlah nilai penawaran saham, umur perusahaan, berkecenderungan pengaruh negatif signifikan terhadap *initial return*.

Kim et al, (1993) menguji variabel keuangan *financial leverage*, ROA, dan *proceeds* untuk investasi, serta variabel *signaling* kualitas penjamin emisi, retensi kepemilikan dan ukuran penawaran. Hasil penelitiannya menunjukkan variabel *financial leverage* berkorelasi positif dengan *initial return*, variabel ROA berkorelasi negatif dengan *initial return*. Sedangkan *proceeds* untuk investasi tidak signifikan terhadap *initial return*. Untuk variabel *signaling*, hanya reputasi penjamin emisi yang signifikan terhadap *initial return*.

Kim et al, (1995) melakukan penelitian dengan tujuan menyelidiki peranan variabel-variabel keuangan yang diungkapkan dalam prospektus dalam menentukan harga pasar saham perusahaan-perusahaan Korea yang melakukan IPO. Variabel-variabel yang diteliti adalah EPS, *proceeds* (jumlah nilai saham yang ditawarkan) dan variabel *dummy* dari tipe penawaran saham.

Michaelly & Shaw (1995), melakukan penelitian dengan menggunakan sampel 1120 perusahaan yang melakukan IPO sepanjang tahun 1984 – 1988, menemukan bahwa

*initial return* dikecenderungan dipengaruhi oleh reputasi auditor, jumlah nilai penawaran saham, reputasi penjamin emisi, dan variabel industri (*dummy*).

Reilly dan Hatfield (1969) menggunakan 53 sampel saham perdana di US, pada periode 1963-1965 untuk meneliti besaran *initial return* yang dihasilkan. Hasil penelitian yang diperoleh adalah rata-rata tingkat pengembalian adalah sebesar 9,50% pada saat hari pertama saham tersebut diperdagangkan. Selain itu, disimpulkan bahwa tingkat pengembalian masih positif selama jangka waktu satu tahun, Penemuan ini berbeda dari hasil penelitian Stoll dan Curley (1995), yaitu sampel yang digunakan adalah sebanyak 643 saham perdana yang diperdagangkan pada tahun 1957, 1958 dan 1963.

Stoll dan Curley (1995) menghitung besaran tingkat *initial return* pada hari pertama perdagangan dan juga tingkat pengembalian dalam jangka panjang (*long-term return*). Dari hasil penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa *initial return* adalah sebesar 42,40%, tapi setelah enam bulan perdagangan *return* yang diperoleh akan negatif.

Dalam artikel “A Study Of Underwriter’s Experience With Unseasoned New Issues” Neuberger dan Hammond (1974) menemukan bahwa ada strategi perbedaan harga yang dilakukan oleh penjamin emisi individual. Dengan menggunakan 48 sampel penjamin emisi dan 816 sampel saham perdana. Neuberger dan Hammond (1974) menemukan bahwa ada perbedaan yang signifikan terhadap besaran tingkat pengembalian untuk jangka waktu satu minggu dan satu bulan. Selain itu, hasil penelitian ini menyimpulkan tingkat pengembalian saham *secondary offering* lebih rendah dibandingkan saham IPO, dan portofolio penjamin emisi yang tidak prestisius memberikan tingkat pengembalian yang lebih besar dibandingkan dengan portofolio penjamin emisi yang prestisius.

Block dan Stanley (1980) meneliti 204 sampel saham IPO yang terjadi dalam kurun waktu 1974-1978. Penelitian ini menyimpulkan, tingkat pengembalian jangka pendek lebih positif untuk penawaran yang dilakukan oleh penjamin emisi yang tidak prestisius.

Penelitian Neuberger dan La Chapelle (1980) yang meneliti apakah ada atau tidak kebijakan perbedaan harga yang dilakukan oleh **tiga kelas penjamin emisi** (prestisius, moderate prestisius, dan tidak prestisius). Dengan menggunakan 118 sampel saham perdana pada tahun 1970-1980 ditemukan bahwa, *excess return* akan semakin besar jika kelas penjamin emisi-nya semakin menurun. Penelitian ini memperkuat hasil penelitian yang dilakukan oleh Neuberger dan Hammond (1974) bahwa portofolio penjamin emisi yang tidak prestisius memberikan tingkat pengembalian yang lebih besar jika dibandingkan dengan portofolio penjamin emisi yang prestisius.

Di tahun 1988 Balvers, Mc Donald dan Miller melakukan penelitian terhadap saham IPO yang dikeluarkan oleh *investment bankers*. Hasil penelitiannya adalah saham IPO yang ditawarkan *investment bankers* yang memiliki reputasi bagus cenderung kurang *underpriced* dibandingkan dengan saham IPO yang ditawarkan oleh *investment bankers* yang memiliki reputasi kurang bagus.

Aggarwal dan Rivoli (1990) dalam artikel mereka yang berjudul “*Fads In The Initial Public Offering Market*” dengan menggunakan 1598 sampel saham perdana pada periode tahun 1977-1987 menunjukkan bahwa *abnormal return* pada saat hari pertama perdagangan cenderung positif dan setelah itu harga saham akan mengalami penurunan. Dari hasil penelitian ini, mereka menyimpulkan bahwa penjualan saham perdana cenderung *overvalued (fads)* pada saat pertama kali diperdagangkan di pasar.

Di tahun 1991 Aggrawal dan Rivoli meneliti besarnya biaya untuk *go-public* berdasarkan type penawaran (*offering type*), yaitu penawaran secara *Full Commitment* atau *Best Efforts*. Sampel yang digunakan adalah sebanyak 1.556 untuk *Full Commitment* sedangkan untuk *Best Efforts* sebanyak 196 sampel. Mereka menemukan biaya total untuk *go-public* secara *Best Efforts* lebih mahal tiga kali jika dibandingkan *go-public* secara *Full Commitment*.

Pada tahun 1996 Drake dan Vetsuypens meneliti 93 saham perdana pada periode 1969-1990 yang dituntut karena *misstatement* berdasarkan UU SEC tahun 1933 atau UU Federal Securities tahun 1934. Hasil penelitiannya adalah terjadi penurunan

harga saham yang drastis setelah tuntutan diajukan, dan *average abnormal return* yang dihasilkan pada saat pertama kali diperdagangkan adalah sebesar 9,18%.

Dalam artikelnya yang berjudul “*The Long Run Performance Of Initial Public Offering*,” Ritter (1991) menggunakan sampel sebanyak 1526 saham perdana dalam kurun waktu 1975-1984. Dengan menggunakan *time frame* selama 36 bulan, Ritter menemukan bahwa tingkat pengembalian yang positif hanya terjadi selama dua bulan pertama perdagangan, dan untuk bulan-bulan selanjutnya tingkat pengembalian akan menjadi negatif.

Liaw, Liu, Wei (2000) menemukan tingkat *underpricing* di Bursa Taiwan sebesar 34,6% untuk penawaran IPO dengan metode penawaran dimana harga saham ditetapkan lebih dulu dan 7,8% untuk penawaran IPO secara lelang. Kutsuna dan Smith (2000) menyatakan bahwa di Jepang tingkat *underpricing* 11,5% untuk IPO yang dilakukan secara lelang lebih rendah jika dibandingkan dengan tingkat *underpricing* IPO dengan *bookbuilding* sebesar 70,81%. Sedangkan di China *underpricing* yang terjadi sangat tinggi sebesar 388% untuk penawaran perdana saham “A”, yaitu saham yang hanya bisa dibeli dan diperdagangkan pada warga negara China. Tabel 2.1 memperlihatkan rata-rata tingkat *underpricing* di beberapa negara.

**Tabel 2.1. Rata-rata *underpricing* di beberapa negara**

<b>Negara</b>	<b>Peneliti</b>	<b>Sampl e</b>	<b>Waktu</b>	<b>IR</b>
Australia	Lee, Taylor & Walter	266	1976-89	11,90%
Brazil	Aggrawal, Leal & Hernandez	62	1979-90	78,50%
China	Datar & Mao	226	1990-96	388%
Finlandia	Keloharju	85	1984-92	9,60%
Hongkong	McGuinness, Zhao & Wu	334	1980-96	15,90%

**Tabel 2.1. (Lanjutan)**

<b>Negara</b>	<b>Peneliti</b>	<b>Sampl</b>	<b>Waktu</b>	<b>IR</b>
---------------	-----------------	--------------	--------------	-----------

		e		
India	Krishnamurti & Kumar	98	1992-93	35,30%
Jerman	Ljungqvist	170	1978-92	10,90%
Korea	Dhatt, Kim & Lim	347	1980-90	78,10%
Malaysia	Isa	132	1980-91	80,30%
Mexico	Aggarwal, Leal & Hernandez	37	1987-90	33%
Singapor				
e	Lee, Taylor & Walter	128	1973-92	31,40%
Taiwan	Chen	168	1971-90	45%
Thailand	Wethyavivorn Koosmith	32	1988-89	58,10%
Turkey	Kiyamaz	138	1990-95	13,60%
UK	Dimson, Levis	2133	1959-90	12%
USA	Ibbotson, Sindelar & Ritter	13308	1960-96	15,80%

Sumber : Jay Ritter, 1998, Initial Public Offerings, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

### 2.3.2 Hasil Penelitian *Underpricing* Saham Perdana Di Indonesia

Hasil penelitian besaran tingkat *underpricing* di Indonesia melaporkan hasil yang sama dengan penelitian yang dilakukan di luar negeri. Trisnawati (1998) melakukan penelitian di BEI dengan mengambil data tahun 1994 – 1995. Ia memfokuskan penelitiannya pada informasi keuangan dan non keuangan pada prospektus terhadap *return* di BEI. Faktor keuangan yang digunakan dalam penelitian adalah profitabilitas perusahaan yang diukur dengan ROA dan *financial leverage*. Sedangkan faktor-faktor non keuangan adalah reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, persentase saham yang ditawarkan, umur emiten. Penelitiannya berhasil membuktikan bahwa umur perusahaan mempengaruhi *initial return* secara signifikan dan berkorelasi positif. Tapi ia tidak berhasil membuktikan hipotesisnya yang menyatakan bahwa ada hubungan antara reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, persentase saham, ROA, *financial leverage* dengan *initial return* secara signifikan.

Rufnialfian (1999), meneliti kecenderungan pengaruh reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, besaran perusahaan, profitabilitas perusahaan terhadap tingkat *underpricing* IPO di BEI. Ia menemukan bahwa variabel-variabel tersebut secara

bersama-sama berkecenderungan pengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Dari keempat variabel itu, hanya besaran perusahaan yang mempunyai arah positif terhadap *underpricing*. Berarti semakin besar suatu perusahaan maka *underpricing* yang ditunjukkan dengan adanya *initial return* juga menjadi besar. Secara teori seharusnya perusahaan besar memiliki tingkat ketidakpastian yang rendah sehingga investor dapat memperkirakan risiko investasinya.

Berdasarkan data tahun 1990 - 1997 di BEI ditemukan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara reputasi penjamin emisi dengan *initial return*. Namun arah hubungan reputasi penjamin emisi dengan *initial return* adalah positif (berbeda dengan yang dihipotesiskannya). Penelitian ini berdasarkan atas hubungan *financial leverage* dengan *initial return* mempunyai hubungan positif signifikan 5%. Sedangkan reputasi auditor, umur perusahaan, persentase saham yang ditawarkan pada publik, profitabilitas perusahaan yang diwakili ROA, dan *solvability ratio*, terbukti tidak signifikan mempengaruhi *initial return* (Daljono, 2000).

Menurut penelitian Hermawan (2000) dihasilkan *average abnormal return* sebesar 8,52% pada hari pertama perdagangan, dengan menggunakan 54 sampel saham IPO dari tahun 1995- 1998. Tapi pada hari kedua perdagangan *average abnormal return* mengalami penurunan menjadi -1,08%. Penurunan ini disebabkan oleh *profit taking* yang dilakukan oleh investor, Hermawan menyimpulkan bahwa:

- Adanya tindakan spekulasi yang dilakukan sebagian investor yang tidak mendapatkan saham perdana pada saat hari pertama perdagangan (*speculative bubble*).
- Harga saham mengalami hambatan untuk bergerak ke nilai wajarnya, Hal ini mungkin disebabkan oleh adanya peraturan yang tidak memperkenankan para investor untuk melakukan posisi *short*.
- Investor mendapatkan informasi yang lebih jelas terhadap nilai perusahaan seiring dengan berjalannya waktu, Akibatnya, investor semakin tidak bertoleransi

terhadap penyimpangan nilai tersebut, Dengan demikian, harga saham bergerak menuju nilai yang telah mencerminkan seluruh informasi.

- Investor melakukan *holding period* yang pendek
- Bursa Efek Indonesia relatif tidak efisien, sehingga setiap informasi ditafsirkan sebagai kesempatan untuk memperoleh keuntungan.

Pada penelitian Nasirwan (2000) dengan data tahun 1989 - 1996 di BEI, menemukan bahwa perangkaan reputasi penjamin emisi dengan ukuran *Johnson Miller* (3-0) dan ukuran *Carter – Manaster* (9-0) hasilnya lebih baik daripada dua kategori / *dummy variable* (1-0). Reputasi penjamin emisi dengan ukuran *Johnson Miller* berhubungan positif signifikan dengan *initial return*.

Dengan mengambil sampel 50 perusahaan yang *listing* di BEI antara 1995 – 2000. Abdullah (2000) menemukan bahwa variabel besaran perusahaan, profitabilitas perusahaan (ROE), jenis industri manufaktur (*dummy*), dan persentase saham yang ditawarkan pada publik secara bersama-sama berkecenderungan pengaruh signifikan terhadap *underpricing* di BEI. Sedangkan ketika dilakukan pengujian parsial atau terpisah, hanya variabel jenis industri dan profitabilitas (ROE) yang berkecenderungan pengaruh signifikan masing-masing pada level 5% dan 10% terhadap *underpricing*. Arah variabel profitabilitas (ROE) menunjukkan hubungan negatif dengan *underpricing*. Hal ini berbeda dengan temuan Rufnialfian (1999), dimana hubungan profitabilitas dengan *underpricing* adalah positif. Sedangkan jenis industri manufaktur (*dummy*) mempunyai arah korelasi yang positif terhadap *underpricing*.

Sedangkan penelitian Kusumaningtyas (2001) memberikan hasil yang tidak jauh berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Hermawan (2000). Berdasarkan penelitian Kusumaningtyas (2001), *average abnormal return* pada hari pertama perdagangan adalah sebesar 33,47%, dengan menggunakan sampel sebanyak 36 saham IPO pada periode 1998-2000.

Ghozali dan Al Mansur (2002) berdasarkan data perusahaan yang IPO di BEI pada tahun 1997 - 2000, mencoba menguji kecenderungan pengaruh variabel reputasi penjamin emisi, persentase saham yang ditahan *founder*, skala perusahaan (total aktiva), umur perusahaan, *financial leverage (debt to asset ratio)*, dan ROA, terhadap tingkat *underpricing*. Mereka berhasil membuktikan bahwa reputasi penjamin emisi, *financial leverage* signifikan pada level 10% dengan arah negatif mempengaruhi *underpricing*, ROA mempengaruhi *underpricing* dengan level signifikansi 5% dengan arah negatif. Sedangkan umur perusahaan, skala perusahaan, dan persentase saham yang ditahan, tidak terbukti signifikan mempengaruhi *underpricing*.

Penelitian Rosyati dan Sebeni (2002) berdasarkan data tahun 1997 - 2000 di BEI, dengan menggunakan variabel kondisi pasar (IHSG 30 hari sebelum IPO dikurangi IHSG saat IPO), umur perusahaan, reputasi auditor, dan reputasi penjamin emisi mencoba menguji kecenderungan pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap *underpricing*. Mereka menemukan bahwa reputasi penjamin emisi dan umur perusahaan mempengaruhi *underpricing* pada level signifikansi 5% dengan arah korelasi negatif. Mereka tidak berhasil mendukung hipotesisnya yang menyatakan bahwa reputasi auditor dan kondisi pasar yang tercermin dalam perbedaan angka IHSG mempunyai kecenderungan pengaruh signifikan terhadap *underpricing* di BEI.

Berbeda dengan penelitian Wirjolukito (2003) dengan data perusahaan IPO di BEI tahun 1993 - 2001, menyimpulkan bahwa fenomena *underpricing* berpeluang terjadi secara signifikan dan ternyata dalam rentang waktu pendek pasar juga masih menjamin terjadinya *underpricing*. Besar *underpricing* masih sangat dikecenderungan dipengaruhi kondisi pasar dan faktor-faktor non-keuangan terutama PER *market*, Serta adanya kecenderungan penggantian auditor yang dinilai mempunyai reputasi baik ketika perusahaan akan IPO. Ia juga menemukan indikasi bahwa auditor dan penjamin emisi mempunyai hubungan komplementer.

Dalam hal penelitian yang dilakukan Martani (2003) dengan data perusahaan yang IPO antara tahun 1990 – 2000 di BEI, memasukkan variabel umur, regulasi, SBI, *return* pasar selama proses penawaran, jangka waktu penawaran sampai *listing*,

industri keuangan, volume penawaran, *hot market*, dan penawaran pada publik, menemukan bahwa variabel regulasi, *return* pasar selama proses penawaran signifikan positif dengan *initial return* sebesar 18,9%. Sedangkan umur perusahaan signifikan negatif pada tingkat signifikansi 10%. Model alternatif yang lainnya dibuat dengan memasukkan variabel umur, regulasi, SBI, *return* selama masa penawaran, jangka waktu penawaran sampai *listing* ditambah kondisi pasar yang diwakili dengan variabel *PER market*, nilai IHSG saat IPO, hasilnya menunjukkan *initial return* sebesar 29,6%, dengan semua variabel signifikan pada tingkat signifikansi 5% kecuali umur dan jangka waktu penawaran sampai *listing* yang signifikan pada level 10%, Umur, SBI, dan *PER market*, mempunyai hubungan negatif dengan *initial return*. Regulasi, *return* selama masa penawaran, IHSG, dan jangka waktu penawaran, berkecenderungan pengaruh positif terhadap *initial return*.

Untuk penelitian Ardiansyah (2003) yang menggunakan data perusahaan yang IPO di BEI selama tahun 1995 – 2000, membuktikan bahwa hanya variabel EPS berkecenderungan pengaruh secara signifikan 5% dengan arah negatif terhadap *initial return*. Hal ini berarti semakin tinggi EPS maka semakin kecil *return* yang diterima investor. Variabel lain seperti, ROA, *financial leverage*, ukuran penawaran (*proceeds*), pertumbuhan laba, *current ratio*, dan besaran perusahaan, tidak berkecenderungan pengaruh terhadap *initial return*. Hasil analisa regresinya tentang kecenderungan pengaruh variabel keuangan dan non-keuangan terhadap *initial return*, menunjukkan bahwa untuk variabel keuangan hanya EPS yang signifikan 5%. Untuk variabel non keuangan hanya kondisi perekonomian yang signifikan 5% dengan korelasi positif terhadap *initial return*.

## BAB 3

### METODOLOGI

#### 3.1. Metode Yang Digunakan

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah *cell mean model* (model rerata sel). Model rerata-sel dapat dinyatakan sebagai model linier yang paling sederhana yang kebenarannya dengan mudah dapat dipertanggung-jawabkan berlaku baik untuk sampel maupun untuk populasi (Agung, 2006).

Pada dasarnya analisis data, mempunyai tujuan untuk mempelajari perbedaan rata-rata variabel atau indikator masalah tertentu antar kelompok individu, termasuk melakukan pengujian hipotesis tentang perbedaan tersebut di dalam populasi yang ditinjau. Adapun keunggulan model rerata sel sebagai berikut (Agung, 2006) :

- Analisis dengan menerapkan model rerata sel sangat mudah dilakukan secara manual, apalagi jika dilakukan dengan menerapkan program siap-pakai SPSS dan SAS
- Model rerata sel mempunyai bentuk yang standard, sehingga model yang persis sama dengan mudah dapat diterapkan dalam semua bidang studi. Dengan sendirinya memaki kelompok variabel kategorik yang berbeda sebagai variabel bebas.
- Penerapan model rerata sel telah dapat mendukung suatu karya ilmiah yang berbobot, termasuk tesis dan disertasi, dengan catatan bahwa pengujian hipotesis yang dilakukan terbatas pada perbedaan parameter rerata variabel tak-bebas atau indikator masalah, baik dengan syarat maupun tanpa syarat.
- Fungsi rerata sel mempunyai hubungan timbal balik dengan tabel rerata sel, yaitu tabel yang menyajikan rerata (rata-rata) variabel tak bebas atau indikator masalah tertentu menurut sebuah faktor atau multi faktor.

Fungsi rerata sel dengan mudah dapat ditulis tanpa bantuan program, berdasarkan tabel rerata sel, terutama untuk fungsi rerata sel faktor tunggal dan bi-faktor sebagai variabel bebas. Akan tetapi, untuk fungsi rerata sel multi faktor sebaiknya dilakukan dengan bantuan program siap pakai.

- Fungsi rerata-sel sangat mudah dapat dijelaskan dan dikomunikasi dengan semua pihak, karena dapat disajikan dalam bentuk tabel rerata sel dan grafik.

### 3.2. Sumber Data

- Data nama-nama saham emiten yang *listing* antara Januari 1995 sampai dengan Mei 2010 diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) dan Bisnis Indonesia Intelligence Unit (BIIU).

26

Data harga saham perdana, penjamin emisi yang menjamin penerbitan saham dan harga penutupan hari pertama diperoleh dari PRPM, BIIU, *Bloomberg*, *website* BEI dan *website Yahoo Finance*.

- Data dari faktor yang diduga mempengaruhi *return* hari pertama IPO, sebagian besar diperoleh dari prospektus dan laporan keuangan masing-masing emiten, yaitu untuk data mengenai waran, jumlah saham yang ditawarkan, dan sektor industri.
- Faktor-faktor yang lain diperoleh dari *website* BEI, yaitu data status perusahaan penjamin emisi (apakah statusnya patungan atau lokal) dan data sektor industri emiten.

### 3.3. Definisi Variabel

#### 3.3.1. Variabel Terikat

*Cell mean model* (model rerata-sel) digunakan untuk mengetahui kecenderungan terjadinya *underpricing* atau risiko *overpricing* yang dikecenderungan dipengaruhi oleh beberapa variabel bebas. *Underpricing* adalah harga hari pertama lebih besar dari pada harga IPO (*return* hari pertama positif), *overpricing* harga hari pertama lebih

kecil atau sama dengan harga IPO (*return* hari pertama negatif). Variabel Terikat adalah *return* hari pertama IPO. Variabel *Return* digunakan untuk mewakili *return* saham pada saat penawaran perdana yang juga mewakili tingkat *underpricing* yang terjadi.

**Tabel 3.1. Variabel Terikat yang digunakan**

No	Variabel Label	Nama Variabel	Kriteria
1	<i>Return</i>	<i>Y</i>	Imbal hasil yang diperoleh dari harga penutupan hari pertama saham IPO

*Return* saham dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$R_{it} = P_{it} - P_{io} \quad (3,1)$$

Dimana :

$R_{it}$  = *Return* saham

$P_{it}$  = Harga saham *i* pada saat *t*

$P_{io}$  = Harga saham *i* pada saat penawaran (*offering price*)

Karena *return* saham yang diteliti hanyalah pada hari pertama diperdagangkannya saham tersebut, maka  $P$  adalah hanya  $P$  yang berarti saham penutupan hari pertama.

### 3.3.2. Variabel Bebas

Variabel bebas yang digunakan adalah faktor-faktor yang berdasarkan penelitian sebelumnya terbukti secara signifikan memiliki kecenderungan pengaruh terhadap *return* hari pertama saham IPO (Waldo 2000, Herika 2004, Tjaja 2007). Secara umum variabel tersebut dapat dikelompokkan menjadi faktor penyebab dan faktor klasifikasi. Faktor penyebab merupakan variabel bebas yang secara teoretis (substansi) diyakini sebagai penyebab dari variabel terikat. Faktor klasifikasi

merupakan variabel bebas yang berperan sebagai kelompok pembeda terhadap variabel terikat dan faktor penyebab yang menjadi fokus penelitian (Agung, 2004).

a. Faktor Penyebab

Beberapa variabel yang termasuk faktor penyebab adalah :

- Variabel Waran digunakan untuk mewakili ada atau tidaknya penerbitan waran yang menyertai penawaran perdana saham emiten. Waran yang menyertai penerbitan saham merupakan pemanis (*sweatener*) dari saham yang dijual dan diberikan secara gratis oleh emiten jika investor membeli saham sejumlah tertentu. Dimana dengan waran tersebut, investor dapat membeli saham emiten selama jangka waktu yang ditetapkan dengan harga *exercise* yang telah ditetapkan pada awal pemberian waran.

Misalkan setiap pembelian 10 lembar saham (harga IPO = Rp. 200,-/lembar saham), investor akan memperoleh satu lembar waran yang memiliki hak untuk membeli satu lembar saham dengan harga *exercise* sebesar Rp. 250,-/lembar saham, dengan jangka waktu pelaksanaan waran selama lima tahun. Hal itu berarti, selama jangka waktu lima tahun sejak IPO, investor dapat membeli saham dengan harga Rp. 250,-/lembar saham walaupun pada saat investor meng *exercise* saham tersebut, di bursa harga saham tersebut adalah sebesar Rp. 400,-/lembar saham. Sehingga jika saham yang dibeli tersebut langsung dijual investor di bursa, maka investor akan memperoleh keuntungan sebesar Rp. 150,-/lembar saham.

Variabel ini dikelompokkan menjadi dua kategori yaitu :

Adanya waran yang disertakan pada saat IPO (WARAN = 1)

Tidak adanya waran yang disertakan pada saat IPO (WARAN = 0)

- Variabel Penjamin emisi digunakan untuk mewakili status kepemilikan perusahaan Penjamin emisi yang bertindak sebagai penjamin pelaksana emisi efek dari emiten.

Variabel ini dikelompokkan menjadi dua kategori yaitu :

IPO yang penjamin emisinya adalah Penjamin emisi patungan (PE= 0)

IPO yang penjamin emisinya adalah Penjamin emisi lokal (PE = 1)

Di Indonesia tidak ditemukan data reputasi penjamin emisi, karena berdasarkan teori Kim et al (1993). Namun kenyataan menunjukkan reputasi penjamin sering dikaitkan dengan frekuensi dan besaran dalam melakukan penjaminan serta status penjamin emisi (lokal atau asing). Dalam hal ini penulis menggunakan Penjamin Emisi ditinjau dari status lokal dan patungan.

- Variabel Jumlah Saham digunakan untuk mewakili jumlah lembar saham yang ditawarkan oleh emiten kepada investor pada saat IPO. Variabel Jumlah Saham berfungsi sebagai kategorik.

Sebagai kategorik, dibagi menjadi tiga kelompok yaitu :

Jumlah saham kurang dari 100 juta lembar (O3\_SAHAM=1)

Jumlah saham antara 100 juta sampai 500 juta lembar (O3\_SAHAM = 2)

Jumlah saham lebih dari 500 juta lembar (O3\_SAHAM = 3)

b. Faktor Klasifikasi

Sektor Industri, variabel ini dikategorikan menjadi dua kelompok yaitu :

Sektor Keuangan (SEKTOR = 0)

Sektor Non Keuangan (SEKTOR = 1)

Variabel bebas merupakan merupakan karakteristik faktor yang mempengaruhi *return* yang digunakan dalam tesis ini berdasarkan ketersediaan data adalah waran, penjamin emisi, jumlah saham dan sektor industri. Variabel terikat dilambangkan oleh Y untuk *Return*. Gambaran lengkap mengenai karakteristik Faktor yang berkecenderungan pengaruh dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 3.2 Variabel bebas yang digunakan

Variabel Bebas	
<b>Waran</b>	
1.	Tidak ada Waran (WARAN=0)
2.	Ada Waran (WARAN=1)
<b>Penjamin emisi</b>	
1.	Patungan (PE=0)
2.	Lokal (PE=1)
<b>Jumlah Saham</b>	
1.	< 100 juta lembar (O3_SAHAM=1)
2.	100 juta – 499,999 juta lembar (O3_SAHAM=2)
3.	> 500 juta lembar (O3_SAHAM=3)
<b>Sektor Industri</b>	
1.	Keuangan (SEKTOR=0)
2.	Non Keuangan (SEKTOR=1)

### 3.3. Hipotesis Penelitian

Hipotesis yang diajukan berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya Hermawan (2000), Waldo (2000), Herika (2004) dan Tjaja (2007). Hipotesis mengenai kecenderungan adanya kecenderungan pengaruh waran dan penjamin emisi terhadap *return* hari pertama saham IPO di BEI periode 1995-2010. Beberapa hipotesis yang akan di uji adalah :

- Hipotesis penelitian yang digunakan untuk membuktikan terjadi *underpricing* pada penawaran saham perdana adalah :  
Hipotesis 1 : Selalu terdapat *underpricing* pada penawaran saham perdana di BEI antara Januari 2006 sampai dengan Maret 2010  
Hipotesis Statistik :  $H_0 : Return \leq 0$ ;  $H_1 : Return > 0$
- Hipotesis lainnya terdapat pada masing-masing model (model 1, 2, 3, dan 4),

### 3.4. Metode Analisis

Penelitian dalam tesis ini menggunakan analisis deskriptif dan analisis inferensial. Kedua metode analisis tersebut saling melengkapi guna memperoleh hasil seperti yang diharapkan pada tujuan penelitian. Pengolahan data mentah menggunakan paket program pengolahan data SPSS 17 dan Eviews 6. Penggunaan program Eviews 6 untuk pemodelan dengan pertimbangan software tersebut mengakomodir berbagai macam bentuk transformasi atau modifikasi model, disesuaikan dengan fokus pembahasan.

#### 3.4.1. Analisis Deskriptif

Analisis Deskriptif bertujuan menyajikan data atau hasil pengamatan dengan singkat dan jelas dalam bentuk tabel dan grafik atau diagram (Agung, 2004). Hasil analisis dengan memakai metode statistik deskriptif bermanfaat untuk menyajikan rangkuman (*aggregate*) data atau nilai-nilai yang dihitung berdasarkan data yang digunakan. Analisis deskriptif disajikan dalam bentuk tabel dan grafik secara sederhana yang diharapkan akan lebih mudah dipahami, khususnya bagi orang awam. Salah satu manfaat analisis deskriptif adalah identifikasi awal terhadap akar permasalahan yang mempengaruhi *return (underpricing)* pada saat IPO saham di BEI.

#### 3.4.2. Analisis Inferensial

Analisis inferensial bertujuan untuk mengestimasi dan menguji hipotesis tentang karakteristik populasi seperti *mean parameter* (parameter rerata) dan parameter korelasi. Karena dalam penelitian ini di pakai variabel terikat numerik yaitu *return* dan dengan semua variabel bebas kategorik maka diterapkan model rerata sel (*cell mean model*).

Pembentukan gambar kerangka analisis model ditujukan untuk menjelaskan hubungan antara variabel bebas terhadap variabel terikat yang berbentuk numerik sesuai kerangka teoretis. Diagram alur sebab akibat yang menggambarkan bagaimana arah hubungan variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat perlu

disajikan agar pembentukan model lebih akurat dan mudah dijelaskan. Diagram hubungan tersebut sebagaimana disajikan di bawah ini :

### Model 1

Untuk menguji kecenderungan pengaruh waran dan penjamin emisi terhadap *return* yang dapat ditunjukkan memakai diagram di bawah ini :

Faktor Penyebab  
Waran (Kategorik)

*Return* Hari Pertama

Faktor Penyebab  
*Penjamin emisi* (Kategorik)

Keterangan :

Hubungan antar variabel

Sumber : Diolah dari Kim et al (1993)

**Gambar 3.1. Kerangka analisis model 1**

Gambar di atas menjelaskan adanya interaksi antara dua faktor penyebab yang memkecenderungan pengaruh variabel terikat *return*. Sebagai variabel kategorik, maka interaksi antar variabel bebas tersebut dinyatakan sebagai koefisien dalam *cell factor*. *Cell factor* adalah *cell* yang terbentuk dari interaksi antara variabel-variabel bebas yang berbentuk kategorik. Parameter model C(1) s/d C(4) merupakan

parameter rerata *return* menurut faktor waran dan penjamin emisi yang dapat disajikan seperti dalam tabel.

		Penjamin emisi	
		0	1
Waran	0	C(1)	C(2)
	1	C(3)	C(4)

Waran diduga mempengaruhi *Return* hari pertama. Model 1 dibangun untuk menguji hipotesis 1, menggunakan *cell mean model* (model rerata-sel) waran dan penjamin emisi digunakan sebagai Faktor Penyebab. Model rerata sel yang diterapkan adalah model interaksi sebagai berikut karena kecenderungan pengaruh waran terhadap *return* tergantung pada penjamin emisi.

$$RETURN = C(1)*(WARAN=0 \text{ AND } PE=0) + C(2)*(WARAN=0 \text{ AND } PE=1) \\ + C(3)*(WARAN=1 \text{ AND } PE=0) + C(4)*(WARAN=1 \text{ AND } PE=1)$$

Hipotesis Statistik yang diuji adalah sebagai berikut :

**Hipotesis 1** : Waran dan Penjamin Emisi mempunyai kecenderungan pengaruh terhadap *Return*

Dengan Hipotesis Statistik :

$$H_0 : C(1) = C(2) = C(3) = C(4)$$

H<sub>1</sub>: Bukan H<sub>0</sub>

**Hipotesis 2** : Khusus Untuk penjamin emisi patungan ( $PE = 0$ ) rerata *return* untuk saham yang memberikan waran ( $Waran=1$ ) lebih besar dari rerata *return* untuk saham yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

Dengan hipotesis statistik

$$H_0: C(1) - C(3) \geq 0$$

$$H_1: C(1) - C(3) < 0$$

**Hipotesis 3** : Khusus Untuk penjamin emisi lokal ( $PE = 1$ ) rerata *return* untuk saham yang memberikan waran ( $Waran=1$ ) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

Dengan hipotesis statistik

$$H_0: C(2) - C(4) \geq 0$$

$$H_1: C(2) - C(4) < 0$$

## **Model 2**

Faktor Penyebab

Waran (Kategorik)

*Return* Hari Pertama

Faktor Penyebab

Jumlah Saham (kategorik)

1.  $Jml < 100$  jt = 1

2.  $100$  jt  $< Jml < 500$  jt = 2

3. Jml > 500 jt = 3
- 1.
2. Saham Publik > 30%
- 3.

Keterangan :

Hubungan antar variabel

Sumber : Diolah dari Carter & Manaster (1990)

**Gambar 3.2. Kerangka analisis model 2**

Model 2 dibangun dengan menggunakan Waran dan Jumlah Saham sebagai Faktor Penyebab. Gambar 3.2. di atas menunjukkan kecenderungan pengaruh Waran terhadap *Return* pada kondisi setiap level Jumlah Saham (O3\_Saham). Parameter model C(1) s/d C(6) merupakan parameter rerata *return* menurut faktor waran dan Ordinal 3 Saham yang dapat disajikan seperti dalam tabel.

		O3_Saham		
		1	2	3
Waran	0	C(1)	C(2)	C(3)
	1	C(4)	C(5)	C(6)

Persamaan modelnya adalah sebagai berikut :

$$RETURN = C(1)*(WARAN=0 \text{ AND } O3\_SAHAM=1) + C(2)*(WARAN=0 \text{ AND } O3\_SAHAM=2) + C(3)*(WARAN=0 \text{ AND } O3\_SAHAM=3) + C(4)*(WARAN=1$$

AND O3\_SAHAM=1) + C(5)\*(WARAN=1 AND O3\_SAHAM=2) + C(6)\*(WARAN=1 AND O3\_SAHAM=3)

Hipotesis Statistik yang diuji adalah sebagai berikut :

**Hipotesis 1** : waran dan jumlah saham mempunyai kecenderungan pengaruh terhadap rerata *return*

Dengan Hipotesis Statistik :

H0 : C(1)= C(2)= C(3)= C(4)=C(5)=C(6)

H1: Bukan H0

**Hipotesis 2** : Khusus Untuk jumlah saham kecil (O3\_Saham=1) rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

H0: C(1)- C(4) $\geq$ 0

H1: C(1)- C(4) $<$ 0

**Hipotesis 3** : Khusus Untuk jumlah saham sedang (O3\_Saham=2) rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

H0: C(2)- C(5) $\geq$ 0

H1: C(2)- C(5) $<$ 0

**Hipotesis 4** : Khusus Untuk jumlah saham besar (O3\_Saham=3) rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

H0: C(3)- C(6) $\geq$ 0

H1: C(3)- C(6) $<$ 0

### Model 3

Faktor Penyebab  
Waran (Kategorik)

*Return* Hari Pertama

Faktor Penyebab  
*Penjamin emisi* (Kategorik)

Faktor Penyebab  
Jumlah Saham (kategorik)

1. Jml < 100 jt = 1
2. 100 jt < Jml < 500 jt = 2
3. Jml > 500 jt = 3
- 4.
5. Saham Publik > 30%
- 6.

Sumber : Diolah dari Kim et al (1993), Carter & Manaster (1990).

**Gambar 3.3. Kerangka analisis model 3**

Model 3 dibangun untuk menguji kecenderungan pengaruh waran terhadap *Return* pada kondisi masing-masing sel yang dibentuk oleh Penjamin Emisi dan Ordinal 3 Saham. Parameter model C(1) s/d C(12) merupakan parameter rerata *return* menurut faktor waran dan Ordinal 3 Saham yang dapat disajikan seperti dalam tabel.

PE	O3_saham	waran =0	waran =1	Hipotesis 1
0	1	C1	C2	Bukan H0
0	2	C3	C4	$C(k) - C(k+1) < 0^*$
0	3	C5	C6	$C(k) - C(k+1) < 0^*$
1	1	C7	C8	$C(k) - C(k+1) < 0^*$
1	2	C9	C10	$C(k) - C(k+1) < 0^*$
1	3	C11	C12	$C(k) - C(k+1) < 0^*$

\*(Untuk masing-masing k=1,3,5,7,9,11)

Persamaan modelnya adalah sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 RETURN = & C(1)*(PE=0 \text{ AND } O3\_SAHAM=1 \text{ AND } WARAN=0) + C(2)*(PE=0 \\
 & \text{ AND } O3\_SAHAM=1 \text{ AND } WARAN=1) + C(3)*(PE=0 \text{ AND } O3\_SAHAM=2 \text{ AND} \\
 & \text{ WARAN=0}) + C(4)*(PE=0 \text{ AND } O3\_SAHAM=2 \text{ AND } WARAN=1) + C(5)*(PE=0 \\
 & \text{ AND } O3\_SAHAM=3 \text{ AND } WARAN=0) + C(6)*(PE=0 \text{ AND } O3\_SAHAM=3 \text{ AND} \\
 & \text{ WARAN=1}) + C(7)*(PE=1 \text{ AND } O3\_SAHAM=1 \text{ AND } WARAN=0) + C(8)*(PE=1 \\
 & \text{ AND } O3\_SAHAM=1 \text{ AND } WARAN=1) + C(9)*(PE=1 \text{ AND } O3\_SAHAM=2 \text{ AND} \\
 & \text{ WARAN=0}) + C(10)*(PE=1 \text{ AND } O3\_SAHAM=2 \text{ AND } WARAN=1) + \\
 & C(11)*(PE=1 \text{ AND } O3\_SAHAM=3 \text{ AND } WARAN=0) + C(12)*(PE=1 \text{ AND} \\
 & O3\_SAHAM=3 \text{ AND } WARAN=1)
 \end{aligned}$$

Hipotesis Statistik yang diuji adalah sebagai berikut :

**Hipotesis 1** : Waran dan penjamin mempunyai kecenderungan pengaruh terhadap rerata *initial return*

Dengan Hipotesis Statistik :

$H_0 : C(1)= C(2)= C(3)= C(4)=C(5)=C(6)=C(7)=C(8)=C(9)=C(10)=C(11)=C(12)$

$H_1$ : Bukan  $H_0$

$i \in \{0,1\}, j \in \{1,2,3\}$

**Hipotesis 2** : Khusus untuk masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i$ ,  $O3\_Saham=j$ ) untuk rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

$H_0: C(k)- C(k+1) \geq 0$  untuk masing-masing  $k=1,3,5,7,9,11$

$H_1: C(k)- C(k+1) < 0$

$i \in \{0,1\}, j \in \{1,2,3\}$

**Hipotesis 3** : Khusus untuk masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i$ ,  $O3\_Saham=j$ ) untuk rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1)

lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

$H_0: C(k)- C(k+1) \geq 0$  untuk masing-masing  $k=1,3,5,7,9,11$

$H_1: C(k)- C(k+1) < 0$

$i \in \{0,1\}, j \in \{1,2,3\}$

**Hipotesis 4** : Khusus untuk masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i$ ,  $O3\_Saham=j$ ) untuk rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1)

lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

$H_0: C(k)- C(k+1) \geq 0$  untuk masing-masing  $k=1,3,5,7,9,11$

$H_1: C(k)- C(k+1) < 0$

$$i \in \{0,1\} \& j \in \{1,2,3\}$$

**Hipotesis 5** : Khusus untuk masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i$ ,  $O3\_Saham=j$ ) untuk rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0) Dengan hipotesis statistik

H0:  $C(k) - C(k+1) \geq 0$  untuk masing-masing  $k=1,3,5,7,9,11$

H1:  $C(k) - C(k+1) < 0$

$$i \in \{0,1\} \& j \in \{1,2,3\}$$

**Hipotesis 6** : Khusus untuk masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i$ ,  $O3\_Saham=j$ ) untuk rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0).

Dengan hipotesis statistik

H0:  $C(k) - C(k+1) \geq 0$  untuk masing-masing  $k=1,3,5,7,9,11$

H1:  $C(k) - C(k+1) < 0$

$$i \in \{0,1\} \& j \in \{1,2,3\}$$

**Hipotesis 7** : Khusus untuk masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i$ ,  $O3\_Saham=j$ ) untuk rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0) Dengan hipotesis statistik

H0:  $C(k) - C(k+1) \geq 0$  untuk masing-masing  $k=1,3,5,7,9,11$

H1:  $C(k) - C(k+1) < 0$

#### **Model 4**

Faktor Klasifikasi Sektor

1. Sektor Non Keuangan
2. Sektor Keuangan
- 3.

*Return* Hari Pertama

Faktor Penyebab

Waran (Kategorik)

Faktor Penyebab

Penjamin Emisi (Kategorik)

Faktor Penyebab

Jumlah Saham (kategorik)

1.  $Jml < 100 \text{ jt} = 1$
2.  $100 \text{ jt} < Jml < 500 \text{ jt} = 2$
3.  $Jml > 500 \text{ jt} = 3$
- 7.
8. Saham Publik  $> 30\%$
- 9.

Sumber : Diolah dari Kim et al (1993), Carter & Manaster (1990), Michaelly & Shaw (1995)

### Gambar 3.4. Kerangka analisis model 4

Keterangan :  
 Hubungan antar variabel  
 Faktor Klasifikasi

Model 4 dibangun dengan menggunakan Waran, Penjamin Emisi, Jumlah Saham sebagai Faktor Penyebab dan Sektor Industri sebagai Faktor Klasifikasi. Parameter model C(1) s/d C(20) merupakan parameter rerata *return* menurut faktor waran, Ordinal 3 Saham dan sektor yang dapat disajikan seperti dalam tabel.

PE	03_Saham	Sektor	Waran =0	Waran =1	Hipotesis 1
0	1	0	C1	C2	$C(1) - C(2) < 0$
0	1	1	C3	C4	$C(3) - C(4) < 0$
0	2	0	C5	C6	$C(5) - C(6) < 0$
0	2	1	C7	C8	$C(7) - C(8) < 0$
0	3	0	C9	C10	$C(9) - C(10) < 0$
0	3	1	C11	C12	$C(11) - C(12) < 0$
1	1	0		C13	
1	1	1		C14	
1	2	0		C15	
1	2	1	C16	C17	$C(16) - C(17) < 0$
1	3	0	C18	C19	$C(18) - C(19) < 0$
1	3	1		C20	

Persamaan modelnya adalah sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
RETURN = & C(1)*(WARAN=0 \text{ AND } PE=0 \text{ AND } O3\_SAHAM=1 \text{ AND } SEKTOR=0) \\
& + C(2)*(WARAN=0 \text{ AND } PE=0 \text{ AND } O3\_SAHAM=1 \text{ AND } SEKTOR=1) + \\
& C(3)*(WARAN=0 \text{ AND } PE=0 \text{ AND } O3\_SAHAM=2 \text{ AND } SEKTOR=0) + \\
& C(4)*(WARAN=0 \text{ AND } PE=0 \text{ AND } O3\_SAHAM=2 \text{ AND } SEKTOR=1) + \\
& C(5)*(WARAN=0 \text{ AND } PE=0 \text{ AND } O3\_SAHAM=3 \text{ AND } SEKTOR=0) + \\
& C(6)*(WARAN=0 \text{ AND } PE=0 \text{ AND } O3\_SAHAM=3 \text{ AND } SEKTOR=1) + \\
& C(7)*(WARAN=0 \text{ AND } PE=1 \text{ AND } O3\_SAHAM=1 \text{ AND } SEKTOR=0) + \\
& C(8)*(WARAN=0 \text{ AND } PE=1 \text{ AND } O3\_SAHAM=1 \text{ AND } SEKTOR=1) + \\
& C(9)*(WARAN=0 \text{ AND } PE=1 \text{ AND } O3\_SAHAM=2 \text{ AND } SEKTOR=0) + \\
& C(10)*(WARAN=0 \text{ AND } PE=1 \text{ AND } O3\_SAHAM=2 \text{ AND } SEKTOR=1) + \\
& C(11)*(WARAN=0 \text{ AND } PE=1 \text{ AND } O3\_SAHAM=3 \text{ AND } SEKTOR=0) + \\
& C(12)*(WARAN=0 \text{ AND } PE=1 \text{ AND } O3\_SAHAM=3 \text{ AND } SEKTOR=1) + \\
& C(13)*(WARAN=1 \text{ AND } PE=0 \text{ AND } O3\_SAHAM=1 \text{ AND } SEKTOR=1) + \\
& C(14)*(WARAN=1 \text{ AND } PE=0 \text{ AND } O3\_SAHAM=2 \text{ AND } SEKTOR=1) + \\
& C(15)*(WARAN=1 \text{ AND } PE=0 \text{ AND } O3\_SAHAM=3 \text{ AND } SEKTOR=1) + \\
& C(16)*(WARAN=1 \text{ AND } PE=1 \text{ AND } O3\_SAHAM=1 \text{ AND } SEKTOR=0) + \\
& C(17)*(WARAN=1 \text{ AND } PE=1 \text{ AND } O3\_SAHAM=1 \text{ AND } SEKTOR=1) + \\
& C(18)*(WARAN=1 \text{ AND } PE=1 \text{ AND } O3\_SAHAM=2 \text{ AND } SEKTOR=0) + \\
& C(19)*(WARAN=1 \text{ AND } PE=1 \text{ AND } O3\_SAHAM=2 \text{ AND } SEKTOR=1) + \\
& C(20)*(WARAN=1 \text{ AND } PE=1 \text{ AND } O3\_SAHAM=3 \text{ AND } SEKTOR=1)
\end{aligned}$$

**Hipotesis 1** : Khusus Untuk  $PE=i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan  $O3\_Saham=j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor =  $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk Waran=1 lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

$$H_0: C(1)=C(2)= C(3)=C(4)= C(5)=C(6)= C(7)=C(8)= C(9)=C(10)= C(11)=C(12)= \\
C(13)=C(14)= C(15)=C(16)= C(17)=C(18) )= C(19)=C(20)$$

H1: Bukan H0

**Hipotesis 2** : Khusus Untuk  $PE=i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan  $O3\_Saham=j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor =  $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk  $Waran=1$  lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

Dengan hipotesis statistik

$$H_0: C(1) - C(2) \geq 0$$

$$H_1: C(1) - C(2) < 0$$

**Hipotesis 3** : Khusus Untuk  $PE=i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan  $O3\_Saham=j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor =  $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk  $Waran=1$  lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

Dengan hipotesis statistik

$$H_0: C(3) - C(4) \geq 0$$

$$H_1: C(3) - C(4) < 0$$

**Hipotesis 4** : Khusus Untuk  $PE=i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan  $O3\_Saham=j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor =  $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk  $Waran=1$  lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

Dengan hipotesis statistik

$$H_0: C(5) - C(6) \geq 0$$

$$H_1: C(5) - C(6) < 0$$

**Hipotesis 5** : Khusus Untuk  $PE=i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan  $O3\_Saham=j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor =  $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk  $Waran=1$  lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

Dengan hipotesis statistik

$$H_0: C(7) - C(8) \geq 0$$

$$H_1: C(7) - C(8) < 0$$

**Hipotesis 6** : Khusus Untuk  $PE=i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan  $O3\_Saham=j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor =  $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk  $Waran=1$  lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

Dengan hipotesis statistik

$$H_0: C(9) - C(10) \geq 0$$

$$H_1: C(9) - C(10) < 0$$

**Hipotesis 7** : Khusus Untuk  $PE=i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan  $O3\_Saham=j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor =  $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk  $Waran=1$  lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

Dengan hipotesis statistik

$$H_0: C(11) - C(12) \geq 0$$

$$H_1: C(11) - C(12) < 0$$

**Hipotesis 8** : Khusus Untuk  $PE=i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan  $O3\_Saham=j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor =  $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk  $Waran=1$  lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

Dengan hipotesis statistik

$$H_0: C(16) - C(17) \geq 0$$

$$H_1: C(16) - C(17) < 0$$

**Hipotesis 9** : Khusus Untuk  $PE=i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan  $O3\_Saham=j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor =  $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk  $Waran=1$  lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

Dengan hipotesis statistik

$$H_0: C(18) - C(19) \geq 0$$

$$H_1: C(18) - C(19) < 0$$

## BAB 4

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

#### 4.1. Pembuktian *Underpricing* Pada Penawaran Saham Perdana

Pengujian *underpricing* pada penawaran saham perdana di BEI pada periode Januari 1995 – Mei 2010 menggunakan metode *one sample test*. Hasil yang diperoleh dapat dilihat pada tabel 4.1 dan Tabel 4.2

**Tabel 4.1. Hasil *one sample statistics***

	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>	<i>Std. Error Mean</i>
<i>Return</i>	234	0,3329	0,52696	0,03445

**Tabel 4.2. Hasil *one sample test***

	<i>Test Value = 0</i>					
	<i>t</i>	<i>df</i>	<i>Sig. (2-tailed)</i>	<i>Mean Difference</i>	<i>95% Confidence Interval of the Difference</i>	
					<i>Lower</i>	<i>Upper</i>
<i>Return</i>	9,664	233	0,000	0,33291	0,2650	0,4008

Dari hasil tersebut di atas, diperoleh rata-rata tingkat *underpricing* yang terjadi selama periode Januari 1995 – Mei 2010 adalah sebesar 33,29% dan signifikan (pada  $\alpha = 5\%$ ). Hasil ini sesuai dengan hipotesis 1, sehingga hipotesis statistik  $H_0$  dari Hipotesis 1 ditolak. Artinya bahwa penawaran umum saham perdana di BEI selama periode Januari 1995 – Mei 2010 selalu terjadi *underpricing*. Hasil ini sama dengan hasil-hasil penelitian sebelumnya yang diperoleh bahwa pada penawaran perdana saham selalu terjadi *underpricing*.

45

#### 4.2. Analisis Deskriptif

Untuk lebih memudahkan melihat nilai minimal, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi dari seluruh variabel bebas di atas maka dibuatlah deskripsi statistik di bawah ini :

**Tabel 4.3. Deskripsi statistik**

	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>
<i>Return</i>	234	-0,33	4,80	0,3329	0,52696
Waran	234	0	1	0,27	0,447
PE	234	0	1	0,79	0,405
Jumlah_IPO	234	20660000	35424256000	8,67E8	2,787E9
O3_Saham	234	1	3	1,87	0,803
Sektor	234	0	1	0,78	0,417
Valid N (listwise)	234				

### ***Return***

Dari hasil tersebut di atas, diperoleh rata-rata tingkat *underpricing* (*return*) yang terjadi selama periode Januari 1995 – Mei 2010 adalah sebesar 33,29%. Artinya harga yang ditawarkan pada saat IPO lebih murah 33,29% dari harga yang diperdagangkan pada hari pertama di pasar sekunder selama periode tersebut.

Kasus terburuk saham yang ditawarkan paling tinggi pada saat IPO (*Overprice*) adalah sebesar 33% terjadi pada saham PT Kresna Graha Sekurindo (KREN) pada tahun 2002, artinya dalam satu hari investor mengalami kerugian sebesar 33% atas pembelian saham IPO KREN.

Sedangkan kasus terbaik saham yang ditawarkan paling rendah pada saat IPO (*Underprice*) adalah sebesar 480% terjadi pada saham PT Ryane Adibusana milik grup Texmaco (Marimutu Sinivasan) pada tahun 2001, artinya dalam satu hari investor memperoleh capital gain sebesar 480% atas pembelian saham IPO RYAN.

### **Waran**

Pada faktor waran, terdapat 64 emiten yang menyertakan penerbitan waran pada saat penawaran saham perdana dan 170 emiten yang tidak menyertakan penerbitan waran pada saat penawaran saham perdana. Dengan memberikan nilai

1 untuk perusahaan yang menyertakan waran dan nilai 0 untuk perusahaan yang tidak menyertakan waran.

### **Penjamin Emisi**

Status perusahaan penjamin emisi dibagi menjadi dua yaitu yang berstatus patungan (terdapat *share* perusahaan asing - dengan memberikan nilai 0) dan yang berstatus lokal (tidak terdapat *share* perusahaan asing - dengan memberikan nilai 1). Dalam rentang waktu 1995 – 2010 ternyata penjamin emisi efek lokal menguasai pangsa pasar sebesar 79% sedangkan sisanya 21% nya dikuasai oleh penjamin emisi efek patungan.

### **Sektor Industri**

Selama rentang waktu waktu 1995 – 2010 emiten yang melakukan IPO dan bergerak dalam bidang Non Keuangan (diwakili oleh angka 1) sebesar sebesar 78% sedangkan emiten yang bergerak dibidang Keuangan (diwakili oleh angka 0) sebesar 21%

### **Jumlah Saham**

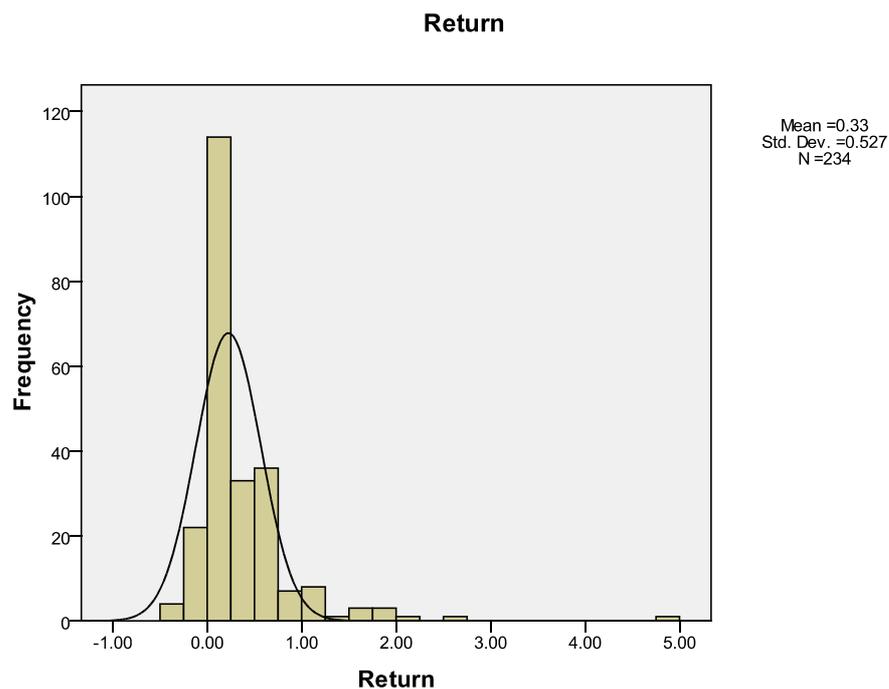
Variabel jumlah saham mewakili jumlah lembar saham yang ditawarkan oleh emiten kepada investor pada saat IPO, Jumlah Saham terkecil yang ditawarkan emiten PT. Surya Hidup Satwa (SHSA) pada tahun 1995 kepada publik sebesar 20.660.000 lembar saham dan Jumlah Saham terbesar yang ditawarkan emiten PT. Benakat Petroleum Energy (BIPI) pada tahun 2010 kepada publik sebesar 35.424.256,000 lembar saham. Jumlah lembar saham yang ditawarkan setiap kali IPO rata-rata adalah 867.000.000 lembar saham.

Kategori jumlah saham merupakan variabel kategorik dari saham agar lebih mudah untuk mengamati sebaran jumlah saham yang ditawarkan oleh emiten. Adapun pembagian kategori jumlah saham adalah sebagai berikut :

- a. Jumlah saham yang kurang dari 100 juta lembar saham termasuk kategori 1 (Kecil)
- b. Jumlah saham antara 100 juta sampai dengan 499.,999 juta lembar saham termasuk kategori 2 (Sedang)

c. Jumlah saham yang lebih dari atau sama dengan 500 juta lembar saham termasuk kategori 3 (Besar)

Dari tabel terlihat rata-rata kategori jumlah berada pada angka 1,87 artinya saham yang ditawarkan cenderung termasuk kategori 2 (Sedang).



**Gambar 4.1. Histogram return**

Dari histogram di atas terlihat bahwa frekuensi tertinggi *return* berada antara 0 sampai dengan 0,25; frekuensi kedua tertinggi berada pada 0,50 sampai dengan 0,75. Nilai *return* berada pada rentang -0,33 sampai dengan 4,8

**Tabel 4.4 Frekuensi return**

	<i>Frequency</i>	<i>Percent</i>	<i>Valid Percent</i>	<i>Cumulative Percent</i>
<i>Valid</i> -1	26	11,1	11,1	11,1
0	12	5,1	5,1	16,2
1	196	83,8	83,8	100,0
Total	234	100,0	100,0	

Dari Tabel Frekuensi di atas dapat dijelaskan bahwa terdapat 26 emiten yang mengalami *overpricing* atau imbal hasil sahamnya negatif (mewakili 11,1% dari sampel yang diteliti), yaitu :

- PT. Kresna Graha Sekurindo, Tbk (KREN)	-33%
- PT. Integrasi Teknologi, Tbk (ITTG)	-30%
- PT. Sunson Textile, Tbk (SSTM)	-26%
- PT. Miwon Indonesia, Tbk (MWON)	-26%
- PT. Bank Mayapada, Tbk (MAYA)	-25%
- PT. Gema Grahasarana, Tbk (GEMA)	-24%
- PT. Jakarta Setiabudi Property, Tbk (JSPT)	-22%
- PT. Verena Oto Finance, Tbk (VRNA)	-17%
- PT. Bank Universal, Tbk (BUNI)	-15%
- PT. Astra Otoparts, Tbk (AUTO)	-13%
- PT. Ciputra Property, Tbk (CTRP),	-13%
- PT. Surya Mas Duta Makmur, Tbk (SMDM)	-12%
- PT. Duta Graha Indah, Tbk (DGIK),	-9%
- PT. Garda Tujuh Buana, Tbk (GTBO)	-9%
- PT. Sierad Produce, Tbk (SIPD)	-8%
- PT. Indofarma, Tbk (INAF)	-8%
- PT. Indoexchange Dot Com, Tbk (INDX)	-8%
- PT. Latinusa, Tbk (NIKL)	-8%
- PT. Bayan Resources, Tbk (BYAN)	-6%
- PT. Perdana Bangun Pusaka, Tbk (KONI)	-5%
- PT. Mandala Multifinance, Tbk (MFIN)	-5%
- PT. Rimo Catur Lestari, Tbk (RIMO)	-5%
- PT. Komatsu Indonesia, Tbk (KOMI)	-5%
- PT. Katarina Utama, Tbk (RINA)	-3%
- PT. BTPN, Tbk (BTPN)	-3%
- PT. Jaka Artha Graha, Tbk (JAKA)	-1%

Terdapat pula 12 perusahaan yang *return* sahamnya sama dengan 0 (mewakili 5,1% dari sampel yang diteliti), yaitu :

- PT. Elang Realty, Tbk (ELTY)
- PT. Tri Polyta, Tbk (TPIA)
- PT. Aneka Tambang, Tbk (ANTM)
- PT. Bank Mega, Tbk (MEGA)

- PT. Bank Central Asia, Tbk (BBCA)
- PT. Daeyu Orchid Indonesia, Tbk (DOID)
- PT. Anugrah Tambak Perkasaindo, Tbk (ATPK)
- PT. Apexindo Pratama Duta, Tbk (APEX)
- PT. Pelayaran Tempuran Emas, Tbk (TMAS)
- PT. Adira Dinamika Multi Finance, Tbk (ADMF)
- PT. Pembangunan Jaya Ancol, Tbk (PJAA)
- PT. Sumber Alfaria Trijaya, Tbk (AMRT)

Sedangkan saham yang memberikan imbal hasil positif pada hari pertama diperdagangkan dipasar sekunder sebanyak 196 emiten, mewakili 83,8% dari jumlah sampel yang diteliti. Dari 196 emiten yang memberikan *return* positif terdapat sebanyak 25 saham yang mempunyai *return* lebih dari 70%, yaitu (dalam persen) :

PT. Ryane Adibusana, Tbk (RYAN)	480%
PT. Roda Panggon Harapan, Tbk (RODA)	271%
PT. Centrin Online, Tbk (CENT)	204%
PT. Akbar Indo makmur Stimec, Tbk (AIMS)	192%
PT. Kridaperdana Indahgraha, Tbk (KPIG)	190%
PT. Wahana Phonix Mandiri, Tbk (WAPO)	189%
PT. Trimegah Securities, Tbk (TRIM)	165%
PT. Betonjaya Manunggal, Tbk (BTON)	163%
PT. Plastpack Prima Industri, Tbk (PLAS)	155%
PT. Lapindo Packaging, Tbk (LAPD)	125%
PT. Bintang Mitra Semestaraya, Tbk (BMSR)	120%
PT. Infoasia Teknologi Global, Tbk (IATG)	120%
PT. Central Korporindo Internasional, Tbk (CNKO)	110%
PT. Manly Unitama Finance, Tbk (MANY)	105%
PT. Colorpak Indonesia, Tbk (CLPI)	105%
PT. Suryainti Permata, Tbk (SIIP)	104%
PT. Bank Victoria International, Tbk (BVIC)	100%
PT. Alfa Retailindo, Tbk (ALFA)	100%
PT. Surya Intrindo Makmur, Tbk (SIMM)	95%
PT. Lamicitra Nusantara, Tbk (LAMI)	92%
PT. Pyridam Farma, Tbk (PYFA)	90%
PT. Adindo Foresta Indonesia, Tbk (ADFO)	85%
PT. Asiaplast Industries, Tbk (APLI)	83%

PT. Gowa Makassar Tourism Development, Tbk (GMTD)	83%
PT. Rukun Raharja, Tbk (RAJA)	79%

**Tabel 4.5 Frekuensi Waran**

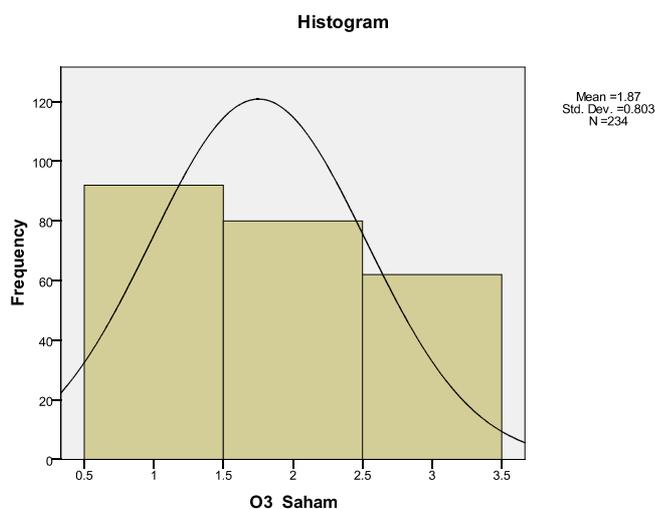
		<i>Frequenc y</i>	<i>Percent</i>	<i>Valid Percent</i>	<i>Cumulative Percent</i>
<i>Valid</i>	0	170	72,6	72,6	72,6
	1	64	27,4	27,4	100,0
	Total	234	100,0	100,0	

Pada faktor waran, terdapat 64 emiten yang menyertakan penerbitan waran pada saat penawaran saham perdana (mewakili 27,4% dari sampel yang diteliti) dan 170 emiten yang tidak menyertakan penerbitan waran pada saat penawaran saham perdana (mewakili 72,6% dari sampel yang diteliti).

**Tabel 4.6. Frekuensi penjamin emisi**

		<i>Frequenc y</i>	<i>Percent</i>	<i>Valid Percent</i>	<i>Cumulative Percent</i>
<i>Valid</i>	0	48	20,5	20,5	20,5
	1	186	79,5	79,5	100,0
	Total	234	100,0	100,0	

Pada tabel frekuensi status perusahaan penjamin emisi, terdapat 48 emiten yang menggunakan penjamin emisi yang berstatus patungan (mewakili 20,5% dari sampel yang diteliti) dan terdapat 186 emiten yang menggunakan penjamin emisi yang berstatus lokal (mewakili 79,5% dari sampel yang diteliti).



**Gambar 4.2 Histogram kategori jumlah saham**

**Tabel 4.7. Frekuensi kategori jumlah saham**

		<i>Frequenc y</i>	<i>Percent</i>	<i>Valid Percent</i>	<i>Cumulative Percent</i>
<i>Valid</i>	1	92	39,3	39,3	39,3
	2	80	34,2	34,2	73,5
	3	62	26,5	26,5	100,0
	Total	234	100,0	100,0	

Pada tabel frekuensi kategori jumlah, terdapat 92 emiten yang menawarkan kurang dari 100 juta lembar saham pada saat IPO (mewakili 39,3% dari sampel yang diteliti), 80 emiten menawarkan saham antara 100 juta – 499 juta lembar (mewakili 34,2% dari sampel yang diteliti), dan 62 emiten menawarkan saham lebih dari 500 juta lembar (mewakili 26,5% dari sampel yang diteliti)

**Tabel 4.8. Frekuensi sektor industri**

		<i>Frequenc y</i>	<i>Percent</i>	<i>Valid Percent</i>	<i>Cumulative Percent</i>
<i>Valid</i>	0	52	22,2	22,2	22,2
	1	182	77,8	77,8	100,0
	Total	234	100,0	100,0	

Pada tabel frekuensi sektor industri, terdapat 52 emiten yang bergerak dalam sektor keuangan (mewakili 22,2% dari sampel yang diteliti) dan 182 emiten yang bergerak dalam sektor Non Keuangan (mewakili 77,8% dari sampel yang diteliti).

**Tabel 4.9. Tabulasi silang kategori *return* dengan waran**

			Waran		Total
			0	1	
Kategori_Return	-1	Count	23	3	26
		% within Waran	13,5%	4,7%	11,1%
	0	Count	11	1	12
		% within Waran	6,5%	1,6%	5,1%
	1	Count	136	60	196
		% within Waran	80,0%	93,8%	83,8%
<b>Total</b>		Count	170	64	234
		% within Waran	100,0%	100,0%	100,0%

Dari tabel di atas dapat diterangkan bahwa tidak semua emiten yang menyertakan waran pada saat IPO memberikan imbal hasil yang positif. Terdapat 3 saham yang mengalami imbal hasil yang negatif (4,7%) dari total saham yang memberikan waran dan 1 (1,6%) saham memberikan imbal hasil sama dengan 0. Adapun emiten yang dimaksud dapat dijelaskan dengan tabel di bawah ini :

**Tabel 4.10. Rangkuman imbal hasil nol dan negatif**

	Emiten_Lengkap	Return	Kategori_Return	Waran
1	Daeyu Orchid Indonesia	0,00	0	1
2	Integrasi Teknologi	-0,30	-1	1
3	Kresna Graha Sekurindo	-0,33	-1	1
4	PT, Verena Oto Finance	-0,17	-1	1
Total	N	4	4	4

**Tabel 4.11. Tabulasi silang kategori *return* dengan penjamin emisi**

		PE		Total	
		0	1		
<b>Kategori_Return</b>	-1	Count	7	19	26
		% within PE	14,6%	10,2%	11,1%
	0	Count	1	11	12
		% within PE	2,1%	5,9%	5,1%
	1	Count	40	156	196
		% within PE	83,3%	83,9%	83,8%
Total		Count	48	186	234
		% within PE	100,0%	100,0%	100,0%

Dari tabel di atas dapat diterangkan bahwa terdapat tujuh penjamin emisi patungan (mewakili 14,6% dari total penjamin emisi patungan) yang mengalami imbal hasil negatif ketika menjadi penjamin emisi saham dan 19 penjamin emisi lokal (mewakili 10,2% dari total lokal) mengalami hal yang sama. Untuk imbal hasil sama dengan nol hanya 1 penjamin emisi patungan (mewakili 2,1%) dan 11 penjamin emisi lokal (mewakili 5,9%). Untuk penjamin emisi yang paling banyak memberikan imbal hasil positif adalah penjamin emisi lokal sebanyak 156 (mewakili 79,6% dari total penjamin emisi yang memberikan imbal hasil positif). Investor tentu akan lebih waspada untuk membeli kembali saham IPO yang ditawarkan oleh penjamin emisi (baik patungan maupun lokal) yang mengalami imbal hasil negatif.

Adapun penjamin emisi patungan yang menjadi penjamin emisi saham yang memiliki *return* negatif disajikan pada tabel di bawah ini.

**Tabel 4.12. Penjamin emisi patungan yang memberikan imbal hasil negatif**

	<i>Return</i>	Nama PE	Emiten Lengkap
1	-26%	PT, Sun Hung Kai Securities Indonesia	Miwon Indonesia
2	-5%	PT, Nomura Indonesia	Komatsu Indonesia
3	-25%	PT Peregrine Sewu Securities	Bank Mayapada

4		-15%	PT, SBC Warburg Indonesia	Bank Universal
5		-22%	PT Peregrine Sewu Securities	Jakarta Setiabudi Property
6		-9%	PT CLSA Indonesia	PT Duta Graha Indah
7		-3%	PT CIMB-GK Securities Indonesia	PT, BTPN
Total	N	7		7

Sedangkan penjamin emisi lokal yang menjadi penjamin emisi saham yang memiliki *return* negatif dapat dijelaskan pada tabel di bawah ini.

**Tabel 4.13. Penjamin emisi lokal yang memberikan imbal hasil negatif**

	<i>Return</i>	Nama_PE	Emiten_Lengkap
1	-5%	BDNI Securities	Perdana Bangun Pusaka
2	-12%	PT, Trimegah, PT, Usaha Bersama Sekuritas	Surya Mas Duta Makmur
3	-8%	PT, Lippo Securities	Sierad Produce Tbk
4	-26%	PT Trimegah Securindo Lestari	Sunson Textile
5	-13%	Usaha Bersama Sekuritas	Astra Otoparts
6	-1%	Agung Securities Indonesia & Bhakti Capital Indonesia	Jaka Artha Graha
7	-5%	Trimegah Securities	Rimo Catur Lestari
8	-8%	Bahana	Indofarma
9	-8%	Ciptadana	Indoexchange dot com
10	-30%	Sinarmas Sekuritas	Integrasi Teknologi
11	-33%	Dhanawibawa Arthacemerlang	Kresna Graha Sekurindo
12	-24%	Artha Securities	Gema Grahasarana Tbk
13	-5%	Andalan Artha Advisindo Sekuritas	Mandala Multifinance
14	-13%	PT Danareksa Sekuritas	PT Ciputra Property
15	-17%	PT Evergreen Capital	PT, Verena Oto Finance
16	-6%	PT Trimegah Securities	PT, Bayan Resources
17	-9%	PT Bahana Securities	Garda Tujuh Buana
18	-3%	PT Optima Kharya Capital Securities	Katarina Utama
19	-8%	PT Bahana Securities	Latinusa
Total	N	19	19

Untuk menjelaskan hubungan *return* dengan sektor industrinya digunakan tabel di bawah ini.

**Tabel 4.14. Tabulasi silang sektor industri dengan *return***

	Sektor		Total		
	0	1			
Kategori_Retur	-1	Count	6	20	26
<i>n</i>		% within Sektor	11,5%	11,0%	11,1 %

0	Count	3	9	12
	% within Sektor	5,8%	4,9%	5,1%
1	Count	43	153	196
	% within Sektor	82,7%	84,1%	83,8 %
Total	Count	52	182	234
	% within Sektor	100,0%	100,0%	100,0%

Dari tabel di atas dapat dijelaskan bahwa terdapat enam saham di sektor keuangan (mewakili 11,5% dari total saham di sektor keuangan) yang memiliki imbal hasil negatif pada hari pertama IPO, sedangkan di sektor non keuangan ada 20 saham (mewakili 11,1% dari total saham di sektor non keuangan) yang memiliki imbal hasil negatif. Secara keseluruhan rasio saham sektor keuangan dan non keuangan hampir berimbang pada setiap kategori *return* baik yang negatif, nol maupun yang positif. Untuk saham yang paling banyak memberikan imbal hasil positif adalah sektor non keuangan sebanyak 153 saham (mewakili 78,1% dari total saham yang memberikan imbal hasil positif).

Untuk menjelaskan hubungan *return* dengan jumlah saham digunakan tabel di bawah ini.

**Tabel 4.15 Tabulasi silang ordinal 3 saham dengan**

			1
<b>Kategori_</b>	-1	<i>Count</i>	
<b>Return</b>		<i>% within</i>	12,0%
		<i>O3_Sah</i>	
		<i>am</i>	
	0	<i>Count</i>	
		<i>% within</i>	2,2%
		<i>O3_Sah</i>	
		<i>am</i>	
	1	<i>Count</i>	
		<i>% within</i>	85,9%
		<i>O3_Sah</i>	
		<i>am</i>	
Total		<i>Count</i>	
		<i>% within</i>	100,0%
		<i>O3_Sah</i>	
		<i>am</i>	

Dari tabel di atas dapat dijelaskan bahwa terdapat 11 saham yang masuk kategori kecil (mewakili 12 % dari total kategori saham kecil) yang memiliki imbal hasil negatif pada hari pertama IPO, sedangkan yang termasuk kategori sedang ada delapan saham (mewakili 10% dari total kategori saham sedang) yang memiliki imbal hasil negatif dan tujuh saham dari kategori besar (mewakili 11,3% dari total kategori saham besar). Untuk kategori saham yang paling banyak memberikan imbal hasil positif adalah kategori saham kecil sebanyak 79 saham (mewakili 40,3% dari total saham yang memberikan imbal hasil positif).

## 4.2. Analisis Inferensial

### 4.2.1. Analisis Inferensial Model 1

*Estimation Command:*

```
=====
LS RETURN @EXPAND(WARAN, PE)
```

*Estimation Equation:*

```
=====
RETURN = C(1)*(WARAN=0 AND PE=0)
+ C(2)*(WARAN=0 AND PE=1) +
C(3)*(WARAN=1 AND PE=0) +
C(4)*(WARAN=1 AND PE=1)
```

*Substituted Coefficients:*

```
=====
RETURN = 0,0953817260718*(WARAN=0
AND PE=0) +
0,274155960097*(WARAN=0 AND PE=1)
+ 0,656363636364*(WARAN=1 AND
PE=0) + 0,604919260019*(WARAN=1
AND PE=1)
```

*Estimation Output :*

*Dependent Variable: RETURN*  
*Method: Least Squares*  
*Date: 06/18/10 Time: 21:49*  
*Sample: 1 234*  
*Included observations: 234*

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob,</i>
WARAN=0,PE=0	0,095382	0,075857	1,257395	0,2099
WARAN=0,PE=1	0,274156	0,044139	6,211148	0,0000
WARAN=1,PE=0	0,656364	0,222455	2,950542	0,0035
WARAN=1,PE=1	0,604919	0,064759	9,341051	0,0000
<i>R-squared</i>	0,119899	<i>Mean dependent var</i>	0,332869	
<i>Adjusted R-squared</i>	0,108419	<i>S,D, dependent var</i>	0,526802	
<i>S,E, of regression</i>	0,497425	<i>Akaike info criterion</i>	1,458203	

<i>Sum squared resid</i>	56,90930	<i>Schwarz criterion</i>	1,517268
<i>Log likelihood</i>	-166,6097	<i>Hannan-Quinn criter</i>	1,482018
<i>Durbin-Watson stat</i>	1,356873		

Hipotesis Statistik yang diuji adalah sebagai berikut :

**Hipotesis 1** : waran dan penjamin emisi mempunyai kecenderungan pengaruh terhadap *return*

Dengan Hipotesis Statistik :

$H_0 : C(1) = C(2) = C(3) = C(4)$

$H_1$ : Bukan  $H_0$

**Hipotesis nol ditolak** berdasarkan statistik uji  $f : f_0 = 10,44452$  dengan  $df(3, 230)$  dan nilai  $p = 0,0000$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ ),

Wald Test digunakan untuk menguji perbedaan antara keempat rerata sel.

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	10,44452	(3, 230)	0,0000
<i>Chi-square</i>	31,33357	3	0,0000

*Null Hypothesis Summary:*

*Normalized Restriction (= 0)*

	<i>Value</i>	<i>Std, Err,</i>
C(1) - C(4)	-0,509538	0,099740
C(2) - C(4)	-0,330763	0,078371
C(3) - C(4)	0,051444	0,231690

*Restrictions are linear in coefficients,*

Kesimpulan :

Waran dan Penjamin emisi memiliki kecenderungan pengaruh yang signifikan terhadap *return*. Karena hasil yang diperoleh adalah signifikan secara statistik, maka hal tersebut berarti bahwa diterbitkan atau tidaknya waran yang menyertai penawaran saham perdana berkecenderungan pengaruh penting terhadap tingkat *return* saham perdana. Berdasarkan asumsi awal bahwa nilai 0 diberikan jika emiten tidak menerbitkan waran dan nilai 1 diberikan jika emiten menerbitkan waran, maka koefisien waran=1 (ada waran) lebih besar dari pada waran =0 (tidak ada waran) menunjukkan bahwa adanya waran yang menyertai penawaran saham perdana akan memperbesar tingkat *return* yang terjadi dibandingkan tidak ada penerbitan waran yang menyertainya. Hal ini terjadi karena dengan memberikan waran pada calon investor yang akan membeli saham, emiten dan penjamin emisi tidak terlalu yakin bahwa saham yang ditawarkan akan diserap seluruhnya oleh pasar, sehingga disamping memberikan tingkat *underpricing* yang cukup besar, emiten dan penjamin emisi juga menawarkan waran sebagai *sweatener*. Berbeda halnya dengan saham yang tidak disertai oleh penerbitan waran, diasumsikan bahwa emiten dan penjamin emisi jauh lebih yakin bahwa saham yang ditawarkan akan diserap seluruhnya oleh pasar karena *performance* emiten yang cukup baik sehingga tidak perlu memberikan tingkat *underpricing* yang cukup besar. Hasil penelitian ini sesuai dengan yang didapatkan oleh Hermawan (2000), Herika (2004) dan Tjaja (2007) yang menyatakan signifikan secara statistik, yang mendapatkan bahwa waran berkecenderungan pengaruh penting terhadap tingkat *underpricing*.

Dari *estimation output* terlihat bahwa *coefisient* (mewakili *return*) tertinggi terdapat pada kondisi waran=1 dan PE=0 (memiliki waran dan penjamin emisi patungan) sebesar 0,656364 (65,6364%). Jika diteliti lebih dalam maka emiten dan nama penjamin emisi-nya adalah sebagai berikut :

**Tabel 4.16 Tabel saham dengan *return* tertinggi pada model 1 hipotesis 1**

	<i>Return</i>	Emiten_Lengkap	Nama_PE
1	1,90	Kridaperdana Indahgraha	General Capital Indonesia
2	0,05	Surya Citra Media	CLSA

3		0,10	Catur Sentosa Adiprana	DBS Vickers Securities	
4		0,66	H0tel Mandarine Regency	PT Overseas Securities	
5		0,57	Bumi Citra Permai	PT Investment Banking Overseas Securities	
Total	N	5			5
	Mean	0,6560			

**Hipotesis 2** : Khusus Untuk penjamin emisi patungan ( $PE = 0$ ) rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

$$H_0: C(1) - C(3) \geq 0$$

$$H_1: C(1) - C(3) < 0$$

**Hipotesis nol ditolak** berdasarkan statistik uji  $t : t_0 = - (5,696912) < 0$  dengan  $df = 230$  dan nilai  $p = 0,0178/2 = 0,0089$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ ), jadi data mendukung hipotesis.

Kesimpulan :

Khusus Untuk  $PE = 0$  rerata *return* untuk Waran=1 lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Rerata *return* untuk saham yang memberikan waran lebih besar dari yang tidak memberikan waran.

*Wald Test:*

*Equation:*

*Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	5,696912	(1, 230)	0,0178
<i>Chi-square</i>	5,696912	1	0,0170

*Null*

*Hypothesis*

*Summary:*

*Normalized*

*Restriction*

(= 0)

*Value*

*Std, Err;*

C(1) - C(3)	-0,560982	0,235033
-------------	-----------	----------

*Restrictions are linear in coefficients.*

**Hipotesis 3** : Khusus Untuk penjamin emisi lokal (PE = 1) rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

H0: C(2) - C(4) >= 0

H1: C(2) - C(4) < 0

**Hipotesis nol ditolak** berdasarkan statistik uji  $t : t_0 = - (17,81238) < 0$  dengan  $df = 230$  dan nilai  $p = 0,0000/2 = 0$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ ).

Kesimpulan :

Khusus Untuk PE = 1 rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Rerata *return* untuk saham yang memberikan waran lebih besar dari yang tidak memberikan waran.

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	17,81238	(1, 230)	0,0000
<i>Chi-square</i>	17,81238	1	0,0000

*Null Hypothesis Summary:*

*Normalized Restriction (= 0)*

*Value Std. Err.*

---



---

C(2) - C(4)	-0,330763	0,078371
-------------	-----------	----------

---



---

*Restrictions are linear in coefficients.*

#### 4.2.2. Analisis Inferensial Model 2

*Estimation Command:*

```
=====
LS RETURN @EXPAND(WARAN, O3_SAHAM)
```

*Estimation Equation:*

```
=====
RETURN = C(1)*(WARAN=0 AND O3_SAHAM=1) + C(2)*(WARAN=0 AND
O3_SAHAM=2) + C(3)*(WARAN=0 AND O3_SAHAM=3) + C(4)*(WARAN=1
AND O3_SAHAM=1) + C(5)*(WARAN=1 AND O3_SAHAM=2) +
C(6)*(WARAN=1 AND O3_SAHAM=3)
```

*Substituted Coefficients:*

```
=====
RETURN = 0,208205656606*(WARAN=0 AND O3_SAHAM=1) +
0,313299086624*(WARAN=0 AND O3_SAHAM=2) +
0,155739599925*(WARAN=0 AND O3_SAHAM=3) +
0,550440627714*(WARAN=1 AND O3_SAHAM=1) +
0,720321975741*(WARAN=1 AND O3_SAHAM=2) +
0,530834862806*(WARAN=1 AND O3_SAHAM=3)
```

*Estimation Output :*

*Dependent Variable: RETURN*

*Method: Least Squares*

*Date: 06/18/10 Time: 22:09*

*Sample: 1 234*

*Included observations: 234*

---

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std, Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob,</i>
-----------------	--------------------	-------------------	--------------------	--------------

---

WARAN=0,O3_SAHAM=1	0,208206	0,060087	3,465096	0,0006
WARAN=0,O3_SAHAM=2	0,313299	0,066697	4,697333	0,0000
WARAN=0,O3_SAHAM=3	0,155740	0,074404	2,093165	0,0374
WARAN=1,O3_SAHAM=1	0,550441	0,104073	5,288988	0,0000
WARAN=1,O3_SAHAM=2	0,720322	0,101882	7,070180	0,0000
WARAN=1,O3_SAHAM=3	0,530835	0,121053	4,385126	0,0000

<i>R-squared</i>	0,121609	<i>Mean dependent var</i>	0,332869
<i>Adjusted R-squared</i>	0,102346	<i>S,D, dependent var</i>	0,526802
<i>S,E, of regression</i>	0,499116	<i>Akaike info criterion</i>	1,473351
<i>Sum squared resid</i>	56,79870	<i>Schwarz criterion</i>	1,561949
<i>Log likelihood</i>	-166,3821	<i>Hannan-Quinn criter,</i>	1,509074
<i>Durbin-Watson stat</i>	1,377349		

Hipotesis Statistik yang diuji adalah sebagai berikut :

**Hipotesis 1** : waran dan jumlah saham mempunyai kecenderungan pengaruh terhadap *return*

Dengan Hipotesis Statistik :

H0 : C(1)= C(2)= C(3)= C(4)=c(5)=c(6)

H1: Bukan H0

**Hipotesis nol ditolak** berdasarkan statistik uji  $f : f_0 = 6,313106$  dengan  $df$  (5, 228) dan nilai  $p = 0,0000$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ ).

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	6,313106	(5, 228)	0,0000
<i>Chi-square</i>	31,56553	5	0,0000

*Null Hypothesis Summary:*

*Normalized Restriction (=*

0)

<i>Value</i>	<i>Std, Err,</i>
--------------	------------------

C(1) - C(6)	-0,322629	0,135146
C(2) - C(6)	-0,217536	0,138212
C(3) - C(6)	-0,375095	0,142091
C(4) - C(6)	0,019606	0,159641
C(5) - C(6)	0,189487	0,158221

*Restrictions are linear in coefficients,*

Kesimpulan :

Waran dan jumlah saham mempunyai kecenderungan pengaruh signifikan terhadap *return*. Koefisien tertinggi pada kondisi ada atau tidaknya waran berada pada kondisi ordinal 2 saham (jumlah saham sedang) sebesar 0,313299 pada saat tidak ada waran dan sebesar 0,720322 pada saat terdapat waran dan keduanya signifikan. Hasil penelitian ini berbeda dengan yang didapatkan oleh Hermawan (2000) dan Tjaja (2007) yang menyatakan tidak signifikan secara statistik, yang mendapatkan bahwa nilai emisi saham tidak berkecenderungan pengaruh penting terhadap tingkat *underpricing*. Dari *estimation output* terlihat bahwa *coefisient* (mewakili *return*) tertinggi terdapat pada kondisi waran=1 dan o3\_saham=2 (memiliki waran dan kategori jumlah saham sedang) sebesar 0,720322 (72,0322%). Jika diteliti lebih dalam maka emiten dan jumlah sahamnya adalah sebagai berikut :

**Tabel 4.16 Tabel Saham dengan *return* tertinggi pada model 2 hipotesis 1.**

	<i>Return</i>	Emiten_Lengkap	Jumlah_IP O
1	1,00	Bank Victoria International	250,000,00 0
2	1,55	Plastpack Prima Industri	100,000,00 0
3	0,04	Indosiar Visual Mandiri	298,374,50 0
4	0,06	Bhakti Capital Indonesia	250,000,00 0
5	0,39	Bank Eksekutif International	277,500,00 0
6	0,10	Karka Yasa Profilia	150,000,00 0
7	0,90	Pyridam Farma Tbk	120,000,00 0
8	4,80	Ryane Adibusana Tbk	150,000,00 0
9	2,04	Centrin Online	100,000,00

10	1,20	Infoasia Teknologi Global	200,000,00	0
11	0,69	Fortune Indonesia	205,000,00	0
12	0,62	Jasuindo Tiga Perkasa	100,000,00	0
13	0,67	Sugi Samapersada	100,000,00	0
14	-0,33	Kresna Graha Sekurindo	100,000,00	0
15	0,05	Surya citra Media Tbk	375,000,00	0
16	0,04	Tambang Batubara Bukit Asam	346,500,00	0
17	0,68	Bumi Teknokultura Unggul	120,000,00	0
18	0,48	Panca Global Securities	190,000,00	0
19	0,05	Asuransi Multi Artha Guna	240,000,00	0
20	0,69	Panorama Transportasi Tbk	128,000,00	0
21	0,70	PT Cowell Development,	250,000,00	0
22	0,70	PT, Bekasi Asri Pemula	150,000,00	0
23	0,33	PT, Kokoh Inti Aberama	250,000,00	0
24	-0,17	PT, Verena Oto Finance	460,000,00	0
Total	N	24	24	24
	Mean	0,7200		2,05E+08

**Hipotesis 2** : Khusus Untuk jumlah saham kecil ( $O3\_Saham=1$ ) rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran ( $Waran=1$ ) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

Dengan hipotesis statistik

$H_0: C(1) - C(4) \geq 0$

$H_1: C(1) - C(4) < 0$

**Hipotesis nol ditolak** berdasarkan statistik uji  $t : t_0 = - (8,110251) < 0$  dengan  $df = 228$  dan nilai  $p = 0,0048/2 = 0,0024$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ )

Kesimpulan :

Khusus Untuk  $O3\_Saham=1$  rerata *return* untuk  $Waran=1$  lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

Rerata *return* untuk saham yang memberikan waran lebih besar dari yang tidak pada kondisi jumlah saham yang ditawarkan kurang dari 100 juta lembar (kategori kecil)

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	8,110251	(1, 228)	0,0048
<i>Chi-square</i>	8,110251	1	0,0044

*Null Hypothesis Summary:*

<i>Normalized Restriction (= 0)</i>	<i>Value</i>	<i>Std. Err.</i>
C(1) - C(4)	-0,342235	0,120173

*Restrictions are linear in coefficients,*

Kesimpulan :

Kecenderungan pengaruh Waran Terhadap *Return* pada kondisi O3\_Saham=1 memiliki kecenderungan pengaruh yang signifikan.

Ada atau tidaknya waran yang disertakan pada saat IPO dengan kondisi kategori saham kecil (kurang dari 100 juta lembar) berkecenderungan pengaruh signifikan terhadap *return*.

**Hipotesis 3** : Khusus Untuk jumlah saham sedang (O3\_Saham=2) rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

H0: C(2)- C(5)>=0

H1:  $C(2) - C(5) < 0$

**Hipotesis nol ditolak** berdasarkan statistik uji  $t : t_0 = - (11,17232) < 0$  dengan  $df = 228$  dan nilai  $p = 0,0010/2 = 0,0005$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ ).

Kesimpulan :

Khusus Untuk O3\_Saham=2 rerata *return* untuk Waran=1 lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Rerata *return* untuk saham yang memberikan waran lebih besar dari yang tidak pada kondisi jumlah saham yang ditawarkan kurang dari 500 juta lembar (kategori sedang)

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	11,17232	(1, 228)	0,0010
<i>Chi-square</i>	11,17232	1	0,0008

*Null Hypothesis Summary:*

*Normalized Restriction (= 0)*

	<i>Value</i>	<i>Std. Err.</i>
C(2) - C(5)	-0,407023	0,121772

*Restrictions are linear in coefficients.*

**Hipotesis 4** : Khusus Untuk jumlah saham besar (O3\_Saham=3) rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

$H_0: C(3) - C(6) \geq 0$

$H_1: C(3) - C(6) < 0$

**Hipotesis nol** ditolak berdasarkan statistik uji  $t : t_0 = - (6,968661) < 0$  dengan  $df = 228$  dan nilai  $p = 0,0089/2 = 0,00445$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ ). Data mendukung hipotesis.

Kesimpulan :

Khusus Untuk O3\_Saham=3 rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Rerata *return* untuk saham yang memberikan waran lebih besar dari yang tidak pada kondisi jumlah saham yang ditawarkan lebih dari 500 juta lembar (kategori sedang).

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	6,968661	(1, 228)	0,0089
<i>Chi-square</i>	6,968661	1	0,0083

*Null Hypothesis Summary:*

*Normalized Restriction (= 0)*

	<i>Value</i>	<i>Std, Err.</i>
C(3) - C(6)	-0,375095	0,142091

*Restrictions are linear in coefficients,*

### 4.2.3. Analisis Inferensial Model 3

*Estimation Command:*

```
=====
LS RETURN @EXPAND(PE, O3_SAHAM, WARAN)
```

*Estimation Equation:*

```
=====
RETURN = C(1)*(PE=0 AND O3_SAHAM=1 AND WARAN=0) + C(2)*(PE=0
AND O3_SAHAM=1 AND WARAN=1) + C(3)*(PE=0 AND O3_SAHAM=2
AND WARAN=0) + C(4)*(PE=0 AND O3_SAHAM=2 AND WARAN=1) +
C(5)*(PE=0 AND O3_SAHAM=3 AND WARAN=0) + C(6)*(PE=0 AND
O3_SAHAM=3 AND WARAN=1) + C(7)*(PE=1 AND O3_SAHAM=1 AND
WARAN=0) + C(8)*(PE=1 AND O3_SAHAM=1 AND WARAN=1) +
C(9)*(PE=1 AND O3_SAHAM=2 AND WARAN=0) + C(10)*(PE=1 AND
O3_SAHAM=2 AND WARAN=1) + C(11)*(PE=1 AND O3_SAHAM=3 AND
WARAN=0) + C(12)*(PE=1 AND O3_SAHAM=3 AND WARAN=1)
```

*Substituted Coefficients:*

```
=====
RETURN = 0,0530408128899*(PE=0 AND O3_SAHAM=1 AND WARAN=0) +
1,9*(PE=0 AND O3_SAHAM=1 AND WARAN=1) + 0,100742123346*(PE=0
AND O3_SAHAM=2 AND WARAN=0) + 0,0454545454545*(PE=0 AND
O3_SAHAM=2 AND WARAN=1) + 0,137018698031*(PE=0 AND
O3_SAHAM=3 AND WARAN=0) + 0,445454545455*(PE=0 AND
O3_SAHAM=3 AND WARAN=1) + 0,258932624744*(PE=1 AND
O3_SAHAM=1 AND WARAN=0) + 0,489097019883*(PE=1 AND
O3_SAHAM=1 AND WARAN=1) + 0,35950712212*(PE=1 AND
O3_SAHAM=2 AND WARAN=0) + 0,749664037928*(PE=1 AND
O3_SAHAM=2 AND WARAN=1) + 0,166068373383*(PE=1 AND
O3_SAHAM=3 AND WARAN=0) + 0,549130645096*(PE=1 AND
O3_SAHAM=3 AND WARAN=1)
```

*Estimation Output :*

*Dependent Variable: RETURN*

*Method: Least Squares*

Date: 06/18/10 Time: 22:36

Sample: 1 234

Included observations: 234

Variable	Coefficient	Std, Error	t-Statistic	Prob,
PE=0,O3_SAHAM=1,WARAN=0	0,053041	0,118830	0,446359	0,6558
PE=0,O3_SAHAM=1,WARAN=1	1,900000	0,489948	3,877959	0,0001
PE=0,O3_SAHAM=2,WARAN=0	0,100742	0,154935	0,650221	0,5162
PE=0,O3_SAHAM=2,WARAN=1	0,045455	0,489948	0,092774	0,9262
PE=0,O3_SAHAM=3,WARAN=0	0,137019	0,122487	1,118638	0,2645
PE=0,O3_SAHAM=3,WARAN=1	0,445455	0,282872	1,574757	0,1167
PE=1,O3_SAHAM=1,WARAN=0	0,258933	0,067944	3,810993	0,0002
PE=1,O3_SAHAM=1,WARAN=1	0,489097	0,104457	4,682265	0,0000
PE=1,O3_SAHAM=2,WARAN=0	0,359507	0,072239	4,976638	0,0000
PE=1,O3_SAHAM=2,WARAN=1	0,749664	0,102161	7,338043	0,0000
PE=1,O3_SAHAM=3,WARAN=0	0,166068	0,090981	1,825306	0,0693
PE=1,O3_SAHAM=3,WARAN=1	0,549131	0,130944	4,193623	0,0000
<i>R-squared</i>	0,175856	<i>Mean dependent var</i>	0,332869	
<i>Adjusted R-squared</i>	0,135020	<i>S,D, dependent var</i>	0,526802	
<i>S,E, of regression</i>	0,489948	<i>Akaike info criterion</i>	1,460887	
<i>Sum squared resid</i>	53,29098	<i>Schwarz criterion</i>	1,638083	
<i>Log likelihood</i>	-158,9238	<i>Hannan-Quinn criter,</i>	1,532332	
<i>Durbin-Watson stat</i>	1,407098			

Hipotesis Statistik yang diuji adalah sebagai berikut :

**Hipotesis 1** : waran dan penjamin emisi mempunyai kecenderungan pengaruh terhadap *return*

Dengan Hipotesis Statistik :

H0 : C(1)= C(2)= C(3)= C(4)=C(5)=C(6)=C(7)=C(8)=C(9)=C(10)=C(11)=C(12)

H1: Bukan H0

**Hipotesis nol ditolak** berdasarkan statistik uji  $f$  :  $f_0 = 4,306401$  dengan  $df$  (11, 222) dan nilai  $p = 0,0000$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ ),

*Wald Test:*

Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	4,306401	(11, 222)	0,0000
Chi-square	47,37041	11	0,0000

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std, Err,
C(1) - C(12)	-0,496090	0,176825
C(2) - C(12)	1,350869	0,507145
C(3) - C(12)	-0,448389	0,202858
C(4) - C(12)	-0,503676	0,507145
C(5) - C(12)	-0,412112	0,179303
C(6) - C(12)	-0,103676	0,311710
C(7) - C(12)	-0,290198	0,147522
C(8) - C(12)	-0,060034	0,167504
C(9) - C(12)	-0,189624	0,149549
C(10) - C(12)	0,200533	0,166082
C(11) - C(12)	-0,383062	0,159449

Restrictions are linear in coefficients.

Kesimpulan :

Penjamin emisi, jumlah saham dan waran mempunyai kecenderungan pengaruh signifikan terhadap *return*. Dari *estimation output* terlihat bahwa *coefisient* tertinggi terdapat pada kondisi waran=1, o3\_saham=1 dan penjamin emisi=0 (memiliki waran, kategori jumlah saham kecil dan penjamin emisi patungan) sebesar 1,9 (190%). Jika diteliti lebih dalam maka emiten, penjamin emisi dan jumlah sahamnya adalah sebagai berikut :

	Return	Emiten_Lengkap	Nama_PE	Jumlah_IPO
1	1,90	Kridaperdana Indahgraha	General Capital Indonesia	30,000,000
Total	N	1	1	1

$$i \in \{0,1\} \& j \in \{1,2,3\}$$

**Hipotesis 2** : Khusus untuk masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i$ ,  $O3\_Saham=j$ ) untuk rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran ( $Waran=1$ ) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

Dengan hipotesis statistik

$H_0: C(k) - C(k+1) \geq 0$  untuk masing-masing  $k=1,3,5,7,9,11$

$H_1: C(k) - C(k+1) < 0$

**Hipotesis nol ditolak** berdasarkan statistik uji  $t : t_0 = - (13,42117) < 0$  dengan  $df = 222$  dan nilai  $p = 0,0003/2 = 0,00015$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ ).

Kesimpulan :

Khusus untuk masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i$ ,  $O3\_Saham=j$ ) untuk rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran ( $Waran=1$ ) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

Rerata *return* untuk saham yang memberikan waran lebih besar daripada yang tidak memberi waran pada kondisi masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i$ ,  $O3\_Saham=j$ ) untuk

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	13,42117	(1, 222)	0,0003
<i>Chi-square</i>	13,42117	1	0,0002

---



---

*Null Hypothesis Summary:*

---

<i>Normalized Restriction (= 0)</i>	<i>Value</i>	<i>Std, Err,</i>
C(1) - C(2)	-1,846959	0,504153

*Restrictions are linear in coefficients.*

**Hipotesis 3** : Khusus untuk masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i, O3\_Saham=j$ ) untuk rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

$H_0: C(k) - C(k+1) \geq 0$  untuk masing-masing  $k=1,3,5,7,9,11$

$H_1: C(k) - C(k+1) < 0$

**Hipotesis nol diterima** berdasarkan  $C(3) - C(4) > 0$ , artinya data tidak mendukung hipotesis

Kesimpulan :

**Data tidak mendukung hipotesis**

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

---



---

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	0,011576	(1, 222)	0,9144
<i>Chi-square</i>	0,011576	1	0,9143

---



---

*Null Hypothesis Summary:*

---

<i>Normalized Restriction (= 0)</i>	<i>Value</i>	<i>Std, Err,</i>
C(3) - C(4)	0,055288	0,513862

---

*Restrictions are linear in coefficients.*

**Hipotesis 4** : Khusus untuk masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i$ ,  $O3\_Saham=j$ ) untuk rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran ( $Waran=1$ ) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

Dengan hipotesis statistik

$H_0: C(k) - C(k+1) \geq 0$  untuk masing-masing  $k=1,3,5,7,9,11$

$H_1: C(k) - C(k+1) < 0$

**Hipotesis nol diterima** berdasarkan statistik uji  $t : t_0 = - (1,001190) < 0$  dengan  $df = 222$  dan nilai  $p = 0,3181/2 = 0,15905$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ ).

Kesimpulan :

Khusus untuk masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i$ ,  $O3\_Saham=j$ ) untuk rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran ( $Waran=1$ ) tidak lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

$$i \in (0,1) \& j \in (0,2)$$

Rerata *return* untuk saham yang memberikan waran tidak lebih besar daripada yang tidak memberi waran pada kondisi masing-masing sel/kelompok emiten (PE= $i$ , O3\_Saham= $j$ ) untuk

Ada atau tidak adanya waran berkecenderungan pengaruh tidak signifikan terhadap *return* pada kondisi di atas.

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	1,001190	(1, 222)	0,3181
<i>Chi-square</i>	1,001190	1	0,3170

*Null Hypothesis Summary:*

<i>Normalized Restriction (= 0)</i>	<i>Value</i>	<i>Std. Err.</i>
C(5) - C(6)	-0,308436	0,308252

*Restrictions are linear in coefficients,*

$$i \in (0,1) \& j \in (0,2)$$

**Hipotesis 5** : Khusus untuk masing-masing sel/kelompok emiten (PE= $i$ , O3\_Saham= $j$ ) untuk rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

$H_0: C(k) - C(k+1) \geq 0$  untuk masing-masing  $k=1,3,5,7,9,11$

$H_1: C(k) - C(k+1) < 0$

**Hipotesis nol ditolak** berdasarkan statistik uji  $t : t_0 = - (3,411693) < 0$  dengan  $df = 222$  dan nilai  $p = 0,0661/2 = 0,03305$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ ).

Kesimpulan :

$i \in \{0,1\} \& j \in \{1,2,3\}$

Khusus untuk masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i, O3\_Saham=j$ ) untuk rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

$i \in \{0,1\} \& j \in \{1,2,3\}$

Rerata *return* untuk saham yang memberikan waran lebih besar daripada yang tidak memberi waran pada kondisi masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i, O3\_Saham=j$ ) untuk

Ada atau tidak adanya waran berkecenderungan pengaruh signifikan terhadap *return* pada kondisi di atas.

*Wald Test:*

*Equation:*

*Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	3,411693	(1, 222)	0,0661
<i>Chi-square</i>	3,411693	1	0,0647

*Null*

*Hypothesis*

*Summary:*

*Normalized*

*Restriction*

(= 0)

	<i>Value</i>	<i>Std. Err.</i>
$C(7) - C(8)$	-0,230164	0,124610

*Restrictions are linear in coefficients.*



**Hipotesis 6** : Khusus untuk masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i$ ,  $O3\_Saham=j$ ) untuk rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran ( $Waran=1$ ) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

Dengan hipotesis statistik

$H_0: C(k) - C(k+1) \geq 0$  untuk masing-masing  $k=1,3,5,7,9,11$

$H_1: C(k) - C(k+1) < 0$

**Hipotesis nol ditolak** berdasarkan statistik uji  $t : t_0 = - (9,723318) < 0$  dengan  $df = 222$  dan nilai  $p = 0,0021/2 = 0,00105$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ ).

Kesimpulan :



Khusus untuk masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i$ ,  $O3\_Saham=j$ ) untuk rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran ( $Waran=1$ ) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )



Rerata *return* untuk saham yang memberikan waran lebih besar daripada yang tidak memberi waran pada kondisi masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i$ ,  $O3\_Saham=j$ ) untuk

Ada atau tidak adanya waran berkecenderungan pengaruh signifikan terhadap *return* pada kondisi di atas.

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	9,723318	(1, 222)	0,0021
<i>Chi-square</i>	9,723318	1	0,0018

*Null Hypothesis Summary:*

<i>Normalized Restriction (= 0)</i>	<i>Value</i>	<i>Std, Err,</i>
C(9) - C(10)	-0,390157	0,125122

*Restrictions are linear in coefficients.*



**Hipotesis 7** : Khusus untuk masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i$ ,  $O3\_Saham=j$ ) untuk rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran ( $Waran=1$ ) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )

Dengan hipotesis statistik

$H_0: C(k) - C(k+1) \geq 0$  untuk masing-masing  $k=1,3,5,7,9,11$

$H_1: C(k) - C(k+1) < 0$

**Hipotesis nol ditolak** berdasarkan statistik uji  $t : t_0 = - (5,771592) < 0$  dengan  $df = 222$  dan nilai  $p = 0,0171/2 = 0,00855$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ )

Kesimpulan :



Khusus untuk masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i$ ,  $O3\_Saham=j$ ) untuk rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran ( $Waran=1$ ) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran ( $Waran = 0$ )



Rerata *return* untuk saham yang memberikan waran lebih besar daripada yang tidak memberi waran pada kondisi masing-masing sel/kelompok emiten ( $PE=i$ ,  $O3\_Saham=j$ ) untuk

Ada atau tidak adanya waran berkecenderungan pengaruh signifikan terhadap *return* pada kondisi di atas.

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	5,771592	(1, 222)	0,0171
<i>Chi-square</i>	5,771592	1	0,0163

*Null Hypothesis Summary:*

*Normalized Restriction (= 0)*

	<i>Value</i>	<i>Std. Err.</i>
C(11) - C(12)	-0,383062	0,159449

*Restrictions are linear in coefficients.*

**Tabel 4.17 Rangkuman hasil pengujian hipotesis berdasarkan model 3**

PE	03 saham	waran =0	waran =1	Statistik Uji t	<i>Probability</i>	Kesimpulan
0	1	C1	C2	-3,663491504	0,00015	H0 ditolak
0	2	C3	C4	0,011576	0,9144	H0 tidak ditolak

0	3	C5	C6	-1,000594823	0,15905	H0 tidak ditolak
1	1	C7	C8	-1,84707688	0,03305	H0 ditolak
1	2	C9	C10	-3,118223533	0,00105	H0 ditolak
1	3	C11	C12	-2,402413786	0,00855	H0 ditolak
<b>H0 : C(1)= C(2)= C(3)= C(4)=c(5)=c(6)=c(7)=c(8)=c(9)=c(10)=c(11)=c(12) ditolak</b>						
<b>berdasarkan statistik uji <math>f</math> : <math>f_0 = 4,306401</math> dengan <math>df</math> (11, 222)</b>						
<b>dan nilai <math>p = 0,0000</math></b>						
<b>(pada taraf signifikansi <math>\alpha = 5\%</math>)</b>						

Penjelasan hasil :

- a. Kecenderungan pengaruh waran, penjamin emisi, O3\_saham, secara bersama-sama terhadap *return* **signifikan**

Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya signifikan terhadap *return*.

- b. Kecenderungan pengaruh Waran kondisional pada saat Penjamin Emisi 0 (Patungan), O3\_saham 1 (Jumlah Saham kurang dari 100 juta lembar) signifikan terhadap *return*

Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya **tidak** signifikan terhadap *return*

- c. Kecenderungan pengaruh waran kondisional pada saat penjamin emisi patungan, jumlah saham kurang dari 500 juta lembar (kategori sedang), tidak signifikan terhadap *return*. Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya **tidak** signifikan terhadap *return*

- d. Kecenderungan pengaruh waran kondisional pada saat penjamin emisi patungan, jumlah saham lebih dari 500 juta lembar (kategori besar) tidak signifikan terhadap *return*. Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya **tidak** signifikan terhadap *return*

- e. Kecenderungan pengaruh waran kondisional pada saat penjamin emisi lokal, jumlah saham kurang dari 100 juta lembar (kategori kecil), signifikan terhadap *return*. Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya **signifikan** terhadap *return*

- f. Kecenderungan pengaruh waran kondisional pada saat penjamin emisi lokal, jumlah saham kurang dari 500 juta lembar (kategori sedang), **signifikan** terhadap *return*, Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya **signifikan** terhadap *return*.
- g. Kecenderungan pengaruh waran kondisional pada saat penjamin emisi lokal, jumlah saham lebih dari 500 juta lembar (kategori besar), **signifikan** terhadap *return*. Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya **signifikan** terhadap *return*



#### 4.2.4. Analisis Inferensial Model 4

*Estimation Command:*

=====  
 LS RETURN @EXPAND(WARAN,PE,O3\_SAHAM,SEKTOR)

*Estimation Equation:*

=====  
 RETURN = C(1)\*(WARAN=0 AND PE=0 AND O3\_SAHAM=1 AND SEKTOR=0) + C(2)\*(WARAN=0 AND PE=0 AND O3\_SAHAM=1 AND SEKTOR=1) + C(3)\*(WARAN=0 AND PE=0 AND O3\_SAHAM=2 AND SEKTOR=0) + C(4)\*(WARAN=0 AND PE=0 AND O3\_SAHAM=2 AND SEKTOR=1) + C(5)\*(WARAN=0 AND PE=0 AND O3\_SAHAM=3 AND SEKTOR=0) + C(6)\*(WARAN=0 AND PE=0 AND O3\_SAHAM=3 AND SEKTOR=1) + C(7)\*(WARAN=0 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=1 AND SEKTOR=0) + C(8)\*(WARAN=0 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=1 AND SEKTOR=1) + C(9)\*(WARAN=0 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=2 AND SEKTOR=0) + C(10)\*(WARAN=0 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=2 AND SEKTOR=1) + C(11)\*(WARAN=0 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=3 AND SEKTOR=0) + C(12)\*(WARAN=0 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=3 AND SEKTOR=1) + C(13)\*(WARAN=1 AND PE=0 AND O3\_SAHAM=1 AND SEKTOR=1) + C(14)\*(WARAN=1 AND PE=0 AND O3\_SAHAM=2 AND SEKTOR=1) + C(15)\*(WARAN=1 AND PE=0 AND O3\_SAHAM=3 AND SEKTOR=1) + C(16)\*(WARAN=1 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=1 AND SEKTOR=0) + C(17)\*(WARAN=1 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=1 AND SEKTOR=1) + C(18)\*(WARAN=1 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=2 AND SEKTOR=0) + C(19)\*(WARAN=1 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=2 AND SEKTOR=1) + C(20)\*(WARAN=1 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=3 AND SEKTOR=1)

*Substituted Coefficients:*

=====  
 RETURN = -0,0182584269663\*(WARAN=0 AND PE=0 AND O3\_SAHAM=1 AND SEKTOR=0) + 0,062547378204\*(WARAN=0 AND PE=0 AND O3\_SAHAM=1 AND SEKTOR=1) + 0,0127026969132\*(WARAN=0 AND PE=0

AND O3\_SAHAM=2 AND SEKTOR=0) + 0,159435074302\*(WARAN=0 AND PE=0 AND O3\_SAHAM=2 AND SEKTOR=1) + 0,15462962963\*(WARAN=0 AND PE=0 AND O3\_SAHAM=3 AND SEKTOR=0) + 0,13450285066\*(WARAN=0 AND PE=0 AND O3\_SAHAM=3 AND SEKTOR=1) + 0,390773809524\*(WARAN=0 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=1 AND SEKTOR=0) + 0,21938026931\*(WARAN=0 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=1 AND SEKTOR=1) + 0,176051566744\*(WARAN=0 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=2 AND SEKTOR=0) + 0,431777492419\*(WARAN=0 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=2 AND SEKTOR=1) + 0,203303495311\*(WARAN=0 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=3 AND SEKTOR=0) + 0,154220834588\*(WARAN=0 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=3 AND SEKTOR=1) + 1,9\*(WARAN=1 AND PE=0 AND O3\_SAHAM=1 AND SEKTOR=1) + 0,0454545454545\*(WARAN=1 AND PE=0 AND O3\_SAHAM=2 AND SEKTOR=1) + 0,445454545455\*(WARAN=1 AND PE=0 AND O3\_SAHAM=3 AND SEKTOR=1) + 0,467402597403\*(WARAN=1 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=1 AND SEKTOR=0) + 0,495477732377\*(WARAN=1 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=1 AND SEKTOR=1) + 0,211583610188\*(WARAN=1 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=2 AND SEKTOR=0) + 0,985074225063\*(WARAN=1 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=2 AND SEKTOR=1) + 0,549130645096\*(WARAN=1 AND PE=1 AND O3\_SAHAM=3 AND SEKTOR=1)

*Estimation Output :*

*Dependent Variable: RETURN*

*Method: Least Squares*

*Date: 06/18/10 Time: 23:18*

*Sample: 1 234*

*Included observations: 234*

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob,</i>
WARAN=0,PE=0,O3_SAHAM=1,S EKTOR=0	-0,018258	0,339794	-0,053734	0,9572
WARAN=0,PE=0,O3_SAHAM=1,S EKTOR=1	0,062547	0,124075	0,504109	0,6147
WARAN=0,PE=0,O3_SAHAM=2,S	0,012703	0,240270	0,052868	0,9579

EKTOR=0				
WARAN=0,PE=0,O3_SAHAM=2,S				
EKTOR=1	0,159435	0,196180	0,812698	0,4173
WARAN=0,PE=0,O3_SAHAM=3,S				
EKTOR=0	0,154630	0,339794	0,455069	0,6495
WARAN=0,PE=0,O3_SAHAM=3,S				
EKTOR=1	0,134503	0,128430	1,047286	0,2961
WARAN=0,PE=1,O3_SAHAM=1,S				
EKTOR=0	0,390774	0,138720	2,816993	0,0053
WARAN=0,PE=1,O3_SAHAM=1,S				
EKTOR=1	0,219380	0,075980	2,887335	0,0043
WARAN=0,PE=1,O3_SAHAM=2,S				
EKTOR=0	0,176052	0,133278	1,320934	0,1879
WARAN=0,PE=1,O3_SAHAM=2,S				
EKTOR=1	0,431777	0,083651	5,161627	0,0000
WARAN=0,PE=1,O3_SAHAM=3,S				
EKTOR=0	0,203303	0,181627	1,119344	0,2642
WARAN=0,PE=1,O3_SAHAM=3,S				
EKTOR=1	0,154221	0,102452	1,505303	0,1337
WARAN=1,PE=0,O3_SAHAM=1,S				
EKTOR=1	1,900000	0,480541	3,953878	0,0001
WARAN=1,PE=0,O3_SAHAM=2,S				
EKTOR=1	0,045455	0,480541	0,094590	0,9247
WARAN=1,PE=0,O3_SAHAM=3,S				
EKTOR=1	0,445455	0,277440	1,605586	0,1098
WARAN=1,PE=1,O3_SAHAM=1,S				
EKTOR=0	0,467403	0,214904	2,174932	0,0307
WARAN=1,PE=1,O3_SAHAM=1,S				
EKTOR=1	0,495478	0,116548	4,251266	0,0000
WARAN=1,PE=1,O3_SAHAM=2,S				
EKTOR=0	0,211584	0,181627	1,164932	0,2453
WARAN=1,PE=1,O3_SAHAM=2,S				
EKTOR=1	0,985074	0,120135	8,199712	0,0000
WARAN=1,PE=1,O3_SAHAM=3,S				
EKTOR=1	0,549131	0,128430	4,275721	0,0000

---

<i>R-squared</i>	0,235770	<i>Mean dependent var</i>	0,332869
<i>Adjusted R-squared</i>	0,167918	<i>S,D, dependent var</i>	0,526802
<i>S,E, of regression</i>	0,480541	<i>Akaike info criterion</i>	1,453786
<i>Sum squared resid</i>	49,41678	<i>Schwarz criterion</i>	1,749113
<i>Log likelihood</i>	-150,0930	<i>Hannan-Quinn criter,</i>	1,572862
<i>Durbin-Watson stat</i>	1,533807		

---

**Hipotesis 1** : Khusus Untuk  $PE=i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan  $O3\_Saham=j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor  $=k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

$H_0: C(1)=C(2)= C(3)=C(4)= C(5)=C(6)= C(7)=C(8)= C(9)=C(10)= C(11)=C(12)= C(13)=C(14)= C(15)=C(16)= C(17)=C(18)=C(19)=C(20)$

$H_1$ : Bukan  $H_0$

**Hipotesis nol ditolak** berdasarkan statistik uji  $f : f_0 = 3,474765$  dengan  $df = (19, 214)$  dan nilai  $p = 0,0000$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ ),

Kesimpulan :

Waran, penjamin emisi, jumlah saham dan sektor secara bersama-sama mempunyai kecenderungan pengaruh signifikan terhadap *return*

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	3,474765	(19, 214)	0,0000
<i>Chi-square</i>	66,02054	19	0,0000

*Null Hypothesis Summary:*

*Normalized Restriction (= 0)*

	<i>Value</i>	<i>Std, Err,</i>
C(1) - C(20)	-0,567389	0,363255
C(2) - C(20)	-0,486583	0,178575
C(3) - C(20)	-0,536428	0,272441
C(4) - C(20)	-0,389696	0,234480
C(5) - C(20)	-0,394501	0,363255
C(6) - C(20)	-0,414628	0,181627

C(7) - C(20)	-0,158357	0,189044
C(8) - C(20)	-0,329750	0,149222
C(9) - C(20)	-0,373079	0,185087
C(10) - C(20)	-0,117353	0,153270
C(11) - C(20)	-0,345827	0,222447
C(12) - C(20)	-0,394910	0,164288
C(13) - C(20)	1,350869	0,497407
C(14) - C(20)	-0,503676	0,497407
C(15) - C(20)	-0,103676	0,305724
C(16) - C(20)	-0,081728	0,250356
C(17) - C(20)	-0,053653	0,173429
C(18) - C(20)	-0,337547	0,222447
C(19) - C(20)	0,435944	0,175860

*Restrictions are linear in coefficients,*

**Hipotesis 2** : Khusus Untuk PE= $i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan O3\_Saham= $j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor = $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

$$H_0: C(1) - C(2) \geq 0$$

$$H_1: C(1) - C(2) < 0$$

**Hipotesis nol** diterima berdasarkan statistik uji  $t$  :  $t_0 = - (0,049900) < 0$  dengan  $df = 214$  dan nilai  $p = 0,8235/2 = 0,41175$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ ).

Kesimpulan :

Khusus Untuk PE= $i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan O3\_Saham= $j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor = $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) tidak lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Ada atau tidak adanya waran berkecenderungan pengaruh tidak signifikan terhadap *return* pada kondisi di atas.

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	0,049900	(1, 214)	0,8235
<i>Chi-square</i>	0,049900	1	0,8232

*Null Hypothesis Summary:*

<i>Normalized Restriction (= 0)</i>	<i>Value</i>	<i>Std, Err,</i>
<i>C(1) - C(2)</i>	-0,080806	0,361738

*Restrictions are linear in coefficients,*

**Hipotesis 3** : Khusus Untuk PE= $i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan O3\_Saham= $j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor = $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

$$H_0: C(3) - C(4) \geq 0$$

$$H_1: C(3) - C(4) < 0$$

**Hipotesis nol diterima** berdasarkan statistik uji  $t : t_0 = -(0,223770) < 0$  dengan  $df = 214$  dan nilai  $p = 0,6367/2 = 0,31835$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ ).

Kesimpulan :

Khusus Untuk PE= $i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan O3\_Saham= $j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor = $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran

(Waran=1) tidak lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Ada atau tidak adanya waran berkecenderungan pengaruh tidak signifikan terhadap *return* pada kondisi di atas.

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	0,223770	(1, 214)	0,6367
<i>Chi-square</i>	0,223770	1	0,6362

*Null Hypothesis Summary:*

<i>Normalized Restriction (= 0)</i>	<i>Value</i>	<i>Std, Err;</i>
C(3) - C(4)	-0,146732	0,310188

*Restrictions are linear in coefficients,*

**Hipotesis 4** : Khusus Untuk PE= $i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan O3\_Saham= $j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor = $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0).

Dengan hipotesis statistik

H0: C(5) - C(6)  $\geq$  0

H1: C(5) - C(6)  $<$  0

**Hipotesis nol diterima** karena  $c(5) - c(6) > 0$ , artinya data tidak mendukung hipotesis

Kesimpulan :

**Data tidak mendukung hipotesis**

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	0,003070	(1, 214)	0,9559
<i>Chi-square</i>	0,003070	1	0,9558

*Null Hypothesis Summary:*

<i>Normalized Restriction (= 0)</i>	<i>Value</i>	<i>Std. Err.</i>
C(5) - C(6)	0,020127	0,363255

*Restrictions are linear in coefficients,*

**Hipotesis 5** : Khusus Untuk  $PE=i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan  $O3\_Saham=j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor  $=k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

$$H_0: C(7) - C(8) \geq 0$$

$$H_1: C(7) - C(8) < 0$$

**Hipotesis nol diterima** karena  $C(7) - C(8) > 0$ , artinya data tidak mendukung hipotesis

Kesimpulan :

### Data tidak mendukung hipotesis

Wald Test:

Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	1,174265	(1, 214)	0,2797
Chi-square	1,174265	1	0,2785

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(7) - C(8)	0,171394	0,158165

Restrictions are linear in coefficients.

**Hipotesis 6** : Khusus Untuk PE= $i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan O3\_Saham= $j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor = $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

H0:  $C(9) - C(10) \geq 0$

H1:  $C(9) - C(10) < 0$

**Hipotesis nol diterima** berdasarkan statistik uji  $t$  :  $t_0 = -(2,641121) < 0$  dengan  $df = 214$  dan nilai  $p = 0,1056/2 = 0,0528$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ ).

Kesimpulan :

Khusus Untuk PE= $i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan O3\_Saham= $j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor = $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran

(Waran=1) tidak lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Ada atau tidak adanya waran berkecenderungan pengaruh tidak signifikan terhadap *return* pada kondisi di atas.

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	2,641121	(1, 214)	0,1056
<i>Chi-square</i>	2,641121	1	0,1041

*Null Hypothesis Summary:*

<i>Normalized Restriction (= 0)</i>	<i>Value</i>	<i>Std, Err,</i>
C(9) - C(10)	-0,255726	0,157355

**Hipotesis 7** : Khusus Untuk PE= $i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan O3\_Saham= $j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor = $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

H0: C(11) - C(12)  $\geq$  0

H1: C(11) - C(12)  $<$  0

**Hipotesis nol diterima** karena C(11) – C(12)  $>$  0, artinya data tidak mendukung hipotesis

Kesimpulan :

### Data tidak mendukung hipotesis

Wald Test:

Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	0,055401	(1, 214)	0,8141
Chi-square	0,055401	1	0,8139

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(11) - C(12)	0,049083	0,208530

Restrictions are linear in coefficients,

**Hipotesis 8** : Khusus Untuk PE= $i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan O3\_Saham= $j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor = $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

H0: C(16) - C(17)  $\geq$  0

H1: C(16) - C(17)  $<$  0

**Hipotesis nol diterima** berdasarkan statistik uji  $t$  :  $t_0 = -(0,013188) < 0$  dengan df = 214 dan nilai  $p = 0,9087/2 = 0,45435$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ ),

Kesimpulan :

Khusus Untuk  $PE=i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan  $O3\_Saham=j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor  $=k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) tidak lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Ada atau tidak adanya waran berkecenderungan pengaruh tidak signifikan terhadap *return* pada kondisi di atas.

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	0,013188	(1, 214)	0,9087
<i>Chi-square</i>	0,013188	1	0,9086

*Null Hypothesis Summary:*

<i>Normalized Restriction (= 0)</i>	<i>Value</i>	<i>Std, Err,</i>
C(16) - C(17)	-0,028075	0,244474

*Restrictions are linear in coefficients.*

**Hipotesis 9** : Khusus Untuk  $PE=i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan  $O3\_Saham=j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor  $=k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Dengan hipotesis statistik

$H_0: C(18) - C(19) \geq 0$

$H_1: C(18) - C(19) < 0$

Hipotesis nol ditolak berdasarkan statistik uji  $t : t_0 = - (12,61652) < 0$  dengan  $df = 214$  dan nilai  $p = 0,0005/2 = 0,00025$  (pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ ).

Kesimpulan :

Khusus Untuk  $PE=i$  dimana ( $i=0,1$ ) dan  $O3\_Saham=j$  dimana ( $j=1,2,3$ ) dan Sektor= $k$  dimana ( $k=0,1$ ) dan rerata *return* untuk emiten yang memberikan waran (Waran=1) lebih besar dari rerata *return* untuk emiten yang tidak memberikan waran (Waran = 0)

Ada atau tidak adanya waran berkecenderungan pengaruh signifikan terhadap *return* pada kondisi di atas.

*Wald Test:*

*Equation: Untitled*

<i>Test Statistic</i>	<i>Value</i>	<i>df</i>	<i>Probability</i>
<i>F-statistic</i>	12,61652	(1, 214)	0,0005
<i>Chi-square</i>	12,61652	1	0,0004

*Null Hypothesis Summary:*

*Normalized Restriction (= 0)*

	<i>Value</i>	<i>Std, Err,</i>
C(18) - C(19)	-0,773491	0,217764

*Restrictions are linear in coefficients.*

**Tabel 4.18 Rangkuman hasil pengujian hipotesis berdasarkan model 4**



PE	03_Saham	sektor	Waran	Waran	Statistik Uji	Probability	Kesimpulan
		r	=0	=1	t		
0	1	0	C1	C2	-0,22338308	0,41175	H0 tidak ditolak
0	1	1	C3	C4	-0,47304334	0,31835	H0 tidak ditolak
0	2	0	C5	C6		0,9559	H0 tidak ditolak
0	2	1	C7	C8		0,2797	H0 tidak ditolak
0	3	0	C9	C10	-1,62515261	0,0528	H0 tidak ditolak
0	3	1	C11	C12		0,8141	H0 tidak ditolak
1	1	0		C13			
1	1	1		C14			
1	2	0		C15			
1	2	1	C16	C17	-0,11483902	0,45435	H0 tidak ditolak
1	3	0	C18	C19		0,0005	H0 ditolak
1	3	1		C20			

H0 : C(1)= C(2)= C(3)= C(4)=c(5)=c(6)=c(7)=c(8)=c(9)=c(10)=c(11)=c(12)=c(13)=c(14)=  
c(15)= c(14)=c(15)= c(16)=c(17)=c(18)=c(19)=c(20) **ditolak**  
berdasarkan statistik uji  $f : f_0 = 3,474765$  dengan  $df (11, 222)$  dan nilai  $p = 0,0000$   
(pada taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ )

Dari Tabel Rangkuman hasil pengujian hipotesis berdasarkan model 4 dapat ditarik kesimpulan bahwa :

- a. Kecenderungan pengaruh Waran, Penjamin Emisi, 03\_Saham, dan Sektor secara bersama-sama terhadap *return* **signifikan**. Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya signifikan terhadap *return*
- b. Kecenderungan pengaruh Waran kondisional pada saat Penjamin Emisi 0 (Patungan), O3\_Saham 1 (Jumlah Saham kurang dari 100 juta lembar), Sektor 0 (Keuangan) tidak signifikan terhadap *Return*. Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya **tidak** signifikan terhadap *return*

- c. Kecenderungan pengaruh Waran kondisional pada saat Penjamin Emisi Patungan, Jumlah Saham kurang dari 100 juta lembar (Kategori Kecil), Sektor Non Keuangan tidak signifikan terhadap *Return*. Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya **tidak** signifikan terhadap *return*
- d. Kecenderungan pengaruh Waran kondisional pada saat Penjamin Emisi Patungan, Jumlah Saham kurang dari 500 juta lembar (Kategori Sedang), Sektor Keuangan tidak signifikan terhadap *Return*. Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya **tidak** signifikan terhadap *return*
- e. Kecenderungan pengaruh Waran kondisional pada saat Penjamin Emisi Patungan, Jumlah Saham kurang dari 500 juta lembar (Kategori Sedang), Sektor Non Keuangan tidak signifikan terhadap *Return*. Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya **tidak** signifikan terhadap *return*
- f. Kecenderungan pengaruh Waran kondisional pada saat Penjamin Emisi Patungan, Jumlah Saham lebih dari 500 juta lembar (Kategori Besar), Sektor Keuangan tidak signifikan terhadap *Return*. Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya **tidak** signifikan terhadap *return*
- g. Kecenderungan pengaruh Waran kondisional pada saat Penjamin Emisi Patungan, Jumlah Saham lebih dari 500 juta lembar (Kategori Besar), Sektor Non Keuangan tidak signifikan terhadap *Return*. Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya **tidak** signifikan terhadap *return*
- h. Kecenderungan pengaruh Waran kondisional pada saat Penjamin Emisi Patungan, Jumlah Saham kurang dari 500 juta lembar (Kategori Sedang), Sektor Non Keuangan **tidak** signifikan terhadap *Return*. Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya **tidak** signifikan terhadap *return*
- i. Kecenderungan pengaruh Waran kondisional pada saat Penjamin Emisi Patungan, Jumlah Saham lebih dari 500 juta lembar (Kategori Besar), Sektor Keuangan **signifikan** terhadap *Return*. Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya **signifikan** terhadap *return*.

## BAB 5

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisa yang telah diuraikan pada bagian sebelumnya maka kesimpulan yang dapat diambil adalah:

1. Tingkat rata-rata *underpricing* dalam penawaran umum saham perdana periode tahun 1995 – 2010 di BEI sebesar 33,29 %. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang pernah dilakukan di BEI sebelumnya.
2. Waran dan penjamin emisi cenderung mempengaruhi perbedaan rerata *initial return*. Rerata *return* untuk saham yang memberikan waran lebih besar dari yang tidak memberikan waran pada setiap kondisi penjamin emisi apapun (baik lokal maupun patungan).
3. Waran dan jumlah saham cenderung mempengaruhi perbedaan rerata *initial return*. Rerata *return* untuk saham yang memberikan waran lebih besar dari yang tidak memberikan pada setiap kondisi jumlah saham berapapun yang ditawarkan.
4. Waran, penjamin emisi, jumlah saham, secara bersama-sama cenderung mempengaruhi perbedaan rerata *initial return*. Kecenderungan pengaruh waran kondisional pada saat penjamin emisi patungan, jumlah saham kecil signifikan terhadap *return*. Kecenderungan pengaruh waran kondisional pada saat penjamin emisi patungan, jumlah saham sedang dan besar tidak signifikan terhadap *return*. Kecenderungan pengaruh waran kondisional pada saat penjamin emisi lokal, jumlah saham berapapun signifikan terhadap *return*.

Waran, penjamin emisi, jumlah saham dan sektor industri secara bersama-sama cenderung mempengaruhi perbedaan rerata *initial return*. 96

Kecenderungan pengaruh Waran, Penjamin Emisi, Jumlah Saham, dan Sektor secara bersama-sama terhadap *return* signifikan. Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya signifikan terhadap *return*. Kecenderungan pengaruh Waran kondisional pada saat Penjamin emisi patungan, Jumlah saham kecil, sektor keuangan tidak signifikan terhadap *Return*. Ada atau tidak ada waran kecenderungan pengaruhnya tidak signifikan terhadap *return*

## 5.2 Saran

### 5.2.1 Bagi Peneliti

- a. Perlu dipertimbangkan untuk variabel-variabel yang diduga berkecenderungan pengaruh terhadap besaran *underpricing* seperti modal, hutang, asset, DER, volume perdagangan, tujuan penggunaan dana, PER, penerimaan akhir tahun perusahaan emiten, dan lain-lain.
- b. Perlu dipertimbangkan untuk memperpanjang periode setiap tahun penelitian (misal 30 hari pertama), agar dapat memberikan gambaran mengenai kinerja saham perdana yang lebih lengkap.
- c. Perlu dipertimbangkan untuk menggunakan model lain (*logit*, *probit*) dalam melihat kecenderungan pengaruh variabel bebas terhadap *return* sebagai bahan perbandingan hasil penelitian ini.

### 5.2.2 Bagi Investor

Investor melakukan investasi dengan membeli saham waktu IPO pasti dengan harapan akan mendapatkan keuntungan dari investasi tersebut. Masing-masing investor mempunyai angka yang berbeda-beda mengenai target *return on investment* dari investasi tersebut namun yang pasti harus positif.

Untuk memenuhi target tersebut maka investor dapat mengikuti saran berikut;

- a. Ketika membeli saham perdana sebaiknya langsung menjual pada pasar sekunder (*realize gain*). Karena sebagian besar penelitian ini menghasilkan tingkat *initial return* yang signifikan.
- b. Investor disarankan untuk membeli saham perdana yang juga menyertakan waran sebagai *sweatener*. Karena disamping memperoleh kesempatan membeli harga saham tersebut di kemudian hari dengan harga *exercise* yang di bawah harga pasar, saham IPO yang juga memberikan waran mengindikasikan adanya tingkat *underpricing* yang besar sehingga investor dapat memperoleh gain yang cukup tinggi dalam jangka pendek. Dan jika saham induknya mengalami penurunan pada hari pertama masih dapat dikompensasikan dengan waran yang diterima dan langsung dapat dijual pada hari pertama saham tersebut *listing*.

### 5.2.3. Bagi Emiten

- a. Emiten perlu mempertimbangkan secara hati-hati sebelum melakukan strategi *underpricing*. Karena jika harga saham ditetapkan terlalu murah maka saham akan mengalami *oversubscribed* dan perusahaan akan menderita kerugian karena dana yang terima berkurang dan *fee* yang harus dibayarkan kepada penjamin emisi semakin besar.
- b. Emiten yang *performance*-nya cukup baik di mata investor sebaiknya tidak menyertakan penawaran waran pada IPO-nya karena dengan menawarkan waran akan menimbulkan biaya tambahan bagi emiten.

### 5.2.4. Bagi Penjamin emisi

- a. Menjaga agar harga saham IPO dalam kondisi undervalue.
- b. Meminta kepada emiten untuk menjual sebanyak-banyaknya saham mereka kepada publik.

- c. Strategi penerbitan waran yang menyertai penawaran umum saham perdana dapat dipergunakan oleh penjamin emisi dalam menarik minat investor agar saham yang ditawarkan dapat terserap seluruhnya.

### 5.2.5 Bagi Bapepam-LK

Perlu dipertimbangkan untuk memberikan sanksi kepada perusahaan yang mengeluarkan saham (*issuer*) dan penjamin emisi yang menjadi penjamin emisi saham IPO, apabila harga saham perdana yang dijual ke publik mengalami *overvalue* pada hari pertama diperdagangkan di pasar sekunder. Karena hal ini merupakan misinformasi yang akan mengurangi kepercayaan dan minat investor terhadap perusahaan-perusahaan baru yang akan IPO, sehingga pasar modal Indonesia kurang berkembang, Seperti *SEC Act of 1993* yang memberlakukan *Civil Liability Act* pada situasi atau kasus misinformasi yang dilakukan *issuer* dan penjamin emisi.

## DAFTAR REFERENSI

- Abdullah, Syukriy, 2000, "Fenomena Underpricing Dalam Penawaran Saham Perdana (IPO) dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya", *Jurnal Manajemen & Bisnis*, Vol. 3 No. 1, 65 – 83.
- Agung, Igusti Ngurah, 2002. *STATISTIKA: Analisis Hubungan Kausal berdasarkan Data Katagorik*. Cetakan Kedua. PT Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Agung, Igusti Ngurah, 2004. *STATISTIKA: Penerapan Metode Analisis Untuk Tabulasi Sempurna Dan Tak-sempurna*. Cetakan Kedua. PT Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Agung, Igusti Ngurah, 2006. *STATISTIKA: Penerapan Model Rerata-Sel Multivariat dan Model Ekonometri dengan SPSS*. Cetakan Pertama. Yayasan SAD Satria Bhakti, Jakarta.
- Agung, Igusti Ngurah, 2009. *Time Series Data Analysis Using Eviews*. John Wiley & Sons.
- Aggarwal, R., Leal, R., Hernandez, L. 1993. "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America". *Financial Management*, no.22.
- Allen, F and Faulhaber, G. 1989. "Signalling by Underpricing in The IPO Market". *Journal of Financial Economics*, 23.
- Alwi, Iskandar Z., 2003, "*Pasar Modal Teori dan Aplikasi*", Yayasan Pancur Siwah, Jakarta.
- Ariani, Ria, 1983, "Penentuan Harga Saham Biasa Pada Pasar Perdana", "*Skripsi S1*", Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- 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.
- Bodie, Z., Kane A & Marcus A.J. *Investments*. Sixth Edition, McGraw-Hill – International Edition. 2005.
- Brennan, M.J. *Underpricing, Ownership and Control in IPO of Equity Securities in the UK*. *Journal of Financial Economic* 45. 1997.
- Cahyono, Jaka E., 2000, "*22 Strategi dan Teknik Meraih Untung di Bursa Saham*", Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Cahyono, Jaka E., 2002, "*Another 22 Strategi dan Teknik Meraih Untung di Bursa Saham: Investing in JSX Now? No, I'm Not That Fool*", Elex Media Komputindo, Jakarta.

- Corwin, Shane A. and Paul Schultz, 2003, *“The Role of IPO Underwriting Syndicates: Underpricing, Certification, and Information Production”*, Working paper, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Daljono, 2000, “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Initial Return Saham yang Listing di BEJ Tahun 1990 – 1997”, *“Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi III”*, 556-572.
- Darmadji, Tjiptono dan Hendy M. Fakhruddin, 2001, *“Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab”*, Salemba Empat, Jakarta.
- Grinblatt, M. and Hwang, C.Y. 1989. *“Signalling and Pricing of New Issues”*. *Journal of Finance*. no.44.
- Ghozali, Imam dan Mudrik Al Mansur, 2002, “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpriced di Bursa Efek Jakarta”, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 4. No. 1, 74 – 87.
- Gujarati, Damodar N., 2003, *“Basic Econometrics”*, 4th Eds., McGraw-Hill, New York.
- Gumanti, Tatang Ary, 2000, “Earnings Management Dalam Penawaran Saham Perdana Di Bursa Efek Jakarta”, *“Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi III”*, 124-149.
- Hanley, K., Kumar, A., Seguin, P. 1995. *“Price Stabilization in The Market for New Issues”*. *Journal of Financial Economics*, no.37.
- Hwang, C.Y., and Jayaraman, N. 1992. *“The Long-Term Performance of IPO and Non-IPOs: Japanese Evidence”*. Working Paper. J.M Katz Graduate School of Business. University of Pittsburg.
- Haug, M. & Hirschey, M.  
[http://proquest.umi.com/pqdweb?  
did=1150832871&sid=2&Fmt=3&clientId=45625&RQT=309&VName=PQD](http://proquest.umi.com/pqdweb?did=1150832871&sid=2&Fmt=3&clientId=45625&RQT=309&VName=PQD).  
*Financial Analysts Journal*. Charlottesville: Sep/Oct 2006. VOL. 62, Edisi 5; pg 78, 11 pgs. 2006
- Helwege, Jean and Nellie Liang, 2002, *“Initial Public Offerings in Hot and Cold Market”*, Working paper, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Hermawan, Donny, 2000, “Fenomena Underpricing Pada Penawaran Umum Saham Baru (Studi Empiris Pada BEJ)”, *“Karya Akhir”*, Program Magister Manajemen Universitas Indonesia.
- Hidayat, Nuryana, 1993, “Strategi Penetapan Harga Penawaran Dalam Pemasaran Saham di Pasar Perdana, Studi Kasus Emisi Saham PT PDFCI”, *“Skripsi S1”*, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

- Ibbotson, R.G. 1975. “*Price Performance of Common Stock New Issues*”. *Journal of Financial Economics*, no.2.
- Ibbotson, R.G, and Jaffe, J. 1975. “*Hot Issue’s Markets*”. *Journal of Finance*, no.30.
- Ibbotson, R.G, Sinderlar,J. L , Ritter, J. R. 1988. “*Initial Public Offering*”. *Journal of Applied Corporate Finance*, no. 2.
- Ibbotson, R.G, Sinderlar,J. L , Ritter, J. R. 1993. “*The Market Problems With The Pricing of Initials Public Offering*”. *Journal of Applied Corporate Finance* , no 4.
- Johnston, Jack and John DiNardo, 1997, “*Econometrics Methods*”, 4th Eds., McGraw-Hill, New York.
- Kooli, Maher and Jean-Marc Suret, 2001, “*The Underpricing of Initial Public Offerings: Further Canadian Evidence*”, *Cirano Scientific Series*, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Kutsuna, Kenji and Richard Smith, 2000, “*How IPO Pricing Method Affects Underpricing and Issue Cost: Evidence on Japan’s Change from Auction Method Pricing to Book-Building*”, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Kumala, Kartika, 1982, “*Proses Penawaran Umum Saham Perseroan Terbatas Melalui Pasar Modal*”, “*Skripsi S1*”, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Keloharju, M. 1993. “*The Winner’s Curse, Legal Liability, and The Long-Run Price Performance of Initial Public Offerings in Finland*”. *Journal of Financial Economics*, no.34.
- Loughran,T. and Ritter, J. R. 1995. “*The New Issues Puzzle*”. *Journal Of Finance*, no.50.
- Levis, M. 1993. “*The Long Run Performance of Initial Public Offerings : The UK Experience 1980-1988*”. *Financial Management*, no.22.
- Manurung, Adler, 2002, “*Konsistensi Pemilihan Saham Dalam Pembentukan Portofolio Optimal di BEJ Oleh Manajer Investasi Dikaitkan dengan Variabel Rasio Empirik Kinerja Perusahaan*”, “*Disertasi S3*”, Program Pascasarjana, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Mardiyah, Aida Ainul, 2003, “*Hubungan Withdrawn Initial Public Offerings (WIPO), Seasoned Equity Offerings (SEO), dan Earnings Management dengan Initial Return*”, “*Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi VI*”, 659 – 680.
- Martani, Dwi, 2003, “*Laporan Akhir Penelitian: Harga Penawaran, Return Saham Awal Dan Kinerja Jangka Panjang Perusahaan Go Publik di BEJ 1990-2000*”, “*Unpublished Project Grant*”, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Mulyono, Sri, 2003, “*Statistika untuk Ekonomi*”, Edisi Revisi, Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

- 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*", 573 – 598.
- Putra, Gatot Arya, 2000, "Tren IPO di Tahun 2000", *Jurnal Pasar Modal*, No. 1 Th. XI; Januari 2000.
- Ritter, Jay R., 1998, "*Initial Public Offerings*", *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2 No.1, 5 – 30, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Rosyati dan Arifin Sebeni, 2002, "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham pada Perusahaan Go Publik di Bursa Efek Jakarta (Tahun 1997 – 2000)", "*Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi V*", 286 – 297.
- Ritter, J. R. 1984. "*The Hot Issue Market of 80s*". *Journal of Business*, no.57.
- Ritter, J. R. 1987. "*The Cost of Going Public*". *Journal of Financial Economics*, no.19.
- Ritter, J. R. 1991. "*The Long Run Performance of Initial Public Offerings*". *Journal of Finance*, no 46.
- Rock, K. F. 1986. "*Why New Issues Are Underpriced*". *Journal of Financial Economics*, no. 15.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W. & Jaffe, J. *Corporate Finance*. Seventh Edition. Mc Graw Hill International Edition. 2005.
- Ruud, J. 1993. "*Underwriter Price Support and The IPO Underpricing Puzzle*". *Journal of Financial Economics*, no.34.
- Santoso, Singgih, 2003, "*SPSS Versi 10 Mengolah Data Statistik Secara Profesional*", Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Sembel, Roy, 2001, "IPO", *Warta Ekonomi*, No. 45 Th. XIII; November 2001.
- Schuster, Josef A., 2002, "*The Cross-Section of European IPO Returns*", [www.wiso.unikoeln.de/dgf/paper/85.pdf](http://www.wiso.unikoeln.de/dgf/paper/85.pdf)
- Su, Dongwei and Belton M. Fleisher, 1997, "*An Empirical Investigation of Underpricing in Chinese IPO*", *Working paper*, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Saunders, A. "*Why Are So Many New Stock Issues Underprice?*". *Corporate Finance Reader*. Hal 192 – 201. Kolb Publishing Company. 1991.
- Sembel, Roy H M. 1996. "*IPO Anomalies, Truncated Excess Supply, and Heterogeneous Information*", Unpublished Dissertation, J. M. Katz Graduate School of Business, University of Pittsburgh, Pennsylvania .
- Sitompul , Asril. 1996. "*Pasar Modal, Penawaran Umum & Permasalahannya*". PT.Citra Aditya Bakti, Bandung.

- Stern, R.L. and Bornstein, P. 1985. "Why New Issues are Lousy Investment". *Forbes*, no.136.
- Teoh, Hong Sie; Ivo Welch and T. J. Wong, 1998, "Earnings Management and The Long Run Market Performance of Initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, Vol. LIII No. 6, 1935-1974.
- Tjahya, Waldo Louis, 2001, "Analisis Korelasi Reputasi Perusahaan Penjamin Emisi terhadap Underpricing pada IPO", "Karya Akhir", Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Tiniç, S. M. 1988. "Anatomy of Initial Public Offering of Common Stock". *Journal of Finance*, no.43.
- Undang-undang no.8, 1995 tentang Pasar Modal.
- Welch, I. 1989. "Seasoned Offerings, Imitation Costs and The Underpricing of Initial Public Offerings". *Journal of Finance*, no.44.
- Welch, Ivo. "Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, Vol. XLIV No. 2. Hal 421 – 449. 1989.
- Welch, Ivo dan Jay Ritter, 2002, "A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations", *Yale ICF Working Paper*, No. 02 – 01, <http://papers.ssrn.com/abstract=296393>
- Wirjolukito, Aruna, 2003, "Faktor-Faktor Penentu Pemilihan Auditor dan Implikasi Skala Auditor Beserta Prediktor Lain Terhadap Imbal Hasil Awal Pada Proses Penawaran Umum Perdana: Studi Empiris Perusahaan Masuk Bursa di Bursa Efek Jakarta", "Disertasi S3", Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

