



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS PENGARUH PENGUNGKAPAN RISIKO
KUANTITATIF DAN KUALITATIF PADA PROSPEKTUS
TERHADAP *INITIAL RETURN***

SKRIPSI

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana
Ekonomi**

SUCI RAHMADENI

0806352113

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI AKUNTANSI
DEPOK
JANUARI 2012**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Suci Rahmadeni

NPM : 0806352113

Tanda Tangan



Tanggal : 20 Januari 2012

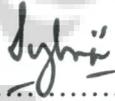
HALAMAN PENGESAHAN

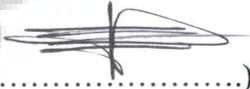
Skripsi ini diajukan oleh :
Nama : Suci Rahmadeni
NPM : 0806352113
Program Studi : Ilmu Akuntansi
Judul Skripsi : Analisis Pengaruh Pengungkapan Risiko
Kuantitatif dan Kualitatif pada Prospektus terhadap
Initial Return

Telah Berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Dosen Pembimbing : Dr. Ratna Wardhani S.E., M.Si (.....)

Ketua Penguji : Dr. Sylvia Veronica N.P. S.E., Ak (.....)

Anggota Penguji : Dr. Fitriany S.E., M.Si., Ak (.....)

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : 20 Januari 2012

KATA PENGANTAR

Segala puji dan syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT yang telah memberikan segala rahmat, karunia, pertolongan dan kemudahan sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dan melewati sidang dengan sebaik-baiknya. Shalawat dan salam semoga senantiasa dicurahkan kepada Rasulullah Muhammad SAW, sebaik-baiknya teladan dalam hidup ini.

Penulisan skripsi ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu mencapai gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Penulis menyadari bahwa dari masa perkuliahan, penyusunan skripsi ini hingga akhirnya menyelesaikan studi di FEUI penulis telah mendapatkan bantuan, bimbingan, dan dorongan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini, penulis ingin menyampaikan rasa hormat dan terimakasih kepada:

1. Ibu Dr. Ratna Wardhani S.E., M.Si, selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan banyak waktu, pikiran, kesabaran dan tenaga untuk membimbing dan menyemangati penulis dalam penulisan skripsi ini. Terimakasih banyak untuk semua dukungan yang Ibu berikan.
2. Ibu Dr. Sylvia Veronica S.E., Ak dan Ibu Dr. Fitriany S.E., M.Si., Ak selaku dosen penguji yang telah menyediakan waktu dan pikiran serta memberikan banyak masukan untuk memperdalam skripsi ini.
3. Seluruh dosen di Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia yang telah memberikan banyak ilmu kepada penulis selama menempuh studi di FEUI.
4. Seluruh karyawan dan staf Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia yang telah banyak membantu dalam hal administrasi.
5. Orang tua penulis, Ibu Erni Suasti dan Bapak Aprizal Yani, yang telah merawat, membesarkan, mendidik, dan mendoakan penulis hingga bisa akhirnya bisa menjadi seperti saat ini. Semoga Allah SWT senantiasa memberikan rahmat dan karunia-Nya kepada Mama dan Papa.

6. Kakak dan adik penulis penulis, Siska Erya Rahim dan Muhammad Fajri yang senantiasa mendoakan,menyemangati, dan mendukung penulis dalam menyelesaikan studi di Fakultas Ekonomi UI.
7. Terimakasih untuk seluruh keluarga besar penulis. Yang telah memberikan doa terbaiknya bagi penulis. Yang telah mendukung penulis dalam menjalani studi di Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
8. Teman-teman penulis yang senantiasa memberikan dukungan, semangat, pembelajaran kapanpun itu. Teman-teman yang telah bersedia memberikan waktunya untuk mendengar keluh kesah penulis, memberikan masukan dan pertolongan kepada penulis. Teman-teman seperjuangan dalam menempuh kuliah di FEUI dan khusus untuk teman-teman seperjuangan satu bimbingan dalam pembuatan skripsi ini, Desti Rachyani, Dwi Indah Sulistiara, Nurul Muthmainnah. Terimakasih banyak.
9. Dan untuk semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu. Terimakasih atas segala bantuan, doa, dan dukungan, yang telah diberikan kepada penulis.

Akhir kata, semoga Allah SWT membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga skripsi ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan.

Depok, 20 Januari 2012

Penulis

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertandatangan di bawah ini:

Nama : Suci Rahmadeni

NPM : 0806352113

Program Studi : S1 Reguler

Departemen : Akuntansi

Fakultas : Ekonomi

Jenis Karya : Skripsi

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:

**Analisis Pengaruh Pengungkapan Risiko Kuantitatif dan Kualitatif
pada Prospektus terhadap *Initial Return***

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 memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di: Depok

Pada tanggal: 20 Januari 2012

Yang Menyatakan:

(Suci Rahmadeni)

ABSTRAK

Nama : Suci Rahmadeni
Program Studi : Akuntansi
Judul : Analisis Pengaruh Pengungkapan Risiko Kuantitatif dan Kualitatif pada Prospektus terhadap *Initial Return*

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh pengungkapan risiko pada prospektus terhadap *initial return* pada Penawaran Umum Perdana. Pengungkapan risiko memiliki 13 proxy yang dibagi menjadi dua bagian. Kelompok proxy risiko yang bersifat kuantitatif; yaitu nilai saham yang ditawarkan, ukuran perusahaan, transaksi hubungan istimewa aset dan kewajiban, *sales growth rate*, *liquidity*, *leverage*, dan *return on equity* (ROE), dan kelompok proxy risiko yang bersifat kualitatif; yaitu umur perusahaan, jumlah pos penggunaan dana, jumlah faktor risiko naratif, reputasi auditor, dan reputasi *underwriter*. Berdasarkan hasil pengujian, ditemukan bahwa semakin besar nilai saham yang ditawarkan maka semakin kecil nilai *initial return*. Ditemukan juga bahwa penggunaan jasa *underwriter* yang bereputasi tinggi dapat menurunkan nilai *initial return*. Penelitian ini juga menemukan bahwa faktor/proxy risiko kuantitatif menjadi pertimbangan yang lebih utama bagi investor dalam menilai risiko perusahaan yang melakukan Penawaran Umum Perdana.

Kata Kunci:
Penawaran umum perdana, risiko, *initial return*

ABSTRACT

Nama : Suci Rahmadeni
Program Studi : Accounting
Judul : Analysis of Effect of Quantitative and Qualitative Risk Disclosure at Prospectus on Initial Return

The purpose of this research is to analyze the effect risk disclosure at prospectus on initial return of initial public offering's company. Risk disclosure has 13 proxy that divided into two groups. Group of quantitative risks proxy; offer size amount, size, related party transaction assets and liabilities, sales growth rate, liquidity, leverage, and return on equity (ROE), and group of qualitative risks proxy; age, number of uses of issue proceeds, number of narrative risk factors, auditor reputation, and underwriter reputation. The result of this research prove that the higher offer size amount, the lower the initial return. The result also shows that quantitative risks proxy is investor main consideration in judging IPO company's risk.

Key words:
Initial public offering, risk, initial return

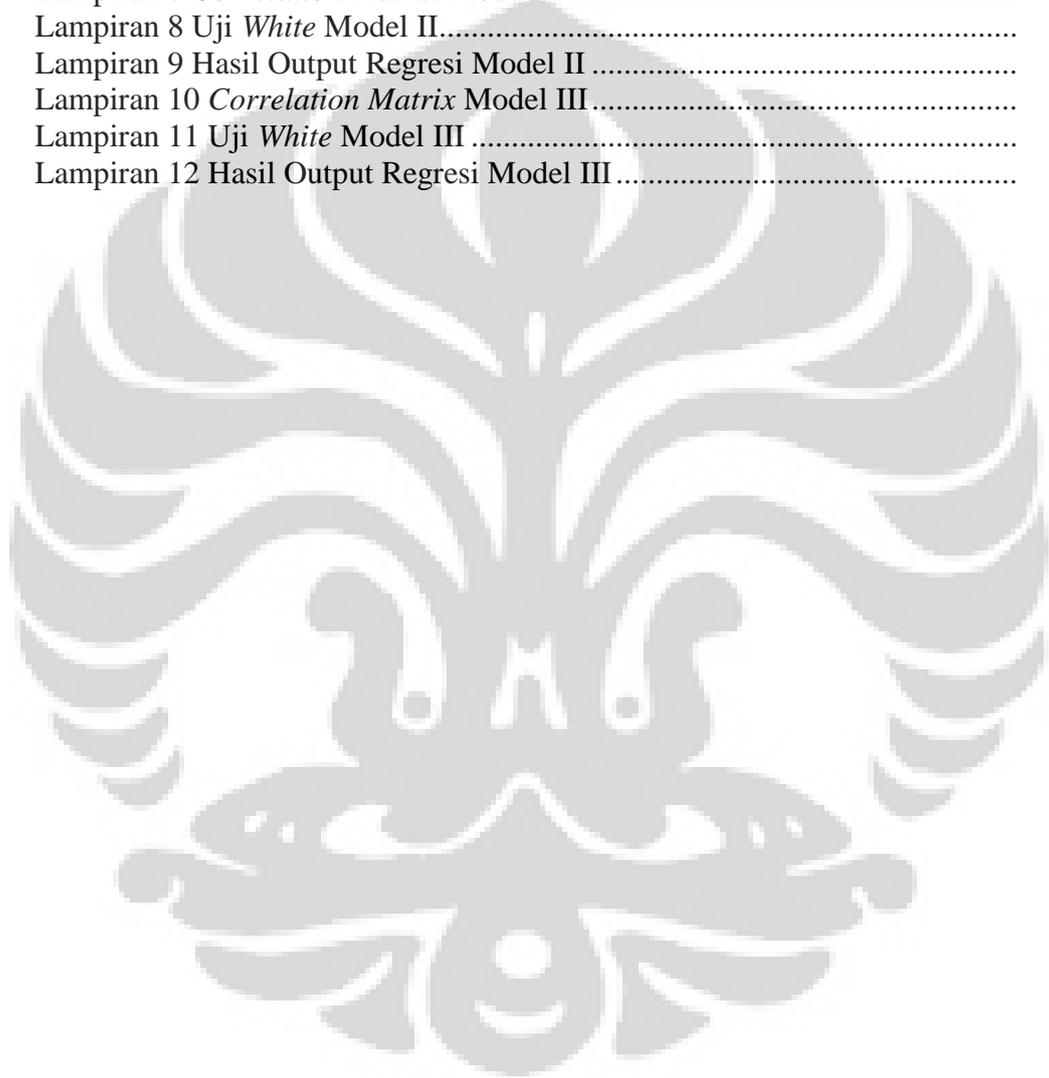
DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERYANTAAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS.....	vi
ABSTRAK	vii
ABSTRACT	viii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR LAMPIRAN.....	xi
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
1. PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah	5
1.3 Tujuan Penelitian	5
1.4 Manfaat Penelitian	5
1.5 Batasan Penelitian	6
1.6 Sistematika Penulisan	6
2. TINJAUAN PUSTAKA	8
2.1 <i>Underpricing</i>	8
2.1.1 <i>Signaling Theory</i>	9
2.1.2 Asimetrik Informasi	11
2.2 Penawaran Umum Perdana (<i>Initial Public Offering</i>).....	13
2.2.1 Pengertian Penawaran Umum Perdana	13
2.2.2 Tujuan Penawaran Umum Perdana.....	14
2.2.3 Proses Penawaran Umum Perdana.....	14
2.3 Prospektus	16
2.3.1 Pengertian Prospektus	16
2.3.2 Komponen Prospektus	18
2.4 Ketidakpastian (<i>Uncertainty</i>) dan Risiko.....	19
2.5 <i>Initial Return</i> dan <i>Underpricing</i>	20
2.6 Penelitian Terdahulu	21
2.7 Rerangka Penelitian	24
2.8 Pengembangan Hipotesis	25
3. METODE PENELITIAN	35
3.1 Metode Pengumpulan Data.....	35
3.1.1 Jenis Data dan Sumber Data	35
3.1.2 Metode Pemilihan Sampel	35
3.2 Model Penelitian dan Operasionalisasi Variabel	35
3.2.1 Variabel Terikat (Dependen).....	37
3.2.2 Variabel Bebas (Independen).....	37
3.3 Teknik Pengolahan Data Statistik Deskriptif.....	43
3.4 Pengujian Asumsi Klasik	44
3.4.1 Uji Multikolonieritas.....	44

3.4.2 Uji Heterokedastisitas	45
3.5 Pengujian Statistik.....	45
3.5.1 Uji F	45
3.5.2 Uji <i>Adjusted R-Squared</i>	46
3.5.3 Uji t	46
3.6 Rangkuman Tahapan Penelitian.....	47
4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN PENELITIAN.....	48
4.1 Analisis Statistik Deskriptif Model Regresi I (Variabel Independen Faktor Risiko Kuantitatif dan Kualitatif)	49
4.2 Pengaruh Faktor Risiko Kuantitatif dan Kualitatif terhadap <i>Initial Return</i>	53
4.2.1 Analisis Uji Asumsi Klasik.....	53
4.2.1.1 Uji Multikolonieritas.....	54
4.2.1.2 Uji Heterokedastisitas	54
4.2.2 Pengujian Statistik.....	56
4.2.2.1 Uji F	56
4.2.2.2 Uji <i>Adjusted R-Squared</i>	56
4.2.2.3 Uji t	56
4.3 Analisis Kekuatan Penjelasan dari Faktor Risiko Kuantitatif dan Kualitatif)	66
5. PENUTUP.....	70
5.1 Kesimpulan	70
5.2 Keterbatasan Penelitian dan Saran bagi Penelitian Selanjutnya	71
DAFTAR PUSTAKA	74
DAFTAR LAMPIRAN.....	77

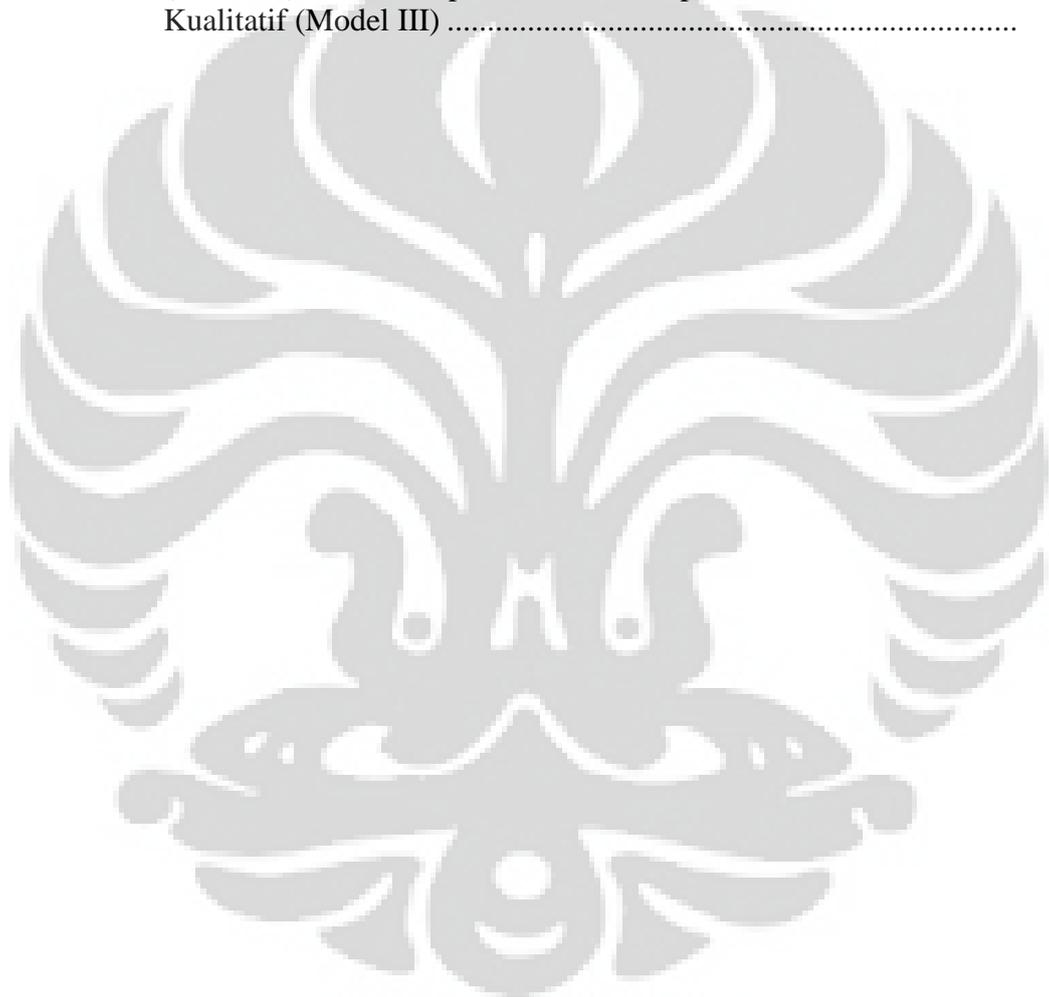
DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar 10 <i>Underwriter</i> dengan Volume Perdagangan Tertinggi ..	77
Lampiran 2 Daftar Perusahaan Sampel.....	81
Lampiran 3 <i>Correlation Matrix</i> Model I.....	85
Lampiran 4 Hasil Uji VIF Model I	86
Lampiran 5 Uji <i>White</i> Model I.....	87
Lampiran 6 Hasil Output Regresi Model I.....	90
Lampiran 7 <i>Correlation Matrix</i> Model II	91
Lampiran 8 Uji <i>White</i> Model II.....	92
Lampiran 9 Hasil Output Regresi Model II	94
Lampiran 10 <i>Correlation Matrix</i> Model III.....	95
Lampiran 11 Uji <i>White</i> Model III	96
Lampiran 12 Hasil Output Regresi Model III.....	97



DAFTAR TABEL

Tabel 4.1 Prosedur Pemilihan Sampel	49
Tabel 4.2 Statistik Deskriptif Perusahaan yang Melakukan Penawaran Perdana dari tahun 2001 hingga 2010.....	50
Tabel 4.3 Hasil Regresi Model I: Faktor-Faktor Risiko Kuantitatif dan Kualitatif yang Mempengaruhi <i>Initial Return</i>	55
Tabel 4.4 Kesimpulan Hasil Penelitian.....	65
Tabel 4.5 Perbandingan <i>Adjusted R-Squared</i> Model II dengan Model III: Kelompok Variabel Independen Faktor Risiko Kuantitatif (Model II) dan Kelompok Variabel Independen Faktor Risiko Kualitatif (Model III)	67



DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Rerangka Teoritis Penelitian	24
---	----



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Tahun 2012 ini Bursa Efek Indonesia berumur 34 tahun. Sejak diresmikannya pada tahun 10 Agustus 1977 hingga sekarang, telah terdapat 432 perusahaan yang terdaftar (per 26 oktober 2011) di Bursa Efek Indonesia. Dalam perkembangannya, terjadi fluktuasi jumlah perusahaan yang mendaftar di bursa per tahunnya. Hingga tahun 1988 perdagangan di bursa sangat lesu ditandai dengan jumlah emiten yang terdaftar hanya 24. Sehingga pada Desember 1987 dikeluarkanlah Paket Desember 1987 (PAKDES 87) yang memberikan kemudahan bagi perusahaan untuk melakukan penawaran umum dan bagi investor asing dalam penanaman modal di Indonesia. Mulai tahun 1989 terjadi pertumbuhan yang positif di pasar modal Indonesia. Hal ini ditandai dengan terjadinya peningkatan jumlah perusahaan yang melakukan penawaran umum di Bursa Efek Jakarta. Tahun 1989 terdapat 24 emiten yang melaksanakan penawaran umum perdana dan diikuti 53 emiten di tahun 1990. Tahun 1990 sendiri adalah tahun dengan jumlah terbanyak kegiatan penawaran umum perdana saham hingga saat ini.

Seiring dengan makin tumbuhnya pasar modal, maka peraturan pun semakin diperbaiki dan dilengkapi. Pemerintah mengeluarkan Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (mulai berlaku Januari 1996) untuk menjamin kepastian hukum pihak-pihak yang melakukan kegiatan di pasar modal. Peraturan-peraturan lain pun mulai dibuat, baik itu peraturan pencatatan, peraturan perdagangan, peraturan keanggotaan dan berbagai bentuk surat edaran.

Dengan semakin banyak peraturan dalam pasar modal maka semakin banyak pula standar-standar yang harus dipatuhi oleh para emiten maupun calon emiten di bursa. Salah satu yang berdampak besar adalah proses pelaksanaan penawaran umum perdana (*Initial Public Offering* atau IPO). Sejak dikeluarkannya Undang Undang Pasar Saham, perusahaan yang akan

memasuki bursa memiliki kewajiban mematuhi tata cara dan standar untuk mendaftar.

Untuk berpartisipasi dalam pasar modal, sebuah perusahaan harus melakukan Penawaran Umum Saham Perdana terlebih dahulu. Penawaran Umum Saham Perdana adalah penjualan pertama saham umum sebuah perusahaan kepada investor umum. Penawaran Umum Perdana merupakan salah satu cara untuk menghimpun dana masyarakat. Sehingga kepentingan masyarakat yang menanamkan dananya pada efek perlu mendapatkan perlindungan. Setiap pihak yang bermaksud menghimpun dana melalui penawaran umum diwajibkan terlebih dahulu menyampaikan Pernyataan Pendaftaran kepada Bapepam-LK dan penawaran umum tersebut baru dapat dilakukan setelah Pernyataan Pendaftaran dimaksud efektif. Sebagaimana tercantum dalam pasal 70 UU No. 8 Tahun 1995 bahwa : “Yang dapat melakukan Penawaran Umum hanyalah Emiten yang telah menyampaikan Pernyataan Pendaftaran kepada Bapepam-LK untuk menawarkan atau menjual efek kepada masyarakat dan Pernyataan Pendaftaran tersebut telah efektif”.

Perusahaan harus memenuhi syarat-syarat yang ditetapkan oleh Bapepam-LK sebagai pengawas pasar modal dalam pelaksanaan Penawaran Umum Perdana. Salah satu persyaratan untuk mendaftarkan saham adalah diserahkannya prospektus saham. Prospektus adalah suatu dokumen yang digunakan dalam memberikan gambaran mengenai saham yang ditawarkan oleh perusahaan yang akan *go public*. Prospektus adalah setiap informasi tertulis sehubungan dengan penawaran umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek (UU No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal).

Prospektus wajib mencakup seluruh informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian, atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal, atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut, yang diketahui atau selayaknya diketahui oleh emiten dan penjamin pelaksana emisi efek (jika ada) (Peraturan No. IX C.2 tahun 1996). Sehingga dapat disimpulkan prospektus adalah dokumen yang memuat informasi terkait

perusahaan. Baik itu informasi umum maupun informasi tentang risiko-risiko perusahaan.

Tujuan dari adanya prospektus adalah menginformasikan perusahaan kepada masyarakat umum agar mereka dapat menilai perusahaan tersebut dan memutuskan untuk membeli atau tidak membeli saham yang ditawarkan perusahaan. Selain itu, prospektus juga bertujuan untuk meminimalisir asimetri informasi antara emiten dengan calon investor terkait perusahaan. Asimetri informasi terjadi ketika informasi yang dimiliki oleh perusahaan tidak sama dengan informasi yang dimiliki oleh calon investor, sehingga dengan menyediakan prospektus, perbedaan informasi antara kedua belah pihak ini dapat diminimalisir.

Namun dalam penelitian yang dilakukan oleh Murugesu dan Santhapparaj (2010) tentang pengaruh pengungkapan faktor risiko pada prospektus terhadap *initial return* di Malaysia, ditemukan bahwa ukuran risiko keuangan, seperti *liquidity*, *leverage*, *related party variable*, dan *forecast dividend payout* ternyata tidak signifikan dalam menjelaskan risiko perusahaan. Terlihat dengan nilai *initial return* yang masih tinggi atau *underpricing* yang masih tinggi. Penelitian ini memberikan informasi bahwa ternyata tidak semua komponen prospektus baik dalam menjelaskan risiko perusahaan. Sebaik-baiknya prospektus tentunya adalah prospektus yang membuat para calon investor memahami informasi dan risiko perusahaan, hal ini tercermin pada nilai *underpricing* yang kecil. *Underpricing* yang kecil menggambarkan asimetri informasi yang kecil antar kedua belah pihak.

Pada pasar modal Indonesia, fenomena *underpricing* adalah fenomena yang sering terjadi dalam Penawaran Umum Perdana. Hal ini menandakan asimetri informasi tetap terjadi walaupun telah disediakan informasi terkait perusahaan. Asimetri informasi yang terjadi pada saat pasar perdana lebih besar daripada di pasar sekunder (Murugesu dan Santhapparaj, 2010). Dengan adanya fenomena *underpricing* di Penawaran Umum Perdana di Bursa Efek Indonesia, penulis ingin meneliti bagaimanakah suatu risiko masih dapat diminimalisasi dengan adanya penyertaan prospektus pada saat Penawaran Umum Perdana. Hal ini dilakukan dengan meneliti pengungkapan faktor

risiko manakah dalam prospektus yang paling baik meminimalisasi *underpricing* (yang tercermin pada *initial return* yang lebih kecil) di pasar perdana di BEI.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terdapat pada cara pengukuran variabel transaksi hubungan istimewa. Murugesu dan Santhapparaj (2010) mengukur transaksi hubungan istimewa menggunakan variabel *dummy*, jika perusahaan memiliki transaksi yang bersifat hubungan istimewa maka akan memperoleh nilai 1 dan jika tidak memiliki transaksi yang bersifat hubungan istimewa maka akan memperoleh nilai 0. Sedangkan transaksi hubungan istimewa pada penelitian ini dibagi menjadi dua, yaitu transaksi hubungan istimewa pada akun aset dan transaksi hubungan istimewa pada akun kewajiban. Masing-masing variabel ini diukur dengan menilai rasio jumlah transaksi hubungan istimewa terhadap total aset maupun total kewajiban. Pengukuran seperti ini untuk dapat mengetahui lebih dalam transaksi hubungan istimewa manakah yang lebih baik mempengaruhi nilai *initial return*.

Selain itu, penelitian ini menggunakan dua variabel yang berbeda dari variabel pada penelitian Murugesu dan Santhapparaj (2010). Variabel tersebut adalah *return on equity* dan *underwriter*. Perbedaan lain penelitian ini dari penelitian sebelumnya adalah dilakukannya analisis kelompok faktor mana yang lebih baik dalam menjelaskan *initial return*, apakah kelompok faktor risiko kuantitatif atau kelompok faktor kualitatif. Kelompok faktor risiko kuantitatif terdiri dari nilai saham yang ditawarkan, ukuran perusahaan, transaksi dengan pihak hubungan istimewa akun aset, transaksi dengan pihak hubungan istimewa akun kewajiban, *sales growth rate*, *liquidity*, *leverage*, dan *return on equity*. Kelompok faktor risiko kualitatif terdiri dari umur perusahaan, *number of uses of issue proceeds*, *number of narrative risk factors*, reputasi auditor, reputasi *underwriter*. Sehingga, dari hasil penelitian ini akan diketahui faktor manakah yang paling mempengaruhi nilai *initial return* di pasar saham Indonesia dan faktor risiko yang mempengaruhi investor dalam menilai saham di pasar perdana.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang penelitian di atas maka dapat dirumuskan permasalahan penelitian ini sebagai berikut:

- Bagaimana pengaruh pengungkapan komponen risiko kuantitatif pada prospektus terhadap *initial return*?
- Bagaimana pengaruh pengungkapan komponen risiko kualitatif pada prospektus terhadap *initial return*?
- Ukuran risiko apakah pada prospektus yang paling baik dalam menjelaskan perbedaan *initial return*?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah:

- Menganalisis pengaruh pengungkapan komponen risiko kuantitatif pada prospektus terhadap *initial return*.
- Menganalisis pengaruh pengungkapan komponen risiko kualitatif pada prospektus terhadap *initial return*.
- Menganalisis faktor risiko pada prospektus yang paling baik dalam menjelaskan *initial return*.

1.4 Manfaat Penelitian

Berdasarkan tujuan penelitian maka diharapkan hasil penelitian ini dapat digunakan untuk:

- Investor. Hasil penelitian ini diharapkan bisa menjadi masukan bagi para investor dalam mempertimbangkan investasinya dalam pasar perdana saham.
- Bapapem-LK. Hasil penelitian ini diharapkan dapat dijadikan oleh Bapapem-LK dalam mereview peraturan terkait prospektus yang ada dan menentukan informasi mana yang sebaiknya dikembangkan dalam pelaporan prospektus saham.
- Emiten atau perusahaan yang akan melakukan *go public*. Hasil penelitian ini diharapkan dapat dijadikan pertimbangan oleh emiten

dalam memberikan informasi pada prospektus dan mengekspektasi harga penawaran sahamnya.

- Ilmu pengetahuan. Diharapkan penelitian ini dapat menambah literatur terkait pengungkapan risiko pada prospektus saham. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada pemisahan variabel transaksi hubungan istimewa atas akun aset dengan akun kewajiban. Selain itu juga dikelompokkannya *proxy* risiko prospektus kedalam dua bagian. Yaitu *proxy* risiko yang bersifat kuantitatif dan kualitatif.

1.5 Batasan Penelitian

Data yang digunakan merupakan prospektus final saham yang dibuat calon emiten dalam rangka penawaran saham perdana di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang melakukan penawaran saham perdana di Bursa Efek Indonesia periode 2001 hingga 2010. Penelitian ini bersifat kuantitatif. Dengan mengukur pengaruh pengungkapan risiko di prospektus, yang dijelaskan dalam 13 *proxy* risiko, terhadap *initial return* dari penawaran umum perdana.

Faktor-faktor risiko yang diungkapkan di prospektus yang dimasukkan dalam penelitian ini adalah: kelompok *proxy* risiko yang bersifat kuantitatif; yaitu nilai saham yang ditawarkan, ukuran perusahaan, transaksi hubungan istimewa aset dan kewajiban, *sales growth rate*, *liquidity*, *leverage*, dan *return on equity* (ROE), dan kelompok *proxy* risiko yang bersifat kualitatif; yaitu umur perusahaan, jumlah pos penggunaan dana, jumlah faktor risiko naratif, reputasi auditor, dan reputasi *underwriter*.

1.6 Sistematika Penulisan

Penulisan penelitian ini dibagi menjadi lima bab.

BAB 1 PENDAHULUAN

Bab ini menguraikan latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, metode penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini menguraikan secara singkat teori yang melandasi penelitian, termasuk pembahasan tentang *underpricing*, penawaran umum perdana, serta penjelasan tentang prospektus saham. Kemudian dilanjutkan dengan pembahasan tentang penelitian-penelitian sebelumnya serta pengembangan hipotesis.

BAB 3 METODE PENELITIAN

Bab ini menguraikan mengenai metode penelitian yang digunakan yang dimulai dari pengumpulan data, uraian mengenai variable penelitian dan pengukuran variable, estimasi model yang digunakan, dan dilanjutkan dengan metode analisis data.

BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN PENELITIAN

Bab ini berisi pembahasan dan analisis hasil data yang telah diolah pada bab sebelumnya. Adanya bab ini diharapkan dapat menjawab permasalahan penelitian.

BAB 5 PENUTUP

Bab ini berisi kesimpulan dari hasil penelitian, keterbatasan penelitian beserta saran-saran untuk penelitian selanjutnya.

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 *Underpricing*

Underpricing adalah suatu keadaan dimana harga saham pada saat penawaran perdana lebih rendah dibandingkan dengan ketika diperdagangkan di pasar sekunder. Studi tentang IPO secara internasional menyatakan bahwa 9 dari 10 penelitian menyimpulkan telah terjadi *underpricing* (Aggarwal, 1993). Beberapa studi di beberapa negara mengenai kinerja IPO dalam jangka pendek menunjukkan terjadi *underpricing*, tetapi dalam jangka panjang terjadi return negatif (Aggarwal, 1993). Penyebab terjadinya *underpricing* dicoba dijelaskan oleh beberapa peneliti, tetapi penelitian empiris membuktikan penyebabnya berbeda-beda.

Fenomena *underpricing* yang ditandai dengan nilai *initial return* positif pada pasar perdana merupakan gejala yang umum terjadi pada pasar modal di dunia (Setianingrum, 2005). Fenomena ini menarik karena berdasarkan hipotesis pasar yang efisien pada bentuk semi kuat (*efficient market hypothesis*, EMH), pada investor tidak seharusnya mendapatkan “*abnormal return*” atau keadaan *underpricing* dengan hanya memanfaatkan informasi publik (Hanafi, 1998 dalam Setianingrum, 2005). Menurut Zimmeman (1986) dalam Setianingrum (2005) pada pasar semi kuat (*semistrong form*) harga pasar seharusnya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan. Dengan demikian *initial return* yang positif tidak akan terjadi.

Harga saham yang dijual di pasar perdana (saat IPO) telah ditentukan terlebih dahulu atas kesepakatan antara emiten dan penjamin emisi, sedangkan harga di pasar sekunder ditentukan oleh mekanisme pasar (permintaan dan penawaran). Di dalam dua mekanisme penentuan harga tersebut, sering terjadi perbedaan harga saham antara pasar perdana dan pasar sekunder. Jika penentuan harga saham saat IPO secara signifikan lebih rendah dibandingkan dengan harga

yang terjadi di pasar sekunder pada hari pertama, maka terjadilah apa yang disebut dengan *underpricing*. *Underpricing* juga sering disebut sebagai tingkat *initial return* yang positif.

Filatotchev dan Bishop (2002) dalam penelitiannya menggambarkan *underpricing* sebagai proses transfer kekayaan dari pemegang saham lama ke investor. *Underpricing* berhubungan dengan asimetri informasi, dimana *underpricing* merupakan biaya untuk mengompensasi ketidakpastian di masa mendatang pada investor yang disebabkan adanya asimetri informasi. Beberapa teori yang digunakan untuk menjelaskan *underpricing* adalah *Signalling Theory* dan Asimetri Informasi

2.1.1 *Signalling Theory*

Signalling Theory adalah adalah suatu teori dimana satu pihak (*agent*) menyampaikan informasi terkait dirinya kepada pihak lain (*principal*). Holthausen (1990) dalam Godfrey *et al.* (2010) menjelaskan perspektif pada pilihan kebijakan akuntansi yaitu *Information Perspective*. Pada perspektif ini, manajer secara sukarela menyediakan informasi bagi investor untuk membantu mereka dalam pembuatan keputusan. Alasan manajer melakukan hal ini adalah agar mereka memiliki *comparative advantage* dalam menghasilkan dan menyebarkan informasi. Dalam *Information Perspective*, informasi akuntansi memprediksi *cash flow* yang mempengaruhi nilai perusahaan.

Information hypothesis mendasari sebagian besar penelitian awal pasar modal. Dalam studi pasar modal, manajer diasumsikan menyediakan informasi untuk pengambilan keputusan investor. Seperti, jika terjadi perubahan dalam metode akuntansi diartikan bahwa informasi telah berubah dan keputusan investasi harus diubah. Pada gilirannya, perubahan dalam keputusan investasi akan direfleksikan pada harga saham atau volume penjualan dan volatilitas.

Information hypothesis sejalan dengan *signalling theory*, dimana manajer menggunakan akun-akun perusahaan untuk memberikan sinyal ekspektasi dan tujuan masa depan perusahaan. Berdasarkan *signalling theory*, jika manajer mengekspektasikan level pertumbuhan perusahaan yang tinggi di masa depan,

mereka akan memberikan sinyal tersebut kepada investor melalui akun-akun perusahaan. Manajer perusahaan lain yang juga berkinerja baik akan memiliki insentif yang sama, sedangkan manajer perusahaan dengan berita netral akan memiliki insentif untuk melaporkan berita positif sehingga mereka tidak disangka memiliki hasil yang jelek. Manajer perusahaan yang memiliki berita buruk akan memiliki insentif untuk tidak memberikan laporan terkait keadaan perusahaannya. Namun, mereka memiliki insentif untuk melaporkan berita buruk kepada publik untuk menjaga kredibilitas pasar tempat saham mereka diperjualbelikan.

Konsekuensi logis dari *signalling theory* adalah terdapat insentif bagi semua manajer dalam memberikan sinyal/pertanda mengenai ekspektasi profit dimasa depan. Jika investor percaya terhadap sinyal tersebut, harga saham akan meningkat. Namun masalah akan muncul kemudian adalah mengenai kredibilitas sinyal tersebut, dimana perusahaan lain juga akan mencoba memberikan sinyal positif tentang perusahaan mereka. Salah satu bentuk sinyal yang memiliki kredibilitas adalah mengungkapkan *financial leverage* (Mandelker dan Rhee, 1984 dalam Murugesu dan Santhapparaj, 2010) dan penggunaan *investment banker* dan auditor yang bereputasi (Balvers, 1988 dalam Murugesu dan Santhapparaj, 2010)

Perusahaan yang melakukan IPO dapat menggunakan beberapa sinyal dalam mengkomunikasikan pengungkapan risiko mereka. Sebagai contoh, sebuah perusahaan secara sukarela mengungkapkan pada prospektus tentang jumlah penggunaan saham (*number of uses of issue proceeds*) dari perolehan IPO (Spiess dan Pettway, 1997 dalam Murugesu dan Santhapparaj, 2010). Kemungkinan lain, *insider* mencoba untuk memberi sinyal tentang kualitas IPO dengan bentuk mempertahankan saham tersebut seketika ia didaftarkan (Leland dan Pyle, 1977 dalam Murugesu dan Santhapparaj, 2010).

Model *signalling* dari IPO berpendapat bahwa pemegang saham lama dari perusahaan yang berkualitas bagus memberikan sinyal atas kualitas perusahaannya melalui *underpriced* saham yang ditawarkan dan banyaknya saham yang ditahan oleh pemegang saham lama. Kennedy *et al.* (2001) menyatakan bahwa intuisi dasar dari model *signalling* adalah hanya perusahaan

yang berkualitas tinggi yang bersedia menanggung biaya *underpricing* dalam rangka untuk membedakan diri dari perusahaan berkualitas rendah. Dengan melakukan hal tersebut, mereka berekspektasi untuk memiliki tindakan selanjutnya seperti melakukan penawaran selanjutnya *seasoned equity offerings* (SEO).

Selanjutnya Welch dan Ritter (2002) dalam penelitiannya mengemukakan *signalling theory* dalam fenomena *underpricing* ini. IPO *underpricing* ini merupakan mekanisme untuk memberi sinyal atas kualitas dari suatu perusahaan. Jadi, perusahaan-perusahaan yang memiliki kualitas yang baik melakukan *underpricing* atas saham-sahamnya dengan tujuan agar memperoleh keberhasilan penjualan saat melakukan penawaran saham di masa yang akan datang. Selain itu menurut Beatty dan Ritter (1986) *underwriter* dan auditor yang berkualitas baik juga merupakan sinyal bagi investor bahwa perusahaan tersebut baik.

2.1.2 Asimetri Informasi

Teori yang juga banyak dihubungkan dan digunakan untuk menjelaskan *underpricing* adalah adanya asimetri informasi. Asimetri informasi dapat terjadi antara emiten dengan *underwriter*, maupun antara investor. Beatty (1989) mengungkapkan bahwa *underpricing* disebabkan oleh adanya asimetri informasi. Pihak yang terlibat antara lain emiten, *underwriter* dan investor. Model asimetri informasi mengasumsikan bahwa salah satu dari ketiga pihak ini mengetahui informasi lebih banyak dari pihak lainnya sehingga mengurangi kekuatan penawaran optimal.

Dalam menjelaskan teori asimetri informasi, Welch dan Ritter (2002) membagi dua situasi yang mengasumsikan perbedaan informasi antara *issuer* dan investor. Pertama, jika *issuer* memiliki informasi yang lebih baik daripada investor maka investor yang rasional akan menghadapi *lemon problem*: hanya *issuer* yang berkualitas di bawah rata-rata yang bersedia menjual sahamnya dengan harga rata-rata. Sementara *issuer* yang berkualitas tinggi untuk membedakan dengan *issuer* yang berkualitas di bawah rata-rata maju dengan menawarkan harga saham yang lebih rendah untuk menunjukkan nilai yang perusahaan miliki. Kemudian pasar percaya bahwa saham tersebut layak dibeli

dan hal tersebut juga untuk menghalangi *issuer* berkualitas di bawah rata-rata menirunya. Kedua, jika investor memiliki informasi yang lebih baik daripada *issuer*, maka *issuer* akan menghadapi *allocation problem*. Dalam kondisi ini, *issuer* tidak mengetahui seberapa besar permintaan pasar terhadap sahamnya dan berapa harga yang diinginkan oleh pasar. Jika investor memiliki informasi yang lebih baik, maka ia akan membeli saham jika harga yang ditawarkan lebih rendah daripada nilai yang dipersepsikan oleh investor tersebut.

Bagaimanapun, ada beberapa IPO yang mengalami *overprice* yang tidak dapat diprediksikan. Walaupun ada asumsi bahwa investor memiliki informasi yang sama secara umum, pada kenyataannya sebenarnya ada dua jenis investor yang terdapat di pasar, yaitu investor yang *better informed* dan *uninformed* (Beatty 1989). Masalah yang ditakuti oleh investor yang memiliki berbagai informasi adalah tentang *winner's curse problem*. Dalam *winner's curse*, investor mengalami ketakutan bahwa ia menjadi investor yang paling optimis dibandingkan investor lainnya sehingga pada akhirnya saham yang dibelinya ternyata mengalami *overpriced*.

Asimetri informasi terjadi antara emiten, *underwriter*, dan investor di bursa pada saat penawaran perdana. Asimetri informasi yang terjadi pada saat pasar perdana lebih besar daripada di pasar sekunder (Murugesu dan Santhapparaj, 2010). Sehingga untuk meminimalisasi asimetri informasi ini perusahaan yang akan melakukan IPO akan memberikan informasi terkait perusahaannya di publik

Baron (1982) menemukan *investment banker* merupakan pihak yang mempunyai informasi yang lebih baik (*better informed*) daripada pihak emiten yang meminta untuk menerbitkan sahamnya. Pada penelitian Rock (1986), diasumsikan bahwa investor dikelompokkan menjadi dua bagian, yaitu yang memperoleh informasi dan yang tidak memperoleh informasi (Rock, 1986; Beatty dan Ritter, 1986). Pada setiap model tersebut *bank investment* atau investor yang tidak memiliki informasi akan berhadapan dengan ketidakpastian berkaitan dengan nilai perusahaan yang melakukan IPO. Ketepatan distribusi ketidakpastian nilai perusahaan telah digambarkan sebagai *ex ante uncertainty* (Beatty dan Ritter,

1986). Kedua penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara *ex ante uncertainty* dengan *underpricing* saat IPO.

Risiko dapat diartikan sebagai ketidakmampuan memprediksi kepastian, sehingga semakin tinggi *uncertainty* maka semakin tinggi *underpricing* yang terjadi. Dan ketika risiko diungkapkan, maka level ketidakpastian (*uncertainty*) akan menurun dan *underpricing* juga akan terkoreksi.

2.2 Penawaran Umum Perdana (*Initial Public Offering*)

2.2.1 Pengertian Penawaran Umum Perdana

Penawaran Umum Perdana atau *Initial Public Offering* (IPO) adalah penjualan pertama saham umum sebuah perusahaan kepada investor umum. Menurut UU No. 8 Tahun 1995, Penawaran umum adalah kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur dalam undang-undang dan peraturan pelaksanaannya. Penawaran Umum atau sering pula disebut *Go public* adalah kegiatan penawaran saham atau Efek lainnya yang dilakukan oleh Emiten (perusahaan yang akan *go public*) untuk menjual saham atau Efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur oleh UU Pasar Modal dan Peraturan Pelaksanaannya.

Perusahaan memiliki berbagai alternatif sumber pendanaan, baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Alternatif pendanaan dari dalam perusahaan, umumnya dengan menggunakan laba yang ditahan perusahaan. Sedangkan alternatif pendanaan dari luar perusahaan dapat berasal dari kreditur berupa utang, pembiayaan bentuk lain atau dengan penerbitan surat-surat utang, maupun pendanaan yang bersifat penyertaan dalam bentuk saham (*equity*). Pendanaan melalui mekanisme penyertaan umumnya dilakukan dengan menjual saham perusahaan kepada masyarakat atau sering dikenal dengan *go public*. Untuk *go public*, perusahaan perlu melakukan persiapan internal dan penyiapan dokumentasi sesuai dengan persyaratan untuk *go public* atau penawaran umum, serta memenuhi semua persyaratan yang ditetapkan Bapepam-LK. (www2.idx.co.id).

2.2.2 Tujuan Penawaran Umum Perdana

Dalam kebanyakan kasus, alasan perusahaan melaksanakan *go public* adalah untuk meningkatkan modal ekuitas (*equity capital*) perusahaan dan membuat pendiri dan pemegang saham dapat meng-*convert* sebagian dari kekayaan mereka menjadi kas di masa depan. Sedangkan alasan non keuangan perusahaan melakukan *go public* seperti meningkatkan publisitas hanya memainkan peran kecil dalam kebanyakan perusahaan (Ritter dan Welch, 2002).

Teori formal pertama tentang keputusan untuk *go public* diungkapkan oleh Zingales (1995) dalam Ritter dan Welch (2002). Dia mengamati bahwa akan lebih mudah bagi pengakuisisi potensial untuk melihat target potensial yang diakuisi ketika target tersebut telah *go public*.

2.1.3 Proses Penawaran Umum Perdana

Sebelum perusahaan yang berbentuk PT dapat menawarkan sahamnya ke pasar modal (ditawarkan di pasar perdana), perusahaan harus mendapat persetujuan dari Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK). Berbagai persyaratan akan ditanyakan oleh Bapepam-LK dan harus dipenuhi oleh perusahaan. Bapepam-LK akan melakukan review, apabila disetujui maka pendaftaran tersebut menjadi efektif berada di pasar perdana. Perusahaan kemudian melakukan pendaftaran agar terdaftar di bursa. Bursa akan melakukan review untuk persyaratan pendaftaran. Apabila disetujui perusahaan tersebut membayar *fee* ke bursa dan sekuritas tersebut pun terdaftar di pasar sekunder (Soepryono, 2005).

Proses penawaran umum perdana antar negara tidak memiliki perbedaan yang signifikan. Pada umumnya, sebelum melakukan penawaran perdana, emiten harus membuat dokumen yang menginformasikan perusahaannya. Dengan memberikan informasi ini diharapkan pada calon investor mengetahui nilai perusahaan yang bersangkutan. Penawaran Umum di Bursa Efek Indonesia mencakup kegiatan-kegiatan berikut (www.idx.co.id):

- Periode Pasar Perdana yaitu ketika Efek ditawarkan kepada pemodal oleh Penjamin Emisi melalui para Agen Penjual yang ditunjuk

- Penjatahan Saham yaitu pengalokasian Efek pesanan para pemodal sesuai dengan jumlah Efek yang tersedia;
- Pencatatan Efek di Bursa, yaitu saat Efek tersebut mulai diperdagangkan di Bursa.

Proses Penawaran Umum saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) dapat dikelompokkan menjadi 4 tahapan berikut (www.idx.co.id):

1. Tahap Persiapan

Tahapan ini merupakan tahapan awal dalam rangka mempersiapkan segala sesuatu yang berkaitan dengan proses Penawaran Umum. Pada tahap yang paling awal 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:

- 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.

2. 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

3. 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. Misal, 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.

4. Tahap Pencatatan saham di Bursa Efek

Setelah selesai penjualan saham di pasar perdana, selanjutnya saham tersebut dicatatkan di Bursa Efek Indonesia

2.3 Prospektus

Prospektus perusahaan merupakan salah satu sumber informasi yang relevan dan dapat digunakan untuk menilai perusahaan, dimaksudkan untuk menghindari adanya kesenjangan informasi yang terjadi antara pihak-pihak di pasar perdana. Beberapa peneliti terdahulu telah menguji keterkaitan antara fenomena *initial return* positif dengan informasi yang tercantum dalam prospektus perusahaan (Hadi Kusuma, 2001 dalam Setianingrum 2005).

2.3.1 Pengertian Prospektus

Prospektus adalah *tool* dan kelengkapan bagi perusahaan yang akan melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di pasar saham. Prospektus memiliki beberapa komponen yang wajib dilaporkan perusahaan yang akan IPO. Prospektus merupakan kunci komunikasi utama bagi perusahaan dalam

pengungkapkan risiko, namun prospektus sendiri tidak menyediakan insentif bagi perusahaan untuk meningkatkan pengungkapan risiko (Murugesu dan Santhapparaj, 2010). Verreccia (1983) memprediksikan perusahaan hanya akan mengungkapkan informasi secara sukarela apabila pengungkapan ini memberikan keuntungan baginya. Risiko yang diungkapkan pada prospektus beraneka macam, semakin banyak risiko yang diungkapkan pada prospektus maka semakin banyak informasi yang diperoleh calon investor.

Prospektus adalah suatu dokumen yang digunakan dalam memberikan gambaran mengenai saham yang ditawarkan oleh perusahaan yang akan *go public*. Prospektus adalah setiap informasi tertulis sehubungan dengan penawaran umum tujuan agar pihak lain membeli efek (UU No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal). Prospektus memiliki peranan penting dalam mengkomunikasikan pengungkapan risiko dari perusahaan yang akan melaksanakan *initial public offering* (Murugesu dan Santhapparaj, 2010)

Berdasarkan peraturan Bapepam-LK Nomor IX.C.2 tahun 1996 tentang Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Prospektus Dalam Rangka Penawaran Umum, dan Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.C.3 tahun 2000 tentang Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Prospektus Ringkas Dalam Rangka Penawaran Umum, maka dikenal beberapa tahapan prospektus di Indonesia yaitu:

- Prospektus Awal, digunakan dalam rangka penawaran awal atau guna melihat minat pasar (*book building*). Prospektus ini adalah dokumen tertulis yang memuat seluruh informasi dalam prospektus yang disampaikan kepada Bapepam-LK sebagai bagian dari pernyataan pendaftaran, kecuali informasi mengenai nilai nominal, jumlah dan harga penawaran efek, penjaminan emisi efek tingkat suku bunga obligasi, atau hal-hal lain yang berhubungan dengan persyaratan penawaran yang belum dapat ditentukan.
- Prospektus Ringkas, digunakan dalam rangka penawaran umum kepada publik .
- Prospektus Final, dipublikasikan setelah Pernyataan Pendaftaran telah dinyatakan efektif oleh Bapepam-LK.

2.3.2 Komponen Prospektus

Suatu Prospektus harus mencakup semua rincian dan fakta material mengenai penawaran umum dari emiten, yang diketahui atau layak diketahui oleh emiten dan penjamin pelaksana emisi efek. Prospektus harus dibuat sedemikian rupa sehingga jelas dan komunikatif. Fakta-fakta dan pertimbangan-pertimbangan yang paling penting harus dibuat ringkasannya dan diungkapkan pada bagian awal Prospektus.

Berdasarkan peraturan Bapepam-LK, yaitu Peraturan Nomor IX.C.2 tahun 1996: Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Prospektus dalam Rangka Penawaran Umum, komponen dari prospektus yang dibuat oleh perusahaan yang akan *go public* terdiri dari bab-bab sebagai berikut:

- Penawaran umum
- Penggunaan dana yang diperoleh dari hasil penawaran umum
- Pernyataan utang
- Analisis pembahasan oleh manajemen
- Risiko usaha
- Kejadian penting setelah tanggal laporan
- Keterangan tentang emiten
- Kegiatan dan prospek usaha emiten
- Ikhtisar data keuangan yang penting
- Ekuitas
- Kebijakan dividen
- Perpajakan
- Penjaminan emisi efek
- Lembaga dan profesi penunjang pasar modal
- Pendapat dari segi hukum
- Laporan keuangan
- Laporan penilai (jika ada)
- Anggaran dasar
- Persyaratan pemesanan pembelian efek

- Penyebarluasan prospektus dan formulir pemesanan pembelian efek
- Wali amanat dan penanggung

Dari komponen Prospektus yang harus dilaporkan oleh calon emiten diatas, terdapat komponen-komponen yang merupakan *proxy* atas risiko. Sehingga ketika Prospektus diinformasikan kepada publik secara langsung risiko dari perusahaan tersebut juga akan ikut diketahui oleh publik.

Menurut Murugesu dan Santhapparaj (2010), *proxy* atas risiko yang diungkapkan pada prospektus antara lain adalah: umur dan ukuran perusahaan, ukuran saham yang ditawarkan, jumlah pos penggunaan saham (penggunaan untuk ekspansi, pembelian aset tetap, pendanaan *working capital*, dan pelunasan utang), jumlah faktor risiko naratif yang terdapat pada bagian tertentu prospektus, reputasi auditor, kualifikasi audit, variabel hubungan istimewa, *contingent liability*, tingkat pertumbuhan penjualan (*sales growth rate*), *liquidity*, *leverage*, *net earnings*, *variability of earnings*, dan *forecast dividend payout*. Sehingga 15 *proxy* risiko ini dijadikannya sebagai *proxy* risiko atas penelitian yang mereka lakukan.

2.4 Ketidakpastian (*Uncertainty*) dan Risiko

Dalam menentukan pembelian saham, seorang investor akan mempertimbangkan *risk* dan *return* nya (Markowitz, 1952). Pada tingkat risiko yang sama investor akan memilih saham yang memberikan *return* yang tinggi, atau pada tingkat *return* yang sama investor akan memilih saham yang memiliki risiko yang lebih rendah. Perilaku ini disebut dengan *risk-averse*. Asimetri informasi yang terjadi pada saat pasar perdana (IPO) lebih besar daripada di pasar sekunder (Murugesu dan Santhapparaj, 2010). Lebih tingginya asimetri informasi yang dihadapi oleh investor di pasar perdana, mengakibatkan risiko yang terjadi di pasar perdana lebih besar daripada pasar sekunder. Risiko dapat diartikan sebagai ketidakmampuan dalam memprediksi kepastian (*certainty*) kejadian di masa depan.

Jika investor memutuskan untuk melakukan investasi dalam bentuk saham, berarti melakukan partisipasi dalam modal suatu perusahaan. Tujuan

investasi adalah untuk memperoleh keuntungan dimasa yang akan datang berupa dividen atau *capital gain*. Namun keuntungan dimasa yang akan datang tersebut mempunyai unsur ketidakpastian, seperti fluktuasi harga saham, hasil dividen yang diharapkan, perkembangan emiten, dan ketidakpastian lainnya. Sehingga investasi dalam bentuk saham memiliki risiko seperti halnya investasi dalam bentuk aset lainnya.

Investasi selalu mengandung unsur risiko karena perolehan yang diharapkan baru akan diterima pada masa yang akan datang. Risiko juga timbul karena pengembalian yang diterima mungkin lebih besar atau lebih kecil dari dana yang diinvestasikan atau return yang diterima mungkin tidak sesuai dengan yang diharapkan. Menurut Christy dan Clendenin (1991) dalam Setianingrum (2005) terdapat empat jenis risiko penting, yaitu:

1. *Business risk*. Setiap usaha selalu menghadapi kemungkinan berkurangnya daya beli dan kegunaan yang disebabkan oleh persaingan, perubahan permintaan, biaya-biaya yang tidak terawasi, kesalahan manajemen, dan lain-lain.
2. *Market risk*. Market risk merupakan kerugian yang timbul akibat perubahan harga aset, walaupun daya belinya tidak berubah.
3. *Money rate risk*. Perubahan tingkat bunga akan mengurangi tingkat pendapatan bunga dari obligasi dan dividen dari saham yang dimiliki.
4. *Price level risk*. Suatu perusahaan nilai investasi yang tadinya menguntungkan menjadi tidak menguntungkan disebabkan daya beli yang tidak menentu.

2.5 Initial Return dan Underpricing

Initial return adalah selisih antara harga penawaran dan harga saham saat terdaftar di bursa. *Initial return* positif dapat diartikan sama dengan *underpricing*, karena telah terjadi penilaian harga yang lebih rendah pada pasar perdana dibandingkan dengan harga yang diperjualbelikan di pasar sekunder pada hari

pertama. Sehingga semakin tinggi nilai *initial return* menggambarkan semakin tinggi nilai *underpricing* atas saham yang ditawarkan.

Dalam penentuan *underpricing* dan *initial return* digunakan rumus sebagai berikut (Beatty dan Ritter, 1986):

$$IR = \frac{\text{Closing price} - \text{Offering price}}{\text{Offering price}} \times 100\%$$

2.6 Penelitian Terdahulu

Penelitian terkait *Initial Public Offering* (IPO) telah menjadi kajian yang banyak dilakukan oleh para peneliti di bidang keuangan. Faktor-faktor yang mempengaruhi harga saat IPO pun telah banyak diteliti. Salah satu penelitian yang cukup terbaru adalah penelitian yang dilakukan oleh Murugesu dan Santhapparaj (2010). Penelitian ini melihat pengaruh pengungkapan faktor risiko pada prospektus terhadap *initial return* di Malaysia. Penelitian ini memiliki 3 tujuan, pertama menganalisis pengaruh konten risiko dalam prospektus terhadap nilai penawaran saham perdana. Kedua, mengidentifikasi faktor risiko yang terbaik dalam menjelaskan keberagaman nilai *initial return*. Dan tujuan yang ketiga adalah membangun sebuah model *risk-return* yang dapat digunakan dalam menentukan harga penawaran saham perdana.

Penelitian ini menggunakan 15 jenis *proxy* risiko dalam menggambarkan risiko yang terdapat pada perusahaan yang akan *go public*. *Proxy* risiko yang digunakan antara lain umur dan ukuran perusahaan, ukuran saham yang ditawarkan, jumlah pos penggunaan saham (penggunaan untuk ekspansi, pembelian aset tetap, pendanaan *working capital*, dan pelunasan utang), jumlah faktor risiko naratif yang terdapat pada bagian tertentu prospektus, reputasi auditor, kualifikasi audit, variabel hubungan istimewa, *contingent liability*, tingkat pertumbuhan penjualan (*sales growth rate*), *liquidity*, *leverage*, *net earnings*, *variability of earnings*, dan *forecast dividend payout*. Penelitian ini menemukan bahwa ukuran risiko keuangan, seperti *liquidity*, *leverage*, *related party*, dan *forecast dividend payout* tidak signifikan dalam menjelaskan risiko perusahaan.

Murugesu dan Santhapparaj (2010) menemukan bahwa ukuran *financial risk* tidak signifikan mempengaruhi nilai variabel dependen. Variabel *financial risk* antara lain adalah *liquidity*, *leverage*, *related party transaction*, dan *forecast dividend payout*. Penelitian ini juga menemukan bahwa prospektus menyediakan informasi terkait risiko yang merefleksikan harga penawaran dan *initial return*. Perusahaan yang akan melaksanakan IPO dapat meningkatkan nilai sahamnya dengan memberikan dan menyediakan informasi kepada publik tentang kemampuan perusahaan dalam mengendalikan risiko. Ditemukan pula bahwa perusahaan yang berisiko memiliki nilai penawaran yang rendah dan menyebabkan nilai yang *underpricing* pada sahamnya.

Fenomena *underpricing* terjadi apabila *initial return* saham bertanda positif. Penelitian terdahulu seperti yang dilakukan oleh Beaty (1989), Kim (1993), Trisnawati (1998), dan Nazirwan (2000) dalam Setianingrum (2005) menggunakan *initial return* sebagai indikator keputusan investasi di pasar saham perdana. Hasil penelitian mereka menunjukkan variabel dependen tersebut dipengaruhi oleh beberapa variabel informasi akuntansi dan non akuntansi. Dalam penelitian ini variabel akuntansi hanya ditekankan pada aspek profitabilitas dan *financial leverage* dan variabel non akuntansi dilihat dari aspek reputasi auditor, reputasi *underwriter*, umur perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan terhadap *initial return*.

Setianingrum (2005) melakukan penelitian tentang pengaruh informasi prospektus terhadap *initial return* pada bank-bank umum yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 1996-2003. Penelitian ini menemukan bahwa informasi pada prospektus merupakan salah satu sumber informasi yang relevan dan dapat digunakan untuk menilai perusahaan dan membuat keputusan investasi. Informasi prospektus akuntansi memberikan gambaran kinerja keuangan perusahaan yang merupakan informasi penting bagi investor untuk pengambilan keputusan akuntansi. Kinerja keuangan yang baik akan menarik lebih banyak investor untuk melakukan investasi sehingga permintaan akan saham perusahaan meningkat. Sedangkan informasi non keuangan memberikan gambaran bahwa keterlibatan pihak-pihak atau lembaga yang profesional seperti auditor dan *underwriter* akan memberikan sinyal kualitas emiten untuk memberikan jaminan kepada investor

akan kebenaran informasi prospektus perusahaan untuk pengambilan keputusan investasi.

Setianingrum (2005) menggunakan ROA, *financial leverage*, persentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, reputasi auditor, dan reputasi *underwriter* sebagai variabel bebas yang mempengaruhi *initial return* pada saat IPO. Ditemukan bahwa ROA memberikan pengaruh positif yang signifikan terhadap *initial return*. Reputasi auditor memberikan pengaruh positif yang signifikan terhadap *initial return*. Reputasi *underwriter* memberikan pengaruh positif yang signifikan terhadap *initial return* dan DER memberikan pengaruh negatif yang signifikan terhadap *initial return* pada signifikansi 5%. Sedangkan variabel bebas lainnya tidak signifikan mempengaruhi *initial return*. Bushee dan Noe (2000) menemukan penawaran saham dalam jumlah besar dapat menurunkan risiko saham spekulatif.

Yasa (2008) melakukan penelitian tentang penyebab *underpricing* pada penawaran saham perdana di Bursa Efek Jakarta. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO periode 1990 hingga 2001. Penelitian ini menggunakan reputasi auditor, reputasi *underwriter*, umur perusahaan, persentase saham yang ditawarkan kepada publik, profitabilitas perusahaan, *financial leverage*, rasio solvabilitas, ukuran perusahaan, dan kepemilikan pemerintah sebagai variabel bebas. Dan menemukan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara pemakaian *underwriter* yang bereputasi tinggi terhadap *initial return*. Selain itu juga ditemukan pengaruh negatif dan signifikan antara profitabilitas perusahaan terhadap *initial return*.

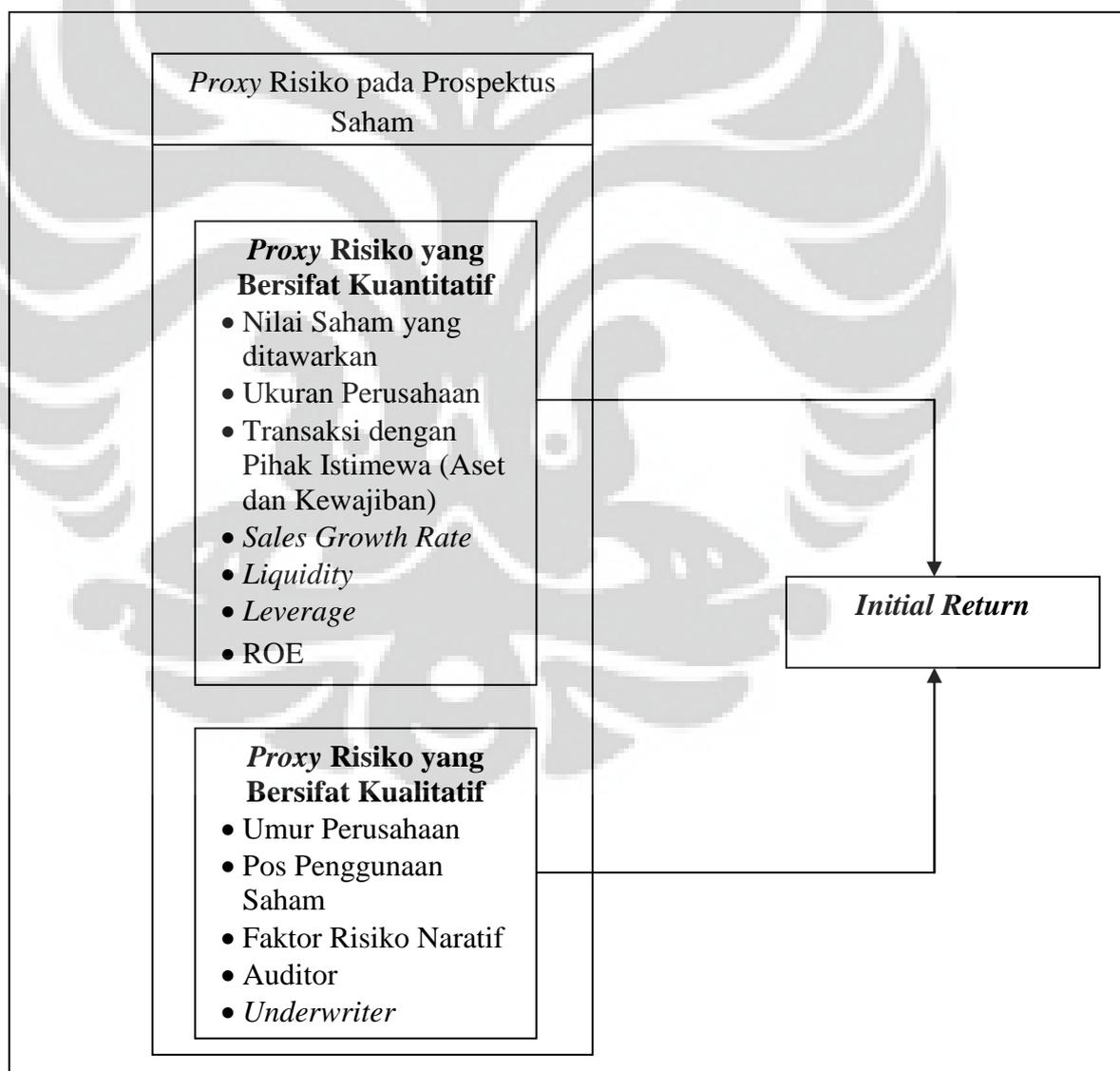
Penelitian terkait imbal hasil IPO pada Bursa Efek Jakarta juga dilakukan oleh Soepriyono (2005). Pada penelitiannya ditemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap imbal hasil jangka pendek. Ditemukan juga faktor pembayaran utang secara signifikan berkorelasi positif terhadap imbal hasil jangka pendek.

2.7 Rerangka Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menemukan pengaruh pengungkapan informasi *proxy* risiko pada prospektus terhadap *initial return*. *Proxy* risiko pada prospektus dibagi menjadi dua kelompok besar, yaitu kelompok faktor risiko kuantitatif dan kelompok faktor risiko kualitatif. Pada dua kelompok risiko ini akan dianalisis kelompok faktor manakah yang paling baik dalam menjelaskan nilai *initial return*.

Rerangka teoritis penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 2.1

Gambar 2.1
Rerangka Teoritis Penelitian



2.8 Pengembangan Hipotesis

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh pengungkapan risiko pada prospektus terhadap *initial return* saham. Risiko dijelaskan dalam 13 *proxy*, yang mana dikelompokkan berdasarkan apakah *proxy* tersebut bersifat kuantitatif atau kualitatif. Pada penelitian ini penulis menggunakan teknik analisis model regresi untuk melihat pengaruh antara variabel-variabel bebas dengan variabel variabel terikat. Variabel terikat adalah *initial return*, sedangkan variabel bebasnya dikelompokkan dalam variabel kuantitatif dan kualitatif. Sebelas variabel pada penelitian ini merupakan *proxy* risiko yang digunakan dalam penelitian Murugesu dan Santhapparaj (2010). Variabel tersebut adalah nilai saham yang ditawarkan, ukuran perusahaan, transaksi dengan pihak berhubungan istimewa, *sales growth rate*, *liquidity*, *leverage*, umur perusahaan, *number of uses of issue proceeds*, *number of Narrative Risk Factors*, dan reputasi auditor. Selain itu pemilihan variabel profitabilitas (*return on equity* maupun *return on asset*), *leverage*, umur perusahaan, reputasi auditor, reputasi *underwriter* diambil dari penelitian Setianingrum (2005). Pemilihan variabel ukuran perusahaan, *leverage* diambil dari penelitian Soepriyono (2005).

Variabel yang dipilih dalam penelitian ini sejalan dengan penelitian Murugesu dan Santhapparaj (2010). Yaitu, sembilan dari penelitian ini merupakan variabel yang digunakan Murugesu dan Santhapparaj (2010). Selain itu, variabel transaksi hubungan istimewa pada Murugesu dan Santhapparaj (2010) dibagi dua pada penelitian ini, yaitu transaksi hubungan istimewa pada akun aset dan transaksi hubungan istimewa pada akun kewajiban. Sehingga, dari lima belas variabel penelitian Murugesu dan Santhapparaj (2010), sepuluh variabel digunakan dalam penelitian ini. Lima variabel yang tidak digunakan adalah kualifikasi audit, *contingent liability*, laba bersih, *variability of earnings*, dan *forecast dividend payout*.

Alasan tidak dipilihnya kualifikasi audit pada penelitian ini karena tidak terdapat keberagaman variabel ini di penawaran saham perdana di Indonesia. Hanya terdapat satu perusahaan yang mendapatkan opini wajar dengan pengecualian pada laporan keuangan terakhir sebelum penawaran saham perdana.

Sedangkan sisa sampel sejumlah 123 mendapatkan opini wajar tanpa pengecualian. *Contingent liability* tidak digunakan sebagai variabel penelitian karena sebagian besar perusahaan tidak melaporkan secara detail *contingent liability* yang dimilikinya pada catatan atas laporan keuangan. Sehingga untuk menghilangkan ketidakpastian dalam pengukuran, variabel ini tidak dimasukkan sebagai variabel penelitian.

Laba bersih dan *variability of earnings* tidak digunakan dan diganti dengan variabel *return on equity*. Kedua variabel ini menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, sedangkan *return on equity* bisa menggambarkan kemampuan ini dengan baik. Selain itu penelitian yang dilakukan di Indonesia untuk mengukur kemampuan profitabilitas perusahaan lebih banyak menggunakan variabel *return on equity* maupun *return on asset* dibandingkan laba bersih dan *variability of earnings*. Hal ini terlihat dari pengukuran profitabilitas yang dilakukan oleh Setianingrum (2005) dan Yasa (2008). *Forecast dividend payout* tidak dijadikan variabel pada penelitian ini karena tidak adanya data terkait *forecast dividend payout* pada prospektus saham di Indonesia. Variabel ini diukur dengan menghitung ratio prediksi dividen per lembar saham dibagi prediksi laba bersih per lembar saham. Informasi ini tidak terdapat pada informasi prospektus di Bursa Efek Indonesia. Informasi terkait dividen yang terdapat pada prospektus saham di Indonesia adalah proporsi dividen terhadap laba bersih pada tahun sebelumnya, bukan prediksi untuk tahun berikutnya.

Sehingga, terdapat tiga belas variabel dipilih untuk penelitian ini. Variabel ini adalah dapat dibagi menjadi dua kelompok, yaitu kelompok variabel kuantitatif terdiri dari nilai saham yang ditawarkan, ukuran perusahaan, transaksi dengan pihak hubungan istimewa akun aset, transaksi dengan pihak hubungan istimewa akun kewajiban, *sales growth rate*, *liquidity*, *leverage*, dan *return on equity*. Dan variabel kualitatif; umur perusahaan, *number of uses of issue proceeds*, *number of narrative risk Factors*, reputasi auditor, reputasi *underwriter*.

Offer size amount adalah nilai saham IPO yang ditawarkan oleh perusahaan. Penawaran saham dalam jumlah besar dipandang sebagai *less*

speculative oleh investor institusional, karena saham yang berjumlah besar dapat dibeli dan dijual tanpa mempengaruhi harga saham (Carter dan Dark, 1993 dalam Murugesu dan Santhapparaj, 2010; dan Bushee dan Noe, 2000 dalam Murugesu dan Santhapparaj, 2010).

Hubungan *speculative* dengan risiko dapat dilihat pada ilustrasi sebagai berikut: dalam kegiatan jual beli saham, kita mengenal 3 sifat investor yaitu *risk seeker*, *risk neutrality*, dan *risk averter*. Investor yang suka terhadap risiko (*risk seeker*) merupakan investor yang apabila dihadapkan pada dua pilihan investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang sama dengan risiko yang berbeda, maka ia akan lebih suka mengambil investasi dengan risiko yang lebih besar. Investor dengan karakter tersebut lebih cenderung bersikap agresif dan spekulatif dalam mengambil keputusan investasi. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa saham yang spekulatif identik dengan saham yang memiliki risiko tinggi, karena biasanya saham ini diperjual belikan oleh para investor yang mencari risiko tinggi (*risk seeker*).

Hasil penelitian yang dilakukan Bushee dan Noe (2000) ditemukan bahwa penawaran saham dengan jumlah besar dapat menurunkan risiko saham spekulatif. Saham yang ditawarkan dalam jumlah besar dapat dibeli dan dijual tanpa mempengaruhi nilai saham keseluruhan. Hal ini akan menurunkan ketidakpastian atas fluktuasi harga saham dimasa depan yang dihadapi investor. Sehingga, ketidakpastian yang dihadapi oleh investor ini akan lebih kecil dibandingkan dengan ketidakpastian yang dihadapi investor yang menanamkan modalnya pada perusahaan yang memiliki jumlah penawaran saham yang lebih sedikit. Ketidakpastian yang lebih kecil ini mengakibatkan lebih kecil pula nilai *initial return* yang dihasilkan. Berdasarkan hasil temuan ini dibangun suatu hipotesis bahwa penawaran saham dalam jumlah besar dapat menurunkan nilai *initial return* saham. Sehingga semakin besar jumlah saham yang ditawarkan maka semakin kecil *initial return*nya :

H₁: Nilai saham yang ditawarkan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *initial return*

Ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecil perusahaan menurut berbagai cara, antara lain: total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan sebagainya. Pada dasarnya ukuran perusahaan terbagi dalam 3 kategori yaitu perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium-size*), dan perusahaan kecil (*small firm*) penentuan ukuran ini didasarkan pada total aset perusahaan (Machfoedz, 1994 dalam Ibrahim 2008). Perusahaan yang memiliki total aset yang besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana dalam tahapan ini arus kas perusahaan sudah positif dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama.

Ukuran yang besar juga mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan mampu menghasilkan laba dibanding perusahaan dengan total aset yang lebih kecil (Indriani, 2005 dalam Daniati dan Suhairi, 2006 dalam Ibrahim 2008). Sehingga perusahaan yang memiliki ukuran yang besar memberikan sinyal bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik di masa depan yang akan memperkecil ketidakpastian atas bisnis perusahaan tersebut dibandingkan perusahaan yang memiliki ukuran yang lebih kecil. Pada penelitian Soepriyono (2005) ditemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap imbal hasil saham jangka pendek. Sehingga dibangun suatu hipotesis:

H₂: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *initial return*

Related party transaction adalah transaksi dengan pihak-pihak yang memiliki hubungan istimewa. Transaksi antar pihak yang memiliki hubungan istimewa merupakan indikasi dari *agent-principal problem*, dimana pihak manajemen berusaha meningkatkan kesejahteraannya dengan membebankannya kepada kesejahteraan pemilik *shareholder* (Wild, 2001 dalam Murugesu dan Santhapparaj, 2010). Contohnya adalah transaksi penjualan dan pembelian antar pihak yang memiliki hubungan istimewa dapat mengakibatkan direktur dan perusahaan bernegosiasi bukan di harga yang wajar (*arms-length*). Hal ini dapat merepresentasikan peluang direktur mengambil alih aset perusahaan. Sehingga risiko yang dihadapi oleh perusahaan yang memiliki banyak transaksi hubungan istimewa akan lebih besar.

Sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa semakin banyak transaksi hubungan istimewa perusahaan maka akan semakin tinggi risiko bisnis yang dihadapi perusahaan. Risiko ini akan memperbesar ketidakpastian (*uncertainty*) dimasa depan yang dihadapi investor karena adanya indikasi pihak manajemen meningkatkan kesejahteraannya dengan membebankannya kepada kesejahteraan pemilik. Ketidakpastian yang dihadapi investor ini akan berdampak pada nilai *initial return* yang akan menjadi lebih besar. Transaksi dengan pihak yang memiliki hubungan istimewa pada laporan atas posisi keuangan dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu yang berhubungan dengan akun aset (RPTA) dan akun kewajiban (RPTL). Sehingga dibangun dua hipotesis yang memisahkan kedua kelompok ini, semakin besar nilai transaksi hubungan istimewa maka semakin besar nilai *initial return* saham:

H₃: Transaksi hubungan istimewa akun aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap *initial return*

H₄: Transaksi hubungan istimewa akun kewajiban berpengaruh positif dan signifikan terhadap *initial return*

Sales growth rate memberikan informasi terkait pertumbuhan pendapatan dari perusahaan. Industri yang memiliki rata-rata SGR yang tinggi akan menarik minat pesaing baru sehingga persaingan dalam industri tersebut juga akan meningkat (Beaver, 1970 dalam Murugesu dan Santhapparaj, 2010). Dengan terjadinya peningkatan minat pendatang baru dalam industri dan terjadinya persaingan yang ketat antar perusahaan, maka risiko bisnis semakin meningkat. Sehingga perusahaan yang berada dalam kondisi industri seperti ini akan menghadapi risiko bisnis yang lebih besar daripada perusahaan yang berada dalam industri yang persaingannya tidak ketat. Dari penjelasan di atas dapat diambil kesimpulan bahwa, semakin tinggi *sales growth rate* maka akan semakin tinggi risiko bisnis yang dihadapi perusahaan dan akan meningkatkan ketidakpastian (*uncertainty*) yang dihadapi oleh investor atas perusahaan tersebut dimasa depan. Ketidakpastian yang semakin tinggi ini akan meningkatkan nilai *initial return*. Dibangun suatu hipotesis:

H₅: *Sales growth rate* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *initial return*

Liquidity adalah kemampuan perusahaan dalam membiayai kewajiban jangka pendek dengan aset lancarnya, nama lain dari *liquidity* adalah *short-term soveny*. Rasio ini juga menggambarkan kemampuan perusahaan mengatasi risiko di jangka pendek. Pentingnya likuiditas dari perspektif risiko timbul dari ketidakmampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban obligasi jangka pendek, yang, dalam jangka panjang dapat menyebabkan kebangkrutan dan kepailitan perusahaan (Altman, 1968 dalam Murugesu dan Santhapparaj, 2010). Likuiditas perusahaan yang tergambar pada *working capital*, maupun *current ratio*, yaitu aset lancar dibagi kewajiban lancar. Semakin besar variabel ini maka semakin baik perusahaan dalam membiayai kewajiban jangka pendeknya. Dengan kata lain semakin kecil ketidakpastian (*uncertainty*) yang dihadapi investor dimasa depan terkait kemampuan bertahan perusahaan. Ketidakpastian yang semakin kecil ini akan memperkecil nilai *initial return*. Sehingga dibangun hipotesis:

H₆: *Liquidity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *initial return*

Leverage adalah kemampuan perusahaan dalam membiayai kewajiban jangka panjang. Rasio ini juga menggambarkan kemampuan perusahaan mengatasi risiko di jangka panjang. *Long-term soveny* atau *financial leverage* perusahaan tergambar pada *debt to equity ratio*, yaitu utang jangka panjang dibagi ekuitas perusahaan. Semakin kecil rasio ini maka semakin baik perusahaan dalam membiayai kewajiban jangka panjangnya. Semakin baik *leverage* perusahaan maka semakin baik perusahaan dalam mengelola risiko jangka panjang perusahaan. Dengan kata lain semakin kecil ketidakpastian (*uncertainty*) yang dihadapi investor dimasa depan terkait kemampuan bertahan perusahaan. Ketidakpastian yang semakin kecil ini akan memperkecil nilai *initial return*. Trisnawati (1999) dalam Setianingrum (2005) menunjukkan bahwa *financial leverage* merupakan faktor utama yang mempengaruhi *initial return*. Daljono (2000) dalam Yasa (2008) mencoba mengembangkan penelitian Trisnawati (1999) dan menemukan bahwa variabel *financial leverage* memiliki pengaruh secara statistik positif dan signifikan dengan *initial return*. Sehingga dibangun hipotesis:

H₇: *Leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *initial return*

Return on equity merefleksikan seberapa banyak yang dihasilkan perusahaan bagi pemilik (owner). Rasio ini adalah rasio profitabilitas perusahaan, bersama-sama dengan ROA. Rasio ini diperoleh dari laba bersih dibagi jumlah saham. Perusahaan yang memiliki laba bersih yang rendah atau negatif akan sulit mendapatkan dana dari pihak luar, sehingga dipertanyakan kemampuannya bertahan dalam jangka panjang (Altman, 1968) dalam Murugesu dan Santhapparaj, 2010). Ketika laba bersih perusahaan bernilai positif, yang berdampak pada nilai ROE yang juga positif, akan lebih mudah bagi perusahaan tersebut untuk mendapatkan dana dari luar, baik dana yang berasal dari saham (shareholder) maupun dari utang (*debtor*). Kemudahan ini akan membantu di kala perusahaan membutuhkan dana, baik kebutuhan dana untuk berekspansi, membeli aset tetap, melunasi utang maupun kebutuhan lainnya. Hal ini mengindikasikan perusahaan akan lebih mampu bertahan dalam berbagai keadaan di jangka waktu yang panjang. Semakin besar variabel ini maka semakin baik perusahaan dalam memberikan *return* kepada pemilik. Dengan kata lain semakin kecil ketidakpastian (*uncertainty*) yang dihadapi investor di masa depan terkait kemampuan profitabilitas perusahaan. Ketidakpastian yang semakin kecil ini akan memperkecil nilai *initial return*. Yasa (2008) menemukan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara rasio profitabilitas perusahaan dengan nilai *initial return*. Sehingga dibangun hipotesis:

H₈: *Return of equity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *initial return*

Umur perusahaan adalah jangka waktu lamanya sebuah perusahaan berdiri hingga ia melakukan penawaran perdana di pasar saham. Saat perusahaan berkembang maka aset yang dimilikinya menjadi transparan dan mudah untuk dinilai, sehingga akan mengurangi asimetri informasi (Beatty dan Ritter, 1986 dalam Yung dan Zender, 2010). Umur adalah faktor yang penting dalam menjelaskan nilai IPO karena perusahaan dengan sejarah operasi yang pendek cenderung memperburuk masalah asimetri informasi dan ketidakpastian (Ritter, 1984; Clarkson, 1994; Hensler, 1997 dalam Murugesu dan Santhapparaj, 2010) . Sehingga semakin panjang umur perusahaan, maka semakin banyak pula informasi terkait perusahaan yang telah dimiliki publik dan memperkecil

ketidakpastian (*uncertainty*) terhadap perusahaan tersebut, sehingga *initial return* perusahaan juga akan lebih kecil.

Trisnawati (1999) dalam Setianingrum (2005) menemukan umur perusahaan merupakan faktor utama yang mempengaruhi *initial return*. Penelitian yang dilakukan Beatty (1989) juga menunjukkan bahwa umur perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *initial return*. Maka dibangun hipotesis:

H₉: Umur berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *initial return*

Number of uses of issue proceeds adalah jumlah pemakaian dana yang diperoleh dari penawaran saham. Biasanya perusahaan menggunakan dana ini untuk mendanai ekspansi, membeli aset tetap, pembayaran utang, dan mendanai *working capital* perusahaan. Masing-masing pos tujuan penggunaan dana akan ini diikuti dengan ketidakpastian. Sehingga semakin banyak pos-pos pendanaan maka semakin banyak pula ketidakpastian yang mengikutinya, dan ketidakpastian yang semakin besar ini akan memperbesar nilai *initial return*. Soepriyono (2005) menemukan faktor pembayaran utang pada pos penggunaan saham secara signifikan berkorelasi positif terhadap imbal hasil jangka pendek. Sehingga dibangun hipotesis:

H₁₀: *Number of uses of issue proceeds* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *initial return*

Number of Narrative Factors adalah jumlah faktor risiko yang diungkapkan pada prospektus. Faktor risiko ini memiliki bagian khusus tersendiri di dalam prospektus. Contoh faktor naratif adalah risiko operasional seperti risiko usaha, risiko kinerja anak perusahaan, risiko sumber daya manusia, selain itu juga terdapat risiko financial, risiko kredit, risiko eksternal seperti risiko hukum, dan risiko-risiko lainnya. Risiko IPO diprediksikan meningkat jika jumlah faktor risiko pada prospektus berjumlah besar (Hensler, 1997 dalam Murugesu dan Santhapparaj 2010). Sehingga ketika semakin banyak jumlah faktor risiko naratif perusahaan yang terdapat di prospektus, mengindikasikan semakin besar ketidakpastian yang dihadapi investor di masa mendatang, ketidakpastian yang

besar ini akan meningkatkan nilai *initial return* perusahaan. Sehingga dibangun hipotesis:

H₁₁: *Number of Narrative Factors* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *initial return*

Reputasi auditor merupakan penggunaan jasa KAP yang digunakan oleh perusahaan. Semakin tinggi reputasi auditor yang digunakan maka semakin tinggi kredibilitas laporan keuangan yang dihasilkan (Beatty, 1989 dalam Murugesu dan Santhapparaj, 2010). Kualitas auditor merupakan salah satu pengurang ketidakpastian. Penelitian yang dilakukan Beatty (1989) menunjukkan bahwa auditor yang memiliki reputasi tinggi berpengaruh negatif terhadap *initial return*.

Reputasi auditor merupakan suatu sinyal kepada masyarakat bahwa laporan keuangan perusahaan telah diperiksa oleh auditor yang berkualitas baik. Sehingga diharapkan masyarakat menilai kualitas yang tinggi juga terhadap laporan keuangan perusahaan. *Investment banker* dan auditor yang memiliki reputasi akan mengurangi *underpricing* (Balver, 1988 dalam Yasa 2008), sehingga dibangun sebuah hipotesis:

H₁₂: Penggunaan jasa auditor *Big4* ataupun *Big5* (pada tahun 2001) dalam mengaudit laporan keuangan pada prospektus akan menghasilkan nilai *initial return* yang lebih rendah dibandingkan dengan penggunaan jasa non-*Big4* ataupun non-*Big5* (pada tahun 2001)

Reputasi Auditor merupakan penggunaan jasa *underwriter* atau penjamin efek yang digunakan oleh perusahaan dan pihak yang menentukan harga saham saat IPO. Beatty dan Ritter (1986) dan Carter dan Manaster (1990) dalam Yung dan Zender (2010) menyatakan bahwa *underwriter* yang memiliki kualitas tinggi bertindak untuk mengurangi ketidakpastian (*uncertainty*) nilai perusahaan yang mereka jamin.

Pengorbanan emiten untuk menggunakan jasa *underwriter* yang berkualitas akan diinterpretasikan investor bahwa emiten memiliki informasi yang tidak menyenangkan mengenai prospeknya di masa mendatang. Setanigrum (2005)

menemukan bahwa reputasi *underwriter* mempengaruhi *initial return* secara signifikan. Reputasi *underwriter* dapat digunakan sebagai sinyal (Beatty, 1989). *Underwriter* akan berhati-hati dalam menentukan harga saham yang akan dijaminnya, karena ia memiliki risiko untuk membeli semua saham yang tidak laku terjual. Sehingga akan terdapat suatu perilaku untuk menurunkan harga saham dari yang seharusnya untuk meminimalisasi risiko ini oleh *underwriter*. Namun, *underwriter* yang bereputasi tinggi akan berani memberikan harga yang sesuai dengan harga saham yang diprediksikannya sebagai konsekuensi atas kualitas penjaminannya. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan Beatty (1989), menunjukkan bahwa *underwriter* yang memiliki reputasi tinggi berpengaruh negatif terhadap *initial return*. sehingga dibangun suatu hipotesis:

H₁₃: Penggunaan jasa 10 *underwriter* volume perdagangan tertinggi dalam menjamin saham penawaran perdana akan akan menghasilkan nilai *initial return* yang lebih rendah dibandingkan dengan penggunaan jasa non 10 *underwriter* volume perdagangan tertinggi

BAB 3 METODE PENELITIAN

3.1 Metode Pengumpulan Data

3.1.1 Jenis Data dan Sumber Data

Jenis data dalam penelitian ini adalah data sekunder yang sumbernya berasal dari prospektus final perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana di Bursa Efek Indonesia pada kurun waktu 2001-2010.

3.1.2 Metode Pemilihan Sampel

Pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan non keuangan dan *non investment* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu 2001-2010
2. Prospektus final didapatkan, baik bersumber dari Bursa Efek Indonesia, Pusat Data Ekonomi dan Bisnis Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, maupun dari *website* masing-masing perusahaan.
3. Perusahaan menggunakan mata uang Rupiah dalam pembuatan Prospektus.

3.2 Model Penelitian dan Operasionalisasi Variabel

Penelitian ini menggunakan sebuah model yang bertujuan untuk mengetahui hubungan pengungkapan komponen risiko pada prospektus dengan nilai saham IPO di Bursa Efek Indonesia dan mengetahui ukuran risiko pada prospektus yang paling baik dalam menjelaskan perbedaan nilai IPO di bursa Efek Indonesia. Adapun untuk mencapai tujuan penelitian yang ketiga, yaitu untuk menganalisis faktor risiko pada prospektus yang paling baik dalam menjelaskan nilai *Initial return*, dibentuk dua model penelitian lagi, yaitu model penelitian yang menggunakan variabel kuantitatif sebagai komponen variabel independen dan variabel kuantitatif sebagai komponen variabel independen. Tujuan

pembentukan dua buah model ini adalah untuk membandingkan variabel mana yang paling baik dalam menjelaskan perbedaan nilai IPO di bursa, apakah variabel kuantitatif atau variabel kualitatif. sehingga terdapat tiga model dalam penelitian ini.

Model penelitian I:

$$IR_i = \beta_0 + \beta_1 OS_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 RPTA_i + \beta_4 RPTL_i + \beta_5 SGR_i + \beta_6 LIQ_i + \beta_7 LEV_i + \beta_8 ROE_i + \beta_9 AGE_i + \beta_{10} NUIP_i + \beta_{11} NRF_i + \beta_{12} AR_i + \beta_{13} UND_i + \varepsilon_i$$

Model penelitian kelompok variabel independen kuantitatif (model penelitian II):

$$IR_i = \beta_0 + \beta_1 OS_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 RPTA_i + \beta_4 RPTL_i + \beta_5 SGR_i + \beta_6 LIQ_i + \beta_7 LEV_i + \beta_8 ROE_i + \varepsilon_i$$

Model penelitian kelompok variabel independen kualitatif (model penelitian III):

$$IR_i = \beta_0 + \beta_1 AGE_i + \beta_2 NUIP_i + \beta_3 NRF_i + \beta_4 AR_i + \beta_5 UND_i + \varepsilon_i$$

Keterangan:

IR : *Initial return*

OS : *Offer Size Amount* (Nilai saham yang ditawarkan)

SIZE : Ukuran perusahaan

RPTA : *Related Party Transaction Assets*

RPTL : *Related Party Transaction Liabilities*

SGR : *Sales Growth Ratio* (Tingkat pertumbuhan penjualan)

LIQ : *Liquidity*

LEV : *Leverage*

ROE : *Return on Equity*

AGE : Umur perusahaan

NUIP : *Number of Uses of Issue Proceeds* (Jumlah pos penggunaan saham)

NRF : *Number of Narrative Risk Factors* (Jumlah faktor naratif)

- AR : Reputasi Auditor
 UND : Reputasi *Underwriter*
 β_0 : Konstanta
 $\beta_1 - \beta_8$: Koefisien masing-masing variabel independen
 ε : *error*

3.2.1 Variabel Terikat (Dependen)

Variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi variabel-variabel independen. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Initial return*. *Initial Return* didefinisikan sebagai presentase perubahan harga saham dari penawaran pertamanya terhadap harga penutupannya di hari pertama penjualan. *Initial return* yang dihitung dengan:

$$IR = \frac{\text{Closing price} - \text{Offering price}}{\text{Offering price}} \times 100\%$$

3.2.2 Variabel Bebas (Independen)

Variabel Independen dalam penelitian ini dibagi dalam dua kelompok besar, yaitu variabel independen atas faktor risiko kuantitatif dan variabel independen atas faktor risiko kualitatif. Yang menjadi variabel independen atas faktor risiko kuantitatif dalam penelitian ini adalah:

1. *Offer Size amount* (Nilai saham yang ditawarkan)

Offer Size amount adalah nilai saham yang ditawarkan pada saat penawaran perdana. Dalam penelitian ini, *Offer Size amount* direpresentasikan dengan logaritma natural atas jumlah saham yang dikeluarkan dikali dengan harga penawaran per saham pada saat IPO. Informasi jumlah saham yang diterbitkan dan harga penawaran saham diketahui pada bagian Penawaran Umum prospektus final perusahaan. Sehingga rumus dalam penghitungan *Offer Size amount* adalah sebagai berikut:

$$OS = \text{Ln} (\text{jumlah saham yang diterbitkan} \times \text{harga penawaran per saham})$$

2. SIZE (Ukuran perusahaan)

Ukuran perusahaan dalam kebanyakan penelitian diidentikkan dengan total aset yang dimiliki perusahaan. Total aset menggambarkan kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan

Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan direpresentasikan dengan logaritma natural atas total aset yang dimiliki perusahaan pada laporan atas posisi keuangan perusahaan terakhir dilaporkan sebelum IPO pada prospektus. Sehingga rumus dalam penghitungan ukuran perusahaan adalah sebagai berikut:

$SIZE = \ln (\text{Total aset terakhir yang dilaporkan pada posisi laporan keuangan})$

Total aset adalah variabel yang penting, karena antara perusahaan yang memiliki total aset yang berbeda akan memiliki pandangan dan penilaian yang berbeda dari investor.

3. *Related Party Transaction Assets*

Related party transaction assets atau transaksi hubungan istimewa pada akun aset adalah suatu transaksi yang dilakukan dengan pihak-pihak yang memiliki hubungan istimewa dengan perusahaan. pihak-pihak yang mempunyai hubungan istimewa adalah (PSAK No. 7 mengenai Pengungkapan Pihak-pihak yang Mempunyai Hubungan Istimewa) :

- Perusahaan baik langsung maupun melalui satu atau lebih perantara, mengendalikan atau berada di bawah pengendalian bersama, dengan perusahaan.
- Perusahaan asosiasi.
- Perorangan yang memiliki, baik secara langsung maupun tidak langsung, suatu kepentingan hak suara di Perusahaan yang berpengaruh secara signifikan, dan anggota keluarga dekat dari perorangan tersebut (yang dimaksudkan dengan anggota keluarga dekat adalah mereka yang dapat diharapkan mempengaruhi atau dipengaruhi perorangan tersebut dalam transaksinya dengan Perusahaan).

- Karyawan kunci, yaitu orang-orang yang mempunyai wewenang dan tanggung jawab untuk merencanakan, memimpin dan mengendalikan kegiatan Perusahaan, yang meliputi anggota dewan komisaris, direksi dan manajer dari Perusahaan serta anggota keluarga dekat orang-orang tersebut.
- Perusahaan atau setiap orang tersebut mempunyai pengaruh signifikan atas perusahaan tersebut. Ini mencakup perusahaan yang dimiliki komisaris, direksi atau pemegang saham utama perusahaan dan perusahaan yang mempunyai anggota manajemen kunci yang sama dengan perusahaan.

Transaksi hubungan istimewa pada akun aset adalah transaksi hubungan istimewa pada akun kas dan setara kas, premi, investasi, biaya dibayar dimuka, piutang yang berhubungan dengan pihak-pihak hubungan istimewa. Informasi ini didapatkan pada laporan atas posisi keuangan terakhir yang dilaporkan oleh perusahaan yang terdapat pada prospektus. Sehingga pengukurannya adalah sebagai berikut:

$$RP = \frac{\text{Total Related Party Transaction in Assets}}{\text{Total Aset}}$$

4. RPTL (*Related Party Transaction Liabilities*)

Related party transaction liabilities atau transaksi hubungan istimewa pada akun kewajiban adalah suatu transaksi yang dilakukan dengan pihak-pihak yang memiliki hubungan istimewa dengan perusahaan. Transaksi hubungan istimewa pada akun kewajiban adalah transaksi hubungan istimewa pada akun utang usaha, dan utang. Informasi ini didapatkan pada laporan atas posisi keuangan terakhir yang dilaporkan oleh perusahaan yang terdapat pada prospektus.

$$RP = \frac{\text{Total Related Party Transaction in Liabilities}}{\text{Total Liabilities}}$$

5. SGR (*Sales Growth Rate*)

Sales Growth Rate atau rata rata pertumbuhan penjualan memberikan informasi terkait pertumbuhan penjualan (pendapatan) perusahaan. Prospektus biasanya menyediakan informasi pertumbuhan penjualan

perusahaan beberapa tahun terakhir. Namun, jika informasi ini tidak disediakan, maka akan pengukuran pertumbuhan penjualan dapat diukur dengan cara sebagai berikut:

$$\text{Pertumbuhan Penjualan} = \frac{\text{Penjualan}_t - \text{Penjualan}_{t-1}}{\text{Penjualan}_{t-1}}$$

Setelah pertumbuhan penjualan didapatkan, akan dilakukan perhitungan SGR, yaitu pertumbuhan penjualan (*revenue*) perusahaan dibagi dengan jumlah tahun yang melaporkan pertumbuhan penjualan dengan cara sebagai berikut:

$$\text{SGR} = \frac{\sum \text{Pertumbuhan Penjualan}}{\text{Jumlah tahun pertumbuhan}}$$

6. LIQ (*Liquidity*)

Liquidity (likuiditas) adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam membiayai kewajiban jangka pendek. Pengukuran likuiditas. Diukur dengan rasio *Current Ratio* terakhir yang dilaporkan perusahaan saat melakukan penawaran perdana. Namun, jika pada prospektus tidak ditemukan nilai *current ratio* maka akan dilakukan perhitungan sebagai berikut::

$$\text{LIQ} = \text{Current Ratio} = \frac{\text{current asset}}{\text{current liabilities}}$$

Nilai *current asset* dan *current liabilities* diambil dari laporan atas posisi keuangan terakhir yang dilaporkan oleh perusahaan.

7. LEV (*Leverage*)

Leverage adalah kemampuan perusahaan dalam membiayai kewajiban jangka panjang. Diukur dengan *debt to equity ratio* perusahaan saat melakukan penawaran perdana. Dihitung dengan:

$$\text{LIQ} = \text{DE} = \frac{\text{Total Interest Bearing Debt sebelum IPO}}{\text{total equity sebelum IPO}}$$

Nilai *Interest Bearing Debt* diambil dari laporan atas posisi keuangan terakhir perusahaan. Dalam mendapatkan *interest bearing debt* ini dilakukan pencarian pada catatan atas laporan keuangan untuk mengetahui jumlah utang (kewajiban) yang berbunga. Dan nilai total ekuitas adalah total ekuitas yang dilaporkan pada laporan atas posisi keuangan terakhir.

8. ROE (*Return on Equity*)

ROE merefleksikan seberapa banyak yang dihasilkan perusahaan bagi pemilik. Nilai ROE diperoleh dari laba bersih perusahaan dibagi total ekuitas perusahaan. Laba perusahaan adalah laba dari aktivitas normal, sehingga pos luar biasa dan hak minoritas tidak dimasukkan dalam perhitungan laba ini. Jika laba terakhir perusahaan dilaporkan merupakan laba yang tidak dalam satu tahun, maka laba tersebut akan disetahunkan dengan rumus sebagai berikut:

$$NE = \text{Laba} \times \frac{12}{\text{Jumlah bulan pada laporan laba rugi terakhir}}$$

Nilai laba dapat dilihat pada laporan laba rugi terakhir yang dilaporkan perusahaan dan total ekuitas dapat dilihat pada posisi keuangan terakhir yang dilaporkan.

Sehingga variabel *Return on Equity* dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$ROE = \frac{NE}{\text{Total equity}}$$

9. AGE (Umur perusahaan.)

AGE adalah umur perusahaan ketika ia melakukan penawaran perdana saham di bursa. Dihitung atas jumlah bulan pelaksanaan penawaran saham perdana hingga bulan pendirian perusahaan, kemudian dibagi dua belas bulan dan dilogaritma naturalkan.

Dihitung dengan:

$$AGE = \text{Ln} \left(\frac{\text{bulan penawaran saham perdana} - \text{bulan pendirian perusahaan}}{12} \right)$$

10. NUIP (*Number of uses of issue proceeds*)

Number of uses of issue proceeds adalah jumlah pos penggunaan atas dana yang diperoleh dari hasil penjualan saham perdana. Perusahaan menginformasikan untuk kegunaan apa saja dana yang diperoleh dari hasil penawaran perdana ini di prospektus. Soepriyono (2005) dan Murugesu dan Santhapparaj (2010) membagi rencana penggunaan dana yang didapat dari IPO terbagi menjadi empat tujuan, yaitu:

- Ekspansi, dana yang didapat digunakan untuk tujuan ekspansi perusahaan. Seperti pembukaan cabang baru, penyertaan modal pada anak perusahaan, dan mengakuisisi perusahaan lain.
- Pembelian aset tetap, dana yang didapat digunakan untuk tujuan investasi pada aset tetap, seperti pembangunan gudang, membeli peralatan/mesin operasional
- *Debt payment*, dana yang didapat digunakan untuk untuk tujuan pembayaran utang-utang perusahaan
- *Working capital*, dana yang didapat digunakan untuk tujuan peningkatan modal kerja perusahaan, seperti pembelian bahan baku perusahaan.

NUIP ini bernilai 1, 2, 3, 4 tergantung ke berapa pos dana penerimaan dari penawaran perdana dialokasikan. Jika dana dialokasikan untuk pendanaan ekspansi dan pembelian aset tetap, maka nilai dari NUIP adalah 2. Sehingga nilai NUIP dihitung dengan:

NUIP = Jumlah pos tujuan penggunaan dana

11. NRF (*Number of Narrative Risk Factors*)

Number of Narrative Risk Factors adalah jumlah total dari faktor naratif yang diuraikan pada seksi risiko di prospektus. Risiko yang diuraikan dapat berupa risiko kredit, risiko pendanaan, risiko teknologi, risiko operasional, risiko persaingan, risiko makro ekonomi, risiko perubahan kurs, dan risiko lainnya. Jumlah faktor risiko naratif ini kemudian dilogaritma naturalkan.

Variabel ini dihitung dengan:

$NRF = \ln (\text{Jumlah faktor risiko naratif yang diinformasikan pada prospektus})$

12. AR (*Auditor Reputation*)

Variabel ini adalah variabel dummy. Penggunaan auditor digunakan sebagai tanda kualitas perusahaan. Pengorbanan perusahaan untuk menggunakan jasa auditor yang berkualitas akan diinterpretasikan investor bahwa perusahaan memiliki informasi yang tidak menyesatkan mengenai prospeknya di masa mendatang. Dengan menggunakan auditor

yang memiliki reputasi tinggi akan mengurangi ketidakpastian (uncertainty) di masa depan. Auditor dengan reputasi tinggi di sini adalah Kantor Akuntan Publik *Big 5* (untuk IPO di tahun 2002/sebelum keruntuhan Arthur Andersen) atau *Big 4* (untuk IPO dari tahun 2002/setelah keruntuhan Arthur Andersen). Jika perusahaan menggunakan jasa KAP yang terafiliasi dengan *Big 5* atau *Big 4*, maka akan bernilai 1, jika tidak maka akan bernilai 0. KAP yang tergolong *Big 4* adalah PriceWaterhouseCoopers, Ernst & Young, KPMG, dan Deloitte. *Big 5* adalah *Big 4* di atas ditambah Arthur Andersen.

13. UND (*Underwriter Reputation*)

Variabel ini adalah variabel dummy. Penggunaan *underwriter* digunakan sebagai tanda kualitas perusahaan. *Underwriter* yang bereputasi tinggi akan berani memberikan harga yang sesuai dengan harga saham yang diprediksikannya sebagai konsekuensi atas kualitas penjaminannya. *Underwriter* dengan reputasi tinggi di sini adalah 10 *underwriter* yang memiliki volume perdagangan tertinggi di tahun ketika penawaran perdana dilakukan. Jika perusahaan menggunakan jasa *underwriter* yang bereputasi tinggi maka akan bernilai 1, jika tidak maka akan bernilai 0. Daftar 10 *underwriter* yang bereputasi tinggi tiap tahunnya dapat dilihat pada lampiran 1.

3.3 Teknik Pengolahan Data Statistik Deskriptif

Statistika deskriptif merupakan prosedur yang digunakan untuk menyusun dan meringkas data. Statistika deskriptif adalah metode mengatur, merangkum, dan mempresentasikan data dengan cara yang informatif (Lind, 2010). Sehingga, statistika deskriptif diperlukan agar informasi yang penting dan banyak bisa dirangkum menjadi suatu informasi yang sederhana dan terorganisasi sehingga mudah dipahami oleh para pengguna.

Sekaran (2003) menyebutkan bahwa statistika deskriptif ditunjukkan dengan frekuensi, ukuran tendensi sentral, dan dispersi. Frekuensi mengacu pada berapa kali berbagai subkategori dari suatu fenomena tertentu terjadi. Ukuran

tendensi sentral meliputi mean, median, dan modus. Sementara ukuran dispersi meliputi jangkauan/*range*, standar deviasi, varians, dan kisaran antarkuartil.

3.4 Pengujian Asumsi Klasik

3.4.1 Uji Multikolinieritas

Multikolinieritas adalah kondisi adanya hubungan linier antarvariabel independen (Winarno, 2007). Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Pada model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Kondisi terjadinya multikolinier ditunjukkan dengan berbagai informasi berikut (Winarno, 2007):

1. Nilai R^2 tinggi, tetapi variabel independen banyak yang tidak signifikan.
2. Dengan menghitung koefisien korelasi antar variabel independen. Apabila koefisiennya rendah, maka tidak terdapat multikolinieritas.

Akibat yang ditimbulkan dengan adanya multikolinieritas adalah (Winarno, 2007):

1. Estimator masih bisa bersifat BLUE tetapi memiliki varian dan kovarian yang besar sehingga sulit dipakai sebagai alat estimasi.
2. Interval estimasi cenderung lebar dan nilai statistik uji t akan kecil sehingga menyebabkan variabel independen tidak signifikan secara statistik dalam mempengaruhi variabel independen.

Dalam menghilangkan multikolinieritas, terdapat berbagai alternatif. Alternatifnya adalah sebagai berikut (Winarno, 2007):

1. Membiarkan model tetap mengandung multikolinieritas karena estimatornya masih dapat bersifat BLUE. Sifat BLUE tidak terpengaruh oleh ada tidaknya korelasi antarvariabel independen. Akan tetapi, multikolinieritas akan menyebabkan *standard error* yang lebih besar.
2. Menambah data bila memungkinkan karena masalah multikolinier biasanya muncul karena jumlah observasinya sedikit.
3. Menghilangkan salah satu variabel independen terutama yang memiliki hubungan linier yang kuat dengan variabel lain.

4. Mentransformasikan salah satu (atau beberapa) variabel.

Untuk mendeteksi ada tidaknya masalah multikolinieritas, penulis menggunakan *correlation matrix* dengan *software* Eviews 6 dan test VIF dengan *software* SPSS 17 . Jika korelasi antara variabel bebas kurang dari 0.8 (*rule of thumbs 0.8*) maka tidak terdapat masalah multikolinearitas. Sedangkan menurut Gujarati (2004), jika nilai VIF lebih dari sepuluh ($VIF > 10$) maka model regresi memiliki masalah multikolinieritas.

3.4.2 Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas merupakan kondisi di mana varian bersifat tidak konstan atau berubah-ubah (Nachrowi dan Usman, 2006). Uji Heterokedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Heteroskedastisitas banyak ditemui pada data *cross section* karena pengamatan dilakukan pada individu yang berbeda pada saat yang sama.

Beberapa metode yang dapat digunakan untuk mengidentifikasi ada tidaknya masalah heteroskedastisitas adalah metode grafik, uji Park, uji Glejser, uji Korelasi Spearman, uji Goldfeld-Quandt, uji Breusch-Pagan-Godfrey, dan uji White (Winarmo, 2007). Untuk mendeteksi ada tidaknya masalah heteroskedastisitas, penulis menggunakan Uji White. Jika nilai probabilitas $Obs * R\text{-squared} < 0,05$, maka model regresi memiliki masalah heteroskedastisitas

Dampak yang ditimbulkan dengan adanya heteroskedastisitas adalah interval kepercayaan semakin lebar, uji hipotesis baik uji-t atau uji-F akan terpengaruh yang berakibat uji hipotesis tidak akurat dan pada akhirnya akan membawa dampak pula pada keakuratan kesimpulan (Nachrowi dan Usman, 2006). Terdapat berbagai alternatif dalam mengatasi heteroskedastisitas, yaitu metode GSL (*Generalized Least Squares*) maupun dengan melakukan transformasi (Nachrowi dan Usman, 2006).

3.5 Pengujian Statistik

3.5.1 Uji F

Uji F statisik ini dilakukan untuk mengetahui apakah seluruh variabel independen secara bersama-sama memberikan pengaruh terhadap variabel

dependen secara signifikan atau tidak. Signifikansi dari uji F dapat dilihat dari Fhitung. Jika F hitung $>$ F tabel, maka persamaan regresi tersebut signifikan.

Suatu model dianggap signifikan jika nilai probabilitas F hitung $<$ 5% karena itu nilainya semakin baik jika semakin rendah. Untuk menguji ada atau tidaknya hubungan linear antara variabel independen dan variabel dependen perlu dirumuskan terlebih dahulu hipotesis sebagai berikut:

H_0 = tidak ada hubungan linear antara variabel independen dan variabel dependen

H_1 = ada hubungan linear antara variabel independen dan variabel dependen

Jika F hitung $<$ F tabel, maka terima H_0 . Dan jika F hitung $>$ F tabel, maka tolak H_0 .

3.5.2 Uji *Adjusted R-Squared*

Uji ini dilakukan untuk mengetahui seberapa besar variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen dalam persamaan/model yang akan diteliti. Jika $R^2 = 0$, artinya variasi dari variabel dependen tidak dapat diterangkan sama sekali oleh variabel independen. Sementara bila $R^2 = 1$, artinya variasi dari variabel dependen/ dapat dijelaskan 100% oleh variabel independen. Dengan demikian, ukuran *goodness of fit* dari suatu model ditentukan oleh R^2 yang nilainya antara nol dan satu. Akan tetapi, menurut Nachrowi dan Usman (2006), bila hanya berpatokan pada R^2 tentu akan selalu memutuskan bahwa model yang terbaik adalah model dengan variabel bebas yang banyak. Padahal kenyataannya tidaklah demikian. Terkadang satu variabel bebas dalam model regresi sederhana dapat menerangkan variabel terikat dengan lebih baik dibandingkan beberapa variabel bebas dalam regresi majemuk. Oleh karena itu, agar keputusan lebih tepat, terutama untuk membandingkan regresi dengan variabel terikat yang sama, maka digunakan R^2 yang disesuaikan atau dikenal dengan sebutan *Adjusted R-Squared* (Nachrowi dan Usman 2006).

3.5.3 Uji t

Uji t statistik ini dilakukan untuk mengetahui signifikansi dan seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependennya.

Hipotesis yang dibangun adalah:

H_0 = koefisien regresi tidak signifikan

H_1 = koefisien regresi signifikan

Untuk mengetahui apakah koefisien variabel independen memiliki hubungan yang signifikan atau tidak terhadap variabel dependennya, dapat dilihat dari probabilitasnya (p). Jika $p > 0,05$, maka terima H_0 . Dan jika $p < 0,05$, maka tolak H_0 .

3.6 Rangkuman Tahapan Penelitian

Adapun tahapan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Mengolah data dengan *Microsoft Excel 2007* untuk mencari seluruh variabel dependen dan variabel independen dengan menggunakan data-data yang telah dikumpulkan.
2. Mengolah data untuk memperoleh statistik deskriptif dengan *Microsoft Excel 2007*.
3. Melakukan regresi dengan *Eviews 6*.
4. Melakukan uji asumsi klasik terhadap model untuk mendeteksi adanya multikolinearitas dan heterokedastisitas.
5. Melakukan *treatment* terhadap model yang digunakan jika ditemukan adanya salah satu gejala pelanggaran asumsi klasik.
6. Melakukan uji statistik F , *Adjusted R-Squared*, dan t .
7. Melakukan regresi pada model dengan variabel independen yang bersifat kuantitatif dan model dengan variabel independen yang bersifat kualitatif.
8. Membandingkan *Adjusted R-Squared* model dengan variabel independen yang bersifat kuantitatif dan model dengan variabel independen yang bersifat kualitatif.

BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh pengungkapan komponen risiko kuantitatif maupun kualitatif pada prospektus dengan *Initial return* di Bursa Efek Indonesia dan mengetahui ukuran risiko pada prospektus mana yang paling baik dalam menjelaskan perbedaan nilai penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan non keuangan yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek pada periode 2001-2010. Pada periode 2001 hingga 2010 diketahui terdapat 171 perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana, 40 diantaranya adalah perusahaan yang bergerak di industri keuangan dan *investment company*. Sehingga jumlah sampel yang digunakan berkurang menjadi 131 buah perusahaan. Namun dari jumlah ini:

- 4 perusahaan tidak didapatkan prospektusnya, yang merupakan dokumen utama dalam pengambilan data.
- 3 perusahaan menggunakan mata uang US Dollar dalam pembuatan prospektus. Padahal terdapat variabel (yaitu ukuran perusahaan) menggunakan mata uang rupiah sebagai nilainya.

Sehingga dari jumlah 131 perusahaan non keuangan yang hanya 124 perusahaan yang dapat dijadikan sampel dalam penelitian ini. Penelitian ini menggunakan data yang terdapat pada prospektus untuk mengukur semua variabel yang dipakai dalam menguji model yang telah dibangun. Nama-nama perusahaan yang dijadikan sampel dapat dilihat pada lampiran 2 dan prosedur pemilihan sampel secara terinci dapat dilihat pada tabel 4.1. Proses *winsorize outlier* dilakukan dengan mengubah nilai variabel *outlier* dengan batas maksimal atau batas minimal observasi yang berada di ± 3 kali standar deviasi untuk masing-masing variabel *outlier* penelitian. Sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah 124 perusahaan. Jumlah ini dianggap sudah memadai untuk memenuhi asumsi distribusi normal dalam pengujian secara statistik.

Tabel 4.1
Prosedur Pemilihan Sampel

Jumlah perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana pada BEI periode 2001-2010	171
Jumlah perusahaan yang bergerak pada industri keuangan dan <i>investment company</i>	(40)
Jumlah perusahaan yang prospektusnya tidak didapatkan	(4)
Jumlah perusahaan yang menggunakan mata uang US Dollar pada prospektus	(3)
Jumlah sampel perusahaan	124

Pada bab ini penulis akan menganalisis dan membahas hasil pengolahan data untuk menguji seluruh hipotesis yang telah dibuat sebelumnya, apakah menerima atau menolak hipotesis-hipotesis tersebut. Penulis menggunakan tingkat kepercayaan 5% ($\alpha=5\%$) dan 10% ($\alpha=10\%$) untuk menguji hipotesis yang telah dibuat.

Pengujian hipotesis pada penelitian ini dibagi dua bagian, yaitu 1) model regresi *cross-section* untuk melihat bagaimana pengaruh variabel risiko kuantitatif dengan *initial return*; dan 2) model regresi *cross-section* untuk melihat bagaimana pengaruh variabel risiko kualitatif dengan *initial return*.

4.1 Analisis Statistik Deskriptif Model Regresi 1 (Variabel Independen Faktor Risiko Kuantitatif dan Kualitatif)

Analisis statistik deskriptif bertujuan untuk melihat karakteristik data. Tabel 4.2 di bawah ini merangkum statistik deskriptif untuk perusahaan yang melakukan penawaran perdana dari tahun 2001 hingga tahun 2010. Tabel 4.2 menunjukkan hasil pengukuran atas variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian. *Initial return* merupakan variabel dependen yang menggambarkan return awal saham yang diperjualbelikan di bursa. Sementara variabel nilai saham yang ditawarkan, ukuran perusahaan, transaksi dengan pihak hubungan istimewa pada akun aset, transaksi dengan pihak hubungan istimewa pada akun kewajiban,

Tabel 4.2
Statistik Deskriptif Perusahaan yang Melakukan Penawaran Perdana
dari Tahun 2001 hingga 2010

Model I : Variabel Independen Kuantitatif dan Kualitatif						
	N	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std.Dev.
IR	124	0.377274	0.214052	2.040000	-0.3	0.472188
OS	124	609,906 juta	106,750 juta	12,253,264 juta	7.800 juta	1,499,462 juta
SIZE	124	1,480,625 juta	364,656 juta	16,298,110 juta	10,516 juta	2,734,458 juta
RPTA	124	0.056368	0.008788	0.672076	0	0.115957
RPTL	124	0.143419	0.038213	0.870659	0	0.215842
SGR	124	2.748323	0.428463	59.41998	-0.38	8.582770
LIQ	124	1.893246	1.362750	14.18510	0.12060	2.265280
LEV	124	0.834825	0.370246	7.364366	-1.88119	1.419599
ROE	124	0.156846	0.110319	1.256912	-0.25842	0.226090
AGE	124	14.77890	12.70833	48.91667	1.08333	10.47859
NUIP	124	2.508065	3	4	1	0.888005
NRF	124	13.75806	10	46	4	9.076344
Variabel Dummy						
	N	Deskripsi	Proporsi 1	Proporsi 0		
AR	124	1 jika perusahaan menggunakan KAP bereputasi tinggi, 0 jika tidak	0.3952	0.6048		
UND	124	1 jika perusahaan menggunakan underwriter bereputasi tinggi, 0 jika tidak	0.3468	0.6532		
Keterangan:						
OS = Nilai saham yang ditawarkan						
SIZE = Ukuran perusahaan						
RPTA = Transaksi dengan pihak hubungan istimewa pada akun aset						
RPTL = Transaksi dengan pihak hubungan istimewa pada akun kewajiban						
SGR = Rata-rata pertumbuhan penjualan						
LIQ = <i>Likuiditas</i>						
LEV = <i>Leverage</i>						
ROE = <i>Return on equity</i>						
AGE = Umur						
NUIP = Jumlah pos tujuan penggunaan dana						
NRF = Jumlah faktor risiko naratif						
AR = Reputasi auditor						
UND = Reputasi <i>underwriter</i> .						

rata-rata pertumbuhan penjualan, *liquidity*, *leverage*, dan *return on equity* merupakan *proxy* risiko yang bersifat kuantitatif dan variabel umur perusahaan, jumlah pos penggunaan saham, jumlah faktor risiko naratif, reputasi auditor, reputasi *underwriter* merupakan *proxy* risiko yang bersifat kualitatif.

Dilihat dari *initial return*, rata-rata *initial return* saham yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia cukup tinggi, yaitu sebesar 37.73%. Nilai ini bernilai positif, yang menggambarkan terjadi fenomena *underpricing* saham perdana di Bursa Efek Indonesia selama periode 2001-2010. Tingkat *return* yang tinggi ini memberikan keuntungan bagi investor yang melakukan pembelian saham perdana dan menjual keesokan harinya di pasar sekunder.

Dilihat dari nilai nilai saham yang ditawarkan dan ukuran perusahaan, kedua variabel ini menggambarkan nilai saham yang ditawarkan dan nilai aset perusahaan pada saat penawaran perdana. Kedua variabel ini memiliki rata-rata nilai yang besar, hal ini menggambarkan 124 perusahaan yang dijadikan sampel di penelitian menawarkan nilai saham yang besar saat penawaran perdana dan diiringi dengan nilai aset yang besar pula. Jika dibandingkan, rata-rata nilai ukuran perusahaan lebih besar daripada nilai saham yang ditawarkan. Hal ini tentu saja terjadi, karena sudah pasti perusahaan menawarkan saham yang disesuaikan dengan posisi keuangannya.

Dilihat dari nilai transaksi hubungan istimewa pada akun aset dan akun kewajiban, kedua variabel ini menggambarkan proporsi atas nilai transaksi hubungan istimewa yang ada di posisi keuangan perusahaan. Kedua variabel ini memberikan nilai yang cukup rendah, yaitu 5.6% dan 14.3%. Hal ini menggambarkan secara rata-rata perusahaan yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia pada periode 2001-2010 memiliki proporsi transaksi hubungan istimewa akun kewajiban yang lebih besar dibandingkan proporsi transaksi hubungan istimewa akun aset.

Dilihat dari nilai rata-rata pertumbuhan penjualan, rata-rata pertumbuhan penjualan perusahaan yang melaksanakan penawaran perdana periode 2001-2010 sangat tinggi. Hal ini menggambarkan bahwa satu sampai 5 tahun sebelum

perusahaan melakukan penawaran perdana ia memiliki pertumbuhan penjualan yang positif dan tinggi, mengindikasikan perusahaan yang melakukan penawaran perdana pada periode ini adalah perusahaan yang memiliki prospek usaha yang baik.

Dilihat dari nilai *liquidity* (aset lancar per kewajiban lancar), variabel ini memiliki nilai rata-rata sebesar 1.89. Nilai ini menggambarkan bahwa secara rata-rata perusahaan yang melakukan penawaran perdana periode 2001-2010 memiliki kemampuan yang baik dalam membiayai kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan memiliki nilai aset lancar 1.89 lebih besar daripada nilai kewajiban lancar, sehingga kewajiban lancar perusahaan dapat dibiayai dengan aset lancar yang dimilikinya.

Dilihat dari nilai *leverage* (rasio *interest bearing debt* per total ekuitas), memiliki nilai rata-rata sebesar 0.83. Nilai ini menggambarkan bahwa proporsi utang berbunga perusahaan adalah 83% terhadap modal yang dimiliki perusahaan. Proporsi *interest bearing debt* yang lebih kecil daripada proporsi modal dalam pembiayaan perusahaan juga menggambarkan bahwa perusahaan memiliki risiko *default* yang lebih kecil.

Dilihat dari nilai *return on equity*, *return* atas saham perusahaan yang melakukan penawaran perdana selama periode 2001-2010 memiliki nilai rata-rata 15.68%. Nilai ini menggambarkan bahwa secara rata-rata perusahaan memberikan *return* yang positif kepada pemilik saham, sehingga hal ini akan membuat para calon investor untuk tertarik membeli saham yang diperdagangkan karena perusahaan memiliki nilai *return on equity* yang bagus.

Rata-rata umur perusahaan yang melakukan penawaran perdana selama periode 2001-2010 adalah 14.77 tahun. Nilai 14 tahun menggambarkan pengalaman bisnis yang cukup panjang, sehingga perusahaan sudah cukup matang dan profesional dalam melaksanakan kegiatan bisnisnya, karena pengalaman yang panjang. Umur ini juga menggambarkan kemampuan perusahaan yang mampu bertahan di waktu yang cukup lama. Hal ini mengindikasikan perusahaan mampu

mengelola risiko bisnis yang dihadapainya sehingga ia masih bisa bertahan hingga 14 tahun ini.

Dilihat dari nilai jumlah pos tujuan penggunaan dana hasil penawaran perdana, jumlah pos penggunaan saham dari perusahaan yang melakukan penawaran perdana selama periode 2001-2010 memiliki nilai rata-rata 2.51. Jika digenapkan, rata-rata jumlah pos belanja perusahaan dari penerimaan dana penawaran perdana adalah 3 pos belanja. Jumlah maksimal pos belanja itu sendiri adalah empat pos, dan jumlah minimal pos belanja adalah satu pos belanja. Sehingga secara rata-rata dapat disimpulkan perusahaan memanfaatkan dana yang diperoleh dari penawaran perdana sahamnya di 3 tempat yang berbeda. Ketika melakukan penawaran perdana perusahaan tidak hanya ingin mencapai satu tujuan saja, melainkan secara rata-rata terdapat 3 tujuan yang ingin dicapai. Kombinasi atas pencapaian tujuan ini beragam-ragam. Misalnya, perusahaan melakukan penawaran perdana untuk mencapai tujuan ekspansi, membiayai hutang, dan meningkatkan modal kerja secara bersama-sama.

Jika dilihat dari nilai jumlah faktor risiko naratif, diketahui bahwa secara rata-rata perusahaan yang melakukan periode 2001-2010 menjelaskan cukup banyak risiko naratif pada prospektusnya. Dilihat dari variabel reputasi auditor dan reputasi *underwriter*, mayoritas perusahaan yang melakukan penawaran perdana pada periode 2001-2010 menggunakan jasa kantor akuntan publik dan *underwriter* yang tidak bereputasi tinggi. Hanya kurang lebih sepertiganya saja yang menggunakan kantor akuntan publik dan *underwriter* yang bereputasi tinggi.

4.2 Pengaruh Faktor Risiko Kuantitatif dan Kualitatif terhadap *Initial Return*

Dalam menganalisis pengaruh pengungkapan faktor risiko kuantitatif dan kualitatif terhadap *initial return*, digunakan model penelitian I.

4.2.1 Analisis Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik perlu dilakukan untuk memastikan bahwa hasil regresi yang diperoleh tidak melanggar asumsi dasar ekonometrika. Pada penelitian ini

dilakukan uji terhadap masalah multikolinieritas, heterokedastisitas, dan autokolerasi.

4.2.1.1 Uji Multikolinieritas

Untuk mendeteksi ada tidaknya masalah multikolinieritas, penulis menggunakan *correlation matrix* dan VIF. Jika korelasi antara variabel bebas kurang dari 0.8 (*rule of thumbs 0.8*), maka tidak terdapat masalah multikolinieritas. Berdasarkan hasil pengujian diketahui bahwa terdapat nilai korelasi yang lebih besar dari 0.8 antara variabel nilai saham yang ditawarkan dengan ukuran perusahaan. Artinya model regresi I diduga memiliki masalah multikolinieritas. *Correlation matrix* Model I dapat dilihat pada lampiran 3. Menurut hasil uji VIF pada *software* SPSS 17 tidak ditemukan masalah multikolinieritas pada model I. Karena nilai VIF pada model I tidak ada yang memiliki nilai yang lebih besar dari nilai 10 (Gujarati, 2004). Hasil VIF pada model I ini dapat dilihat pada lampiran 4.

4.2.1.2 Uji Heterokedastisitas

Untuk mendeteksi ada tidaknya masalah heteroskedastisitas, penulis menggunakan Uji *White*. Jika nilai probabilitas *Obs*R-squared* $< 0,05$, maka model regresi memiliki masalah heteroskedastisitas. Berdasarkan hasil pengujian diketahui bahwa nilai probabilitas *Obs*R-squared* adalah 0.5505. Nilai ini lebih besar daripada 0.05 yang artinya model regresi I tidak memiliki masalah heteroskedastisitas. Hasil Uji *White* Model 1 dapat dilihat pada lampiran 5.

Dengan demikian, hasil regresi model I dapat dilihat pada lampiran 6 dan secara ringkas dapat dilihat pada tabel 4.3.

Tabel 4.3
Hasil Regresi Model I:
Faktor-Faktor Risiko Kuantitatif dan Kualitatif yang Mempengaruhi *Initial return*

Variabel Dependen: IR			
Variable Independen	Ekspektasi Tanda	Koefisien	Signifikansi
OS	-	-0.071514	0.08875*
SIZE	-	-0.030424	0.27445
RPTA	+	-0.551606	0.0602*
RPTL	+	-0.050177	0.40035
SGR	+	-0.003891	0.21445
LIQ	-	0.024777	0.0955*
LEV	+	0.032950	0.1392
ROE	-	-0.062956	0.36835
AGE	-	-0.047178	0.19325
NUIP	+	-0.004143	0.46515
NRF	+	-0.059719	0.3135
AR	-	0.076449	0.2024
UND	-	-0.065730	0.2341
C		3.262239	0.00005
F-statistic		2.480907	
Prob (F-statistic)		0.005285	
Adjusted R-squared		0.135336	
N		124	
* signifikan pada level 10%			
Keterangan variabel:			
OS = Nilai saham yang ditawarkan			
SIZE = Ukuran perusahaan			
RPTA = Transaksi dengan pihak hubungan istimewa pada akun aset			
RPTL = Transaksi dengan pihak hubungan istimewa pada akun kewajiban			
SGR = Rata-rata pertumbuhan penjualan			
LIQ = <i>Likuiditas</i>			
LEV = <i>Leverage</i>			
ROE = <i>Return on equity</i>			

4.2.2 Pengujian Statistik

4.2.2.1 Uji F

Uji F statistik ini dilakukan untuk mengetahui apakah seluruh variabel independen secara bersama-sama memberikan pengaruh terhadap variabel dependen secara signifikan atau tidak. Dari hasil regresi diketahui bahwa nilai F-statistik model I adalah 2.480907 dan Probabilitas F-statistik adalah 0.005285. Hasil ini menunjukkan bahwa pada tingkat kepercayaan 95% ($\alpha = 5\%$), variabel independen (nilai saham yang ditawarkan, ukuran perusahaan, transaksi dengan pihak hubungan istimewa pada akun aset, transaksi dengan pihak hubungan istimewa pada akun kewajiban, rata-rata pertumbuhan penjualan, *liquidity*, *leverage*, *return on equity*, umur perusahaan, *number of uses of issue proceeds*, *number of risk factors*, reputasi auditor, dan reputasi *underwriter*) secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen (*Initial return*).

4.2.2.2 Uji Adjusted R-Squared

Uji ini dilakukan untuk mengetahui seberapa besar variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen dalam persamaan/model yang diteliti. Dari hasil pengolahan data diketahui bahwa nilai *Adjusted R-squared* adalah sebesar 0.135336. Hal ini menunjukkan bahwa 13.53% variasi dari *initial return* dapat dijelaskan oleh perubahan yang terjadi pada nilai saham yang ditawarkan, ukuran perusahaan, transaksi dengan pihak hubungan istimewa pada akun aset, transaksi dengan pihak hubungan istimewa pada akun kewajiban, rata-rata pertumbuhan penjualan, *liquidity*, *leverage*, dan *return on equity* umur perusahaan, *number of uses of issue proceeds*, *number of risk factors*, reputasi auditor, dan reputasi *underwriter*. Sementara sisanya sebesar 86.47% dipengaruhi oleh faktor-faktor di luar model.

4.2.2.3 Uji t

Uji t statistik dilakukan untuk mengetahui signifikansi dan seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependennya. Berdasarkan hasil regresi model I, diketahui terdapat 3 variabel independen (nilai saham yang

ditawarkan, transaksi pada akun aset dengan pihak yang berhubungan istimewa, dan *Liquidity*) yang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen *initial return*. Hal ini dapat dari nilai $p\text{-value} < \alpha$, nilai saham yang ditawarkan dan transaksi pada akun aset dengan pihak yang berhubungan istimewa dan *liquidity* memiliki pengaruh signifikan pada $\alpha=10\%$. Variabel independen ukuran perusahaan, transaksi pada akun kewajiban dengan pihak yang berhubungan istimewa, rata-rata pertumbuhan penjualan, *leverage*, *return on equity*, umur perusahaan, *number of uses if issue proceeds*, *number of risk factors*, reputasi auditor, dan reputasi *underwriter* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel *initial return*. Hal ini dapat dilihat dari nilai $p\text{-value} > \alpha$. Berdasarkan uji t untuk masing-masing variabel independen dalam model I ini, dapat dijelaskan hasil sebagai berikut:

1. Nilai saham yang ditawarkan

Hipotesis 1 menyatakan bahwa nilai saham yang ditawarkan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *initial return*. Hipotesis ini diterima pada tingkat signifikansi 10%. Dengan semakin besarnya nilai saham penawaran perdana yang ditawarkan perusahaan, maka akan semakin kecil nilai *initial return* yang diterima investor. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan Bushee dan Noe (2000). Saham yang ditawarkan dalam jumlah besar dapat dijual dan dibeli tanpa mempengaruhi nilai saham keseluruhan. Sehingga ketidakpastian yang dihadapi investor terkait dengan fluktuasi harga saham akan lebih kecil, dan mengakibatkan *initial return* juga lebih kecil.

2. Ukuran perusahaan

Hipotesis 2 menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *initial return*. Hipotesis ini ditolak, karena tidak signifikan. Yang artinya ukuran perusahaan tidak mempengaruhi *initial return* saham. Penelitian atas penawaran saham di Indonesia ini tidak signifikan, berbeda dengan penelitian Murugesu dan Santhapparaj (2010) di Malaysia. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Yasa (2008) yang menemukan bahwa terdapat pengaruh yang tidak signifikan antara ukuran perusahaan dengan *initial return* pada Bursa Efek Jakarta pada

tahun 1990-2001. Seperti yang dijelaskan dalam pengembangan hipotesis, semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan akan dianggap stabil dan mampu menghasilkan laba dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki nilai aset yang lebih kecil (Indriani, 2005 dalam Daniati dan Suhairi, 2006 dalam Ibrahim 2008). Hal ini akan menurunkan ketidakpastian dan *initial return*. Sedangkan pada penelitian ini tidak ditemukan pengaruh ukuran perusahaan terhadap *initial return*. Ketidaksignifikan ini kemungkinan disebabkan investor menilai kestabilan dan kemampuan perusahaan dalam mengelola asetnya saja tidak cukup untuk menilai perusahaan.

3. Transaksi dengan pihak hubungan istimewa pada akun aset

Hipotesis 3 menyatakan bahwa transaksi hubungan istimewa akun aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap *initial return*. Hipotesis ini ditolak, karena pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen tidak sesuai dengan hipotesis yang telah dibangun. Ditemukan pengaruh negatif pada tingkat signifikansi 10%, sehingga semakin besar transaksi hubungan istimewa pada akun aset, maka semakin kecil risiko dan *initial return* perusahaan.

Perbedaan pengaruh yang dihasilkan pada penelitian ini dengan hipotesis kemungkinan disebabkan oleh akun piutang usaha. Pada penelitian ditemukan bahwa proporsi piutang usaha atas transaksi dengan pihak hubungan istimewa pada akun aset lebih besar daripada proporsi investasi, biaya dibayar dimuka, dan akun aset lainnya. Proporsi piutang ini terhadap keseluruhan proporsi hubungan istimewa akun aset terhadap total aset adalah sebesar 80.54%. Jumlah piutang usaha antara pihak istimewa akan memberikan kemudahan bagi perusahaan untuk mengumpulkan piutang tersebut di nantinya, sehingga risiko atas tidak terlunasinya piutang terminimalisir dan tercermin pada nilai *initial return* yang semakin kecil.

Terdapat dua sisi yang bersama-sama selalu ada dalam transaksi ini. Yaitu sisi yang meningkatkan risiko dan sisi yang menurunkan risiko. Sisi yang meningkatkan risiko adalah kemungkinan transaksi dilakukan secara tidak wajar, dan sisi yang menurunkan risiko adalah kemudahan dalam

pengumpulan piutang. Sisi yang satu memiliki pengaruh positif (sebagaimana yang dibangun pada hipotesis), sedangkan sisi yang lain memiliki pengaruh negatif terhadap *initial return* (sebagaimana ditemukan pada hasil penelitian). Pada akhirnya, berdasarkan hasil penelitian ditemukan ternyata sisi yang menurunkan risiko dan menurunkan ketidakpastian perusahaan di masa depan lebih berpengaruh besar dalam mempengaruhi *initial return* saham daripada sisi yang lain.

4. Transaksi dengan pihak hubungan istimewa pada akun kewajiban

Hipotesis 4 menyatakan bahwa transaksi hubungan istimewa akun kewajiban berpengaruh positif dan signifikan terhadap *initial return*. Hipotesis ini ditolak, karena tidak signifikan dan tanda pengaruh yang berbeda. Hal ini sesuai dengan penelitian Murugesu dan Santhapparaj (2010) yang menemukan transaksi hubungan istimewa tidak mempengaruhi *initial return* pada penawaran perdana di negara Malaysia. Kemungkinan ketidaksignifikan ini disebabkan karena perusahaan yang memiliki kewajiban dengan pihak istimewa dianggap lebih mudah dalam menentukan waktu dan prosedur pelunasan kewajiban tersebut. Pelunasan kewajiban dapat dikompromikan antara kedua belah pihak, sehingga tidak terdapat ketidakpastian yang dihadapi perusahaan atas kemampuannya dalam melunasi kewajiban tersebut. Hal ini tidak akan mempengaruhi penilaian investor atas kewajiban perusahaan tersebut.

5. Rata-rata pertumbuhan penjualan

Hipotesis 5 menyatakan bahwa *Sales growth rate* (rata-rata pertumbuhan penjualan perusahaan) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *initial return*. Hipotesis ini ditolak, karena tidak signifikan dan tanda pengaruh yang berbeda. Yang artinya ukuran perusahaan tidak mempengaruhi *initial return* saham di Indonesia. Nilai yang tidak signifikan ini kemungkinan disebabkan bahwa pertumbuhan penjualan saja belum mampu menggambarkan ketidakpastian atas kegiatan operasi perusahaan, karena perusahaan yang memperoleh tingkat penjualan yang tinggi belum tentu mendapatkan keuntungan atas kegiatan operasinya. Hal ini disebabkan terdapat biaya-biaya lain lain yang harus dikeluarkan untuk mencapai

penjualan tersebut. Sehingga apabila perusahaan gagal dalam pengelolaan biayanya, atau pengelolaan operasinya, maka tingkat penjualan akan terkoreksi atas tingkat biaya yang tinggi. Sehingga dapat disimpulkan bahwa investor Indonesia tidak mempertimbangkan pertumbuhan penjualan untuk menilai risiko perusahaan.

6. *Liquidity*

Hipotesis 6 menyatakan bahwa *liquidity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *initial return*. Hipotesis ini ditolak, karena pengaruh antara variabel tidak sesuai dengan hipotesis yang telah dibangun. Ditemukan pengaruh positif dengan pada tingkat signifikansi 10%. Sehingga semakin tinggi *current ratio* perusahaan maka semakin tinggi risiko dan *initial return* perusahaan. Dengan kata lain, semakin tinggi risiko kewajiban jangka pendek maka semakin rendah risiko kecil risiko dan *initial return* perusahaan penawaran perdana. Kejadian ini merupakan anomali yang terjadi pada pasar perdana di Indonesia. Hal ini kemungkinan disebabkan karena perusahaan dianggap tidak bisa mengelola aset lancar dan kewajiban lancar. Dari data statistik diperoleh bahwa secara rata-rata nilai *current ratio* perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana periode tahun 2001-2010 adalah sebesar 1.89. Nilai ini kemungkinan dianggap tinggi oleh investor dan dianggap sebagai indikasi ketidakmampuan perusahaan dalam mengelola aset lancarnya dengan efisien. Ketidakmampuan ini akan mengakibatkan ketidakpastian yang dimiliki perusahaan lebih besar dan meningkatkan nilai *initial return*.

7. *Leverage*

Hipotesis 7 menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *initial return*. Hipotesis ini ditolak, karena tidak signifikan. Hal ini sesuai dengan penelitian Murugesu dan Santhapparaj (2010) yang menemukan *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return* pada penawaran perdana di negara Malaysia. Yasa (2008) juga menemukan bahwa *financial leverage* tidak mempengaruhi nilai *initial return*. Hal ini kemungkinan disebabkan karena rasio *debt to equity* yang besar jika dibanding dengan pengelolaan operasional, investasi, dan

pembiayaan yang baik akan mampu menjadikan perusahaan memiliki arus kas yang positif. Selama arus kas yang dimiliki perusahaan bernilai positif, risiko dalam membiayai kewajiban jangka panjang dapat diatasi. Perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana tahun 2001-2010 memiliki rata-rata pertumbuhan penjualan perusahaan sangat baik, yaitu secara rata-rata 2.74 kali dan nilai rata-rata ROE yang besar yaitu 15.6%. Sehingga dapat disimpulkan sumber pembiayaan dari utang berbunga diiringi dengan pengelolaan kegiatan operasional yang baik akan mempengaruhi investor dalam menilai ketidakpastian yang dihadapi perusahaan. Pengaruh *debt to equity ratio* akan terkoreksi oleh pengaruh yang diberikan oleh rata-rata pertumbuhan penjualan, *return on equity*, dan arus kas perusahaan, sehingga hal ini mengakibatkan pengaruh yang tidak signifikan *leverage* terhadap *initial return*.

8. *Return on equity*

Hipotesis 8 menyatakan bahwa *return of equity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *initial return*. Hipotesis ini ditolak, karena tidak signifikan. Pengaruh yang tidak signifikan ini kemungkinan disebabkan bahwa rasio keuangan, salah satunya *return on equity*, tidak lagi memberikan informasi baru terkait perusahaan pada investor. Selain itu terdapatnya kecenderungan perusahaan memiliki nilai laba bersih yang meningkat pada saat melakukan penawaran perdana. Hal ini akan membuat investor tidak menjadikan nilai *return on equity* ini sebagai informasi dalam menilai ketidakpastian perusahaan, karena informasi ini dapat mengindikasikan *income smoothing* yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan pada saat penawaran saham perdana.

9. Umur

Hipotesis 9 menyatakan bahwa umur berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *initial return*. Hipotesis ini ditolak, karena tidak signifikan. Hal ini sesuai dengan penelitian Murugesu dan Santhapparaj (2010) yang menemukan pengaruh yang tidak signifikan antara umur perusahaan dengan *initial return* atas penelitian di Bursa Efek Malaysia dan penelitian Yasa (2008) pada Bursa Efek Jakarta pada tahun 1990-2001. Hasil serupa

juga ditemukan oleh Setianingrum (2005) yang menemukan umur tidak mempengaruhi nilai *initial return* dan Soepriyono (2005) menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara umur bank umum dengan *initial return*. Yang artinya lamanya perusahaan berdiri tidak mempengaruhi *initial return* perusahaan dan bukan merupakan informasi untuk mempertimbangkan risiko perusahaan oleh investor di Indonesia.

Variabel umur yang tidak signifikan ini, kemungkinan disebabkan ketika investor terlalu banyak memiliki informasi atas perusahaan yang berumur panjang, mereka kebingungan menentukan informasi mana yang benar-benar berguna untuk menilai risiko saham perusahaan yang melakukan penawaran perdana. Sehingga mereka kurang berhasil dalam menyesuaikan risiko perusahaan tersebut.

10. Jumlah pos tujuan penggunaan dana hasil penawaran perdana

Hipotesis 10 menyatakan bahwa jumlah pos penggunaan dana berpengaruh positif dan signifikan terhadap *initial return*. Hipotesis ini ditolak, karena perbedaan tanda dan tidak signifikan. Jumlah pos tujuan penggunaan dana hasil penawaran perdana menunjukkan jumlah pos penggunaan dana yang diperoleh dari penawaran perdana saham. Pos tersebut, sebagaimana telah disebutkan pada bab 3, adalah pos ekspansi, pembelian *fixed asset*, *debt payment*, dan *working capital*. Dalam penelitian Soepriyono (2005) ditemukan bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan antara *debt payment* dengan imbal hasil jangka pendek. Sedangkan pada penelitian ini hanya ditemukan pengaruh negatif dan tidak signifikan antara jumlah pos tujuan penggunaan dana hasil penawaran perdana dengan *initial return*. Hal ini kemungkinan disebabkan karena pada variabel jumlah pos tujuan penggunaan dana hasil penawaran perdana terdapat banyak informasi sehingga membuat penilaian atas risiko juga beragam. Jumlah pos tujuan penggunaan dana hasil penawaran perdana memberikan informasi atas empat pos tujuan penggunaan dana, dan masing-masing pos ini memiliki risiko dan imbalan yang berbeda di masa depan. Karena keberagaman inilah model regresi menghasilkan pengaruh yang tidak signifikan antara jumlah pos tujuan penggunaan dana

hasil penawaran perdana dengan *initial return*, sehingga memberikan hasil berbeda dengan penelitian yang dilakukan Soepriyono (2005).

11. Jumlah faktor risiko naratif

Hipotesis 11 menyatakan bahwa jumlah faktor risiko naratif berpengaruh positif dan signifikan terhadap *initial return*. Hipotesis ini ditolak, karena tidak terdapat hubungan yang signifikan. Ditemukan pengaruh negatif dan tidak signifikan pada penelitian ini. Ketidaksignifikan ini kemungkinan disebabkan perusahaan menjelaskan risiko yang dihadapinya bersamaan dengan pengungkapan *mitigation plan* untuk risiko tersebut. Pengungkapan risiko yang diiringi dengan *mitigation plan* memberikan informasi yang beragam kepada investor. Di satu sisi, jumlah risiko yang banyak akan meningkatkan ketidakpastian yang dihadapi perusahaan. Sedangkan di sisi lain, *mitigation plan* akan menurunkan ketidakpastian yang dihadapi perusahaan. Atas keberagaman informasi yang diperoleh investor ini, mereka akan mengalami penilaian yang berbeda dan beragam pula atas pengaruh jumlah faktor risiko naratif terhadap *initial return*, sehingga mengakibatkan pengaruh yang tidak signifikan antara variabel ini.

12. Reputasi Auditor

Hipotesis 12 menyatakan bahwa penggunaan jasa auditor *Big4* ataupun *Big5* (pada tahun 2001) dalam mengaudit laporan keuangan pada prospektus akan menghasilkan nilai *initial return* yang lebih rendah dibandingkan dengan penggunaan jasa non-*Big4* ataupun non-*Big5* (pada tahun 2001). Hipotesis ini ditolak karena perbedaan tanda yang dihasilkan dan tidak signifikan. Hal ini sesuai dengan penelitian Yasa (2008) yang menemukan bahwa terdapat pengaruh yang tidak signifikan antara reputasi auditor dengan *initial return* pada Bursa Efek Jakarta pada tahun 1990-2001. Yang artinya pemakaian jasa auditor yang bereputasi tidak mempengaruhi *initial return*. Hal ini kemungkinan disebabkan investor Indonesia tidak melihat sinyal atas pemakaian auditor yang bereputasi dalam menilai ketidakpastian yang dihadapi perusahaan.

13. Reputasi *underwriter*

Hipotesis 13 menyatakan bahwa penggunaan jasa 10 *underwriter* volume perdagangan tertinggi dalam menjamin saham penawaran perdana akan akan menghasilkan nilai *initial return* yang lebih rendah dibandingkan dengan penggunaan jasa non 10 *underwriter* volume perdagangan tertinggi. Hipotesis ini ditolak karena tidak signifikan. Hasil tidak sesuai dengan penelitian Setianingrum (2005). Penggunaan jasa *underwriter* yang bereputasi tinggi tidak memberikan signal kepada investor Indonesia bahwa saham telah dihargai sesuai prediksi *underwriter* tanpa menurunkannya sehingga *underpricing* dapat diminimalisir.

Dari penelitian atas uji t masing-masing variabel yang mempengaruhi *initial return*, ditemukan bahwa terdapat satu variabel yang hipotesisnya diterima. Variabel ini adalah nilai saham yang ditawarkan pada penawaran perdana. Ditemukan pengaruh yang positif dan signifikan antara nilai saham yang ditawarkan dengan *initial return*. Terdapat dua belas hipotesis yang ditolak. Penyebab penolakan ini disebabkan karena pengaruh yang ditemukan tidak sesuai dengan hipotesis yang dibangun maupun pengaruh yang tidak signifikan antara variabel bebas dengan variabel terikat.

Beberapa variabel yang berasal dari laporan keuangan seperti transaksi dengan pihak hubungan istimewa akun kewajiban, *leverage*, ROE dan rata-rata pertumbuhan penjualan tidak memiliki pengaruh yang signifikan dengan nilai *initial return*. Hasil yang tidak signifikan ini kemungkinan disebabkan bahwa rasio keuangan maupun informasi keuangan tidak lagi memberikan informasi baru terkait perusahaan pada investor. Walaupun perusahaan tidak terdaftar di bursa, mayoritas perusahaan memiliki laporan keuangan tahunan yang dapat diakses publik. Sehingga ketika perusahaan tersebut mau melakukan penawaran saham perdana, komponen laporan keuangan yang ada di prospektus tidak lagi menyediakan informasi baru bagi calon investor. Sebagaimana penelitian Ball dan Brown (1968) dan Lev dan Zarowin (1999) yaitu informasi yang ada pada laporan keuangan telah diantisipasi pasar sebelum laporan tahun dirilis.

Banyaknya faktor yang tidak signifikan ini kemungkinan disebabkan karena informasi pada variabel penelitian ini bukanlah informasi yang dipertimbangkan investor Indonesia dalam menilai perusahaan. Sehingga pengungkapan informasi ini tidak mempengaruhi asimetri informasi yang ada dan nilai *initial return*. Sebab lainnya adalah terdapat kemungkinan bahwa investor Indonesia membutuhkan waktu yang cukup lama dalam mengolah informasi yang tersedia dalam prospektus saham. Sehingga reaksi investor dalam menilai ketidakpastian perusahaan ini tidak cukup dinilai dari nilai *initial return* saja, tapi harus dilihat dari nilai *return* jangka pendek.

Tabel 4.4
Kesimpulan Hasil Penelitian

Variabel	Ekspektasi Pengaruh	Hasil Regresi		Hipotesis Diterima/Hipotesis Ditolak
		Pengaruh	Signifikansi	
OS	-	-	√	<u>Diterima</u>
SIZE	-	-	x	Ditolak
RPTA	+	-	√	Ditolak
RPTL	+	-	x	Ditolak
SGR	+	-	x	Ditolak
LIQ	-	+	√	Ditolak
LEV	+	+	x	Ditolak
ROE	-	-	x	Ditolak
AGE	-	-	x	Ditolak
NUIP	+	-	x	Ditolak
NRF	+	-	x	Ditolak
AR	-	+	x	Ditolak
UND	-	-	x	Ditolak

Keterangan variabel:

OS = Nilai saham yang ditawarkan

SIZE = Ukuran perusahaan

RPTA = Transaksi dengan pihak hubungan istimewa pada akun aset

RPTL = Transaksi dengan pihak hubungan istimewa pada akun kewajiban

SGR = Rata-rata pertumbuhan penjualan

LIQ = *Likuiditas*

LEV = *Leverage*

ROE = *Return on equity*

AGE = Umur

NUIP = Jumlah pos tujuan penggunaan dana

NRF = Jumlah faktor risiko naratif

AR = Reputasi auditor

4.3 Analisis Kekuatan Penjelasan dari Faktor Risiko Kuantitatif dan Kualitatif

Tujuan ketiga dari penelitian ini adalah menentukan kelompok faktor risiko mana yang paling baik dalam menjelaskan nilai *initial return* di Bursa Efek Indonesia. Untuk menentukan faktor mana yang paling baik menjelaskan nilai *initial return*, penulis membandingkan nilai *adjusted R-squared* antara kelompok variabel independen faktor risiko kuantitatif (Model II) dengan kelompok variabel independen faktor risiko kualitatif (Model III). Hasil uji asumsi klasik model II, yaitu uji multikolinieritas dapat dilihat pada lampiran 7 dan uji heterokedastisitas dapat dilihat pada lampiran 8. Sedangkan hasil regresi model II dapat dilihat pada lampiran 9. Dan hasil uji asumsi klasik model III, yaitu uji multikolinieritas dapat dilihat pada lampiran 10 dan uji heterokedastisitas dapat dilihat pada lampiran 11. Sedangkan hasil regresi model II dapat dilihat pada lampiran 12.

Ringkasan perbandingan *adjusted R-squared* kedua model ini dapat dilihat pada tabel 4.5. *Adjusted R-squared* menggambarkan seberapa besar variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen dalam persamaan/model yang diteliti. Dari hasil pengolahan data diketahui bahwa nilai *Adjusted R-squared* pada model II (faktor risiko kuantitatif) adalah sebesar 0.1580. Hal ini menunjukkan bahwa 15.80% variasi dari *initial return* dapat dijelaskan oleh perubahan yang terjadi pada kelompok faktor risiko kuantitatif. Sementara *Adjusted R-squared*

Tabel 4.5
Perbandingan *Adjusted R-squared* Model II dengan Model III:
Kelompok Variabel Independen Faktor Risiko Kuantitatif (Model II) dan
Kelompok Variabel Independen Faktor Risiko Kualitatif (Model III).

Variabel Dependen: IR		
	Variabel Independen	<i>Adjusted R-squared</i>
Model I (Kuantitatif)	OS, SIZE, RPTA, RPTL, SGR, LIQ, LEV, ROE	0.1580
Model II (Kualitatif)	AGE, NUIP, NRF, AR, UND	0.0971
Keterangan variabel:		
OS = Nilai saham yang ditawarkan		
SIZE = Ukuran perusahaan		
RPTA = Transaksi dengan pihak hubungan istimewa pada akun aset		
RPTL = Transaksi dengan pihak hubungan istimewa pada akun kewajiban		
SGR = Rata-rata pertumbuhan penjualan		
LIQ = <i>Likuiditas</i>		
LEV = <i>Leverage</i>		
ROE = <i>Return on equity</i>		
AGE = Umur		
NUIP = Jumlah pos tujuan penggunaan dana		
NRF = Jumlah faktor risiko naratif		
AR = Reputasi auditor		
UND = Reputasi <i>underwriter</i>		

pada model III (faktor risiko kualitatif) adalah sebesar 0.0971. Hal ini menunjukkan bahwa 9.71% variasi dari *initial return* dapat dijelaskan oleh perubahan yang terjadi kelompok faktor risiko kualitatif. Sementara sisanya dipengaruhi oleh faktor-faktor di luar model II dan III. Dari tabel 4.5 terlihat bahwa kelompok variabel independen faktor risiko kuantitatif menjelaskan nilai *initial return* yang lebih tinggi daripada kelompok kualitatif. Hal ini disebabkan

karena nilai *adjusted R-squared* nya lebih tinggi daripada kelompok variabel independen faktor risiko kualitatif.

Sehingga dari perspektif investor, informasi atas risiko kuantitatif merupakan pertimbangan utama dalam menilai risiko yang dimiliki perusahaan dibandingkan faktor risiko kualitatif. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh alasan berikut:

- Faktor risiko kuantitatif (model II) menggambarkan sesuatu yang jelas dan mudah diinterpretasikan dibandingkan faktor risiko kualitatif (model III). Angka-angka yang dijadikan pengukuran pada variabel di model II menggambarkan suatu risiko yang jelas dan diinterpretasikan sama oleh pelaku bisnis manapun. Sedangkan angka-angka hasil pengukuran pada variabel di model kualitatif terkadang tidak memberikan interpretasi yang sama bagi pelaku bisnis. Sebagai contoh adalah variabel likuiditas pada model II, variabel ini dengan jelas menggambarkan risiko atas kemampuan perusahaan membiayai kewajiban jangka pendeknya. Jika nilai likuiditas kecil dari 1 maka risiko perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka pendeknya juga makin meningkat, semua investor memiliki interpretasi yang sama atas angka ini. Hal ini tidak jauh berbeda dengan variabel-variabel pada model II lainnya yang dapat diinterpretasikan dengan mudah dan seragam. Sedangkan variabel pada model III memberikan interpretasi yang bervariasi kepada pelaku bisnis. Sebagai contoh adalah jumlah pos penggunaan dana, variabel ini menggambarkan risiko atas dana penawaran perdana yang diterima perusahaan. Jika nilai variabel ini bernilai satu, maka risiko yang dihadapi perusahaan juga lebih kecil. Karena hanya ada satu pos yang akan berisiko bagi perusahaan. Namun ternyata angka satu ini dapat diinterpretasikan berbeda oleh investor yang berbeda, bisa saja investor lain menganggap jika perusahaan hanya mengalokasikan dana penawaran perdana nya pada satu pos maka apabila pos ini menghadapi risiko maka semua dana yang dialokasikan pada pos ini yang akan mendapatkan risiko tersebut.

- Mayoritas variabel pada faktor kuantitatif ini diukur dengan memanfaatkan informasi yang ada di laporan keuangan (seperti ukuran perusahaan yang diukur dengan logaritma natural aset, rasio akun hubungan istimewa, *liquidity*, *leverage*, dan *return on equity*). Laporan keuangan adalah alat utama dalam pengambilan keputusan oleh para pelaku bisnis. Sehingga para investor akan lebih memperhatikan laporan keuangan perusahaan dibandingkan informasi lainnya dalam menilai risiko perusahaan.

Namun terdapat hal yang harus diingat dan digarisbawahi, masih terdapat faktor di luar variabel pada model II dan model III yang menjelaskan nilai *initial return*. Faktor ini masih dapat dikelompokkan ke dalam faktor risiko kuantitatif maupun kualitatif. Namun akibat keterbatasan atas penelitian ini, penulis hanya dapat mengambil kesimpulan bahwa terkait penelitian yang dilakukan penulis, faktor risiko kuantitatif lebih baik dalam menjelaskan nilai *initial return* saham di Bursa Efek Indonesia dibandingkan faktor risiko kualitatif.

BAB 5 PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Beberapa hal yang dapat disimpulkan dari penelitian ini adalah:

1. Pengaruh pengungkapan komponen risiko kuantitatif pada prospektus dengan *initial return* di Bursa Efek Indonesia.

Initial return dipengaruhi secara negatif dan signifikan oleh nilai saham yang ditawarkan. Semakin tinggi nilai saham yang ditawarkan, semakin rendah *initial return*. Hal ini sesuai dengan penelitian Bushee dan Noe (2000) yang menyatakan bahwa penawaran saham dengan jumlah besar dapat menurunkan risiko saham spekulatif. Hasil penelitian terhadap transaksi hubungan istimewa akun aset dan *liquidity* memiliki pengaruh yang signifikan dengan *initial return* namun berbeda tanda dengan hipotesis yang dibangun. Dan variabel ukuran perusahaan, transaksi hubungan istimewa akun kewajiban, rata-rata pertumbuhan penjualan, leverage, ROE tidak memiliki pengaruh terhadap nilai *initial return*.

2. Pengaruh pengungkapan komponen risiko kualitatif pada prospektus dengan *initial return* di Bursa Efek Indonesia.

Umur perusahaan, jumlah pos penggunaan saham, jumlah faktor risiko naratif, dan reputasi auditor dan reputasi *underwriter* tidak berpengaruh terhadap nilai *initial return*. Tidak satupun variabel proxy risiko kualitatif yang mempengaruhi nilai *initial return* pada penelitian ini.

3. Faktor risiko pada prospektus yang paling baik dalam menjelaskan nilai *initial return*.

Dalam perspektif investor, informasi atas risiko kuantitatif merupakan pertimbangan utama dalam menilai risiko yang dimiliki perusahaan dibandingkan faktor risiko kualitatif. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh dua faktor. Pertama, karena faktor kuantitatif jelas dan mudah diinterpretasikan. Kedua, variabel yang terkandung dalam faktor risiko

kuantitatif merupakan ukuran-ukuran yang ada pada laporan keuangan yang merupakan alat utama dalam pengambilan keputusan pelaku bisnis.

5.2 Keterbatasan Penelitian dan Saran bagi Penelitian Selanjutnya

Pada bagian ini akan dijelaskan mengenai keterbatasan penelitian dan saran bagi penelitian selanjutnya:

1. Sangat sedikit variabel yang berpengaruh signifikan pada penelitian ini. Hanya terdapat tiga dari tiga belas variabel pada penelitian ini yang signifikan. Sangat sedikitnya variabel yang tidak signifikan ini kemungkinan disebabkan oleh dua hal.
 - a. Investor Indonesia memerlukan waktu lebih dari satu hari untuk menjual/melepaskan saham yang dibeli pada pasar perdana, sehingga *initial return* saja tidak cukup dijadikan patokan dalam penilaian ketidakpastian yang dihadapi perusahaan. Sehingga, sebaiknya pada penelitian selanjutnya digunakan *shortterm return* sebagai variabel independen karena *initial return* saja tidak cukup dalam melihat reaksi investor Indonesia
 - b. Kemungkinan investor Indonesia tidak mengandalkan informasi yang ada pada prospektus dalam mengambil keputusan pembelian saham. Sehingga pada penelitian selanjutnya perlu ditelusuri lebih lanjut sifat investor Indonesia dalam melakukan penilaian atas perusahaan melalui prospektus.
2. Penelitian pada faktor terbaik dalam menjelaskan kelompok risiko yang mempengaruhi nilai *initial return* menemukan nilai *adjusted r-squared* yang kecil di kedua model kuantitatif dan kualitatif. Sehingga sebenarnya bahwa masih banyak faktor lain di luar model yang mempengaruhi nilai *initial return* di kedua model ini, dan apabila faktor-faktor tersebut dimasukkan ke dalam penelitian tidak menutup kemungkinan bahwa hasil penelitian ini akan berubah. Contoh faktor lain tersebut adalah *contingent liability*, variabel terkait dividen seperti *dividend payout*, perpajakan, dan faktor-faktor lainnya.

3. Pengukuran Variabel

a. *Number of uses of issue proceeds* (jumlah pos penggunaan dana hasil IPO)

Pada penelitian selanjutnya sebaiknya dilakukan perubahan pengukuran pada variabel NUIP (*number of uses of issue proceeds*). NUIP merupakan jumlah pos penggunaan dana yang diperoleh hasil IPO. Pos penggunaan dana hasil IPO ini dapat dibagi menjadi empat pos, yaitu pos ekspansi, pembelian aset tetap, *debt payment*, dan *working capital*. Pada penelitian ini, pengukuran variabel dilakukan dengan menghitung jumlah pos yang digunakan atas dana yang diperoleh dari IPO. Nilai itu berbentuk angka 1, 2, 3, dan 4. Penulis menyarankan, sebaiknya pada penelitian selanjutnya pengukuran digunakan dengan menghitung proporsi penggunaan dana IPO terhadap masing-masing pos belanja. Karena perbedaan tujuan pos belanja mengakibatkan perbedaan risiko dan ekspektasi keuntungan bagi perusahaan di masa depan. Sehingga hal ini akan mempengaruhi penilaian calon investor kepada perusahaan yang akan IPO. Dengan melakukan pengukuran yang lebih mendalam seperti ini, diharapkan penelitian akan menemukan faktor apa yang mempengaruhi risiko saat IPO yang terefleksikan pada *initial return* saham. Jika perlu dilakukan pemisahan atas pos penggunaan dana IPO ini dan diukur masing-masing dari proporsinya terhadap dana total yang diperoleh dari IPO

b. Faktor risiko naratif (NRF)

Setiap perusahaan memiliki cara pelaporan yang berbeda dalam pembuatan faktor risiko naratif pada prospektus. Sebagai contoh: terdapat perusahaan mengelompokkan risikonya dalam satu kelompok besar yaitu risiko kegiatan usaha, risiko industri, dan risiko perekonomian. Kemudian tiap kelompok risiko ini akan diuraikan menjadi risiko yang lebih detail. Dan terdapat pula perusahaan yang melaporkan risiko naratifnya langsung ke detail risiko tanpa mengelompokkannya terlebih dahulu. Seperti, risiko ketergantungan kepada sedikit pelanggan, risiko kenaikan tarif angkut batubara, risiko

perubahan peraturan dan kebijakan pemerintah, dan lain-lain. Pada penelitian ini jumlah faktor risiko naratif dihitung berdasarkan jumlah poin pelaporan risiko saja. Jika terdapat kelompok risiko, maka akan dihitung jumlah detail risiko yang dilaporkan. Untuk penelitian selanjutnya sebaiknya dilakukan metode pengukuran yang lebih terstruktur dengan cara terlebih dahulu mengelompokkan jenis-jenis faktor risiko yang ada. Kemudian menghitung risiko berdasarkan faktor yang lebih terkelompok ini. Sehingga dari kelompok risiko yang telah dikelompokkan dapat dianalisis masing-masing poin risiko naratif, risiko apa tergolong kelompok yang mana. Metode pengukuran ini akan mengurangi keberagaman pengukuran yang dihasilkan akibat perbedaan metode perusahaan dalam pelaporan prospektus.

c. Reputasi Auditor

Penelitian ini menemukan bahwa reputasi auditor big 4 dan big 5 (pada tahun 2001) tidak memberikan pengaruh pada nilai *initial return*. sehingga untuk penelitian selanjutnya penentuan auditor yang bereputasi tidak cukup dengan menggunakan kantor akuntan publik *first tier* saja, namun kantor akuntan publik *second tier* juga perlu dimasukkan sebagai pengukuran atas auditor yang bereputasi tinggi.

4. Variabel yang dipakai pada penelitian ini bisa saja tidak sepenuhnya merepresentasikan faktor-faktor risiko kuantitatif dan kualitatif. Sehingga disarankan pada penelitian selanjutnya dilakukan pemilihan dan penambahan variabel lain. Variabel yang perlu dipertimbangkan dalam penelitian selanjutnya adalah variabel kebijakan deviden perusahaan, karena variabel ini memberikan informasi kepada investor terkait kemampuan perusahaan dalam memberikan sejumlah deviden kepada pemilik saham di masa lalu dan dapat dijadikan pedoman dalam menilai kemampuan perusahaan membayar deviden di masa depan.

DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, Renuka, Ricardo Leal, dan Leonardo Hernandez. (1993). The aftermarket of IPO in Latin America. *Financial management*. Spring, 42-53.
- Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, Peraturan Nomor IX.C.2 tahun 1996 tentang *Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Prospektus dalam Rangka Penawaran Umum*.
- Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, Peraturan Nomor IX.C.3 tahun 2000 tentang *Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Prospektus Ringkas Dalam Rangka Penawaran Umum*.
- Ball R dan Brown P (1968), An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, Vol. 6 No. 2, 159-178.
- Baron, D.P. (1982). A model of the demand for investment bank advising and distribution services for new issues. *Journal of Finance*, 45, 1045- 1067.
- Beatty, Randolph P. (1989). Auditor reputation and the pricing of Initial Public Offerings. *The Accounting Review*, Vol. LXIV No. 4, 693-707.
- Beatty, Randolph P dan Jay R. Ritter. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of Initial Public Offering. *Journal of Financial Economics*, 15, 213-232.
- Carter, Richard dan Steven Manaster. (1990). Initial Public Offering and underwriter reputation. *The Journal of Finance*, Vol 45 No 4, 1045-1067.
- Fama, E F. (1970). Efficient capital market: a review of theory and empirical Work. *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, 383-417.
- Filatovchev, Igor dan Kate Bishop. (2002). Board composition, share ownership, and underpricing of U.K. IPO Firms. *Strategic Management Journal*, Vol 23 No. 10, 941-955.
- Godfrey, Jayne, Allan Hodgson, Ann Tarca, Jane Hamilton, Scott Holmes. (2010). *Accounting Theory (7th ed)*. New York: John Willey & Sons.
- Gujarati, Damodar N dan Dawn C Porter. (2009). *Basic Econometrics (5th ed)*. New York: Mc Graw Hill.
- Ibrahim, H. (2008). *Pengaruh tingkat suku bunga, peringkat obligasi, ukuran perusahaan dan DER terhadap Yield to Maturity obligasi korporasi di bursa efek indonesia periode tahun 2004-2006*. Tesis Program Studi Magister Manajemen, Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.

- Ikatan Akuntan Indonesia, Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (revisi 2009) No. 7 tentang *Pengungkapan Pihak-pihak yang Mempunyai Hubungan Istimewa*.
- Jones, Charles P. (2007). *Investments (10th ed)*. Asia: Jhon Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd
- Kennedy D.B, R. Sivakumar dan K.R Vetzal. (2001). Further empirical evidence on signaling-based explanation of IPO underpricing. *School of Accountancy University of Waterloo Canada*.
- Leland HE dan Pyle DH. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*, Vol. 32 No. 2, 371-387.
- Lev B dan Zarowin P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research*, Vol. 37 No. 2, 353- 386.
- Lind, Douglas A. , William G. Marchal dan Samuel A. Wathen. (2010). *Statistical techniques in business & economics*. New York: McGraw-Hill
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, Vol. 7 No. 1, 77-91.
- Murugesu, Jhon., and A Solucis Santhapparaj. (2010). Impact of risk disclosure in prospectus on valuation and initial returns on Initial Public Offering in Malaysia. *The IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 46, No. 1. 31-53
- Nachrowi, Nachrowi D., & Usman, Hardius. (2006). *Pendekatan populer dan praktis ekonometrika untuk analisis ekonomi dan keuangan*. Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia : Jakarta.
- Republik Indonesia, Undang Undang Nomor. 8 Tahun 1995 tentang *Pasar Modal*
- Ritter, Jay R. (1998). Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*. Vol. 2. No. 1 (Spring), 5-30.
- Ritter, Jay R, dan Ivo Welch. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocation. *The Journal of Finance*, Vol 57, No. 4.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics* 15. pp. 187-212.
- Ross, Stephen A, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan. (2008). *Corporate Finance Fundamentals*. America: McGraw-Hill/Irwin
- Saragih, Arfah Habib. (2010). *Analisis perbandingan faktor-faktor determinan profitabilitas bank umum syariah dengan bank umum konvensional di Indonesia periode 2003-2007*. Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

- Sekaran, Uma. (2003). *Research methods for business: a skill building approach (4th ed)*. New York: John Willey and Sons.
- Soepriyono, Gatot. (2005). *Hubungan antara imbal hasil IPO dan faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja IPO: Studi Kasus pada Bursa Efek Jakarta*. Tesis Program Studi Ilmu Manajemen Pasca Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Trisnawati, Rina. (1999). Pengaruh informasi prospektus pada return saham di pasar perdana. *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi II IAI-KAPd*. Malang.
- Verrecchia, R. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5 No. 3, 179-194.
- Winarno, Wing Wahyu. (2007). *Analisa Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews*. STIM YKPN.
- www.idx.co.id (diakses pada 31 November 2011)
- www.bapepam.go.id (diakses pada 31 November 2011)
- www.bwplantation.com (diakses pada 31 November 2011)
- Yasa, Gerianta Wirawan. (2008). *Penyebab underpricing pada Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta*. Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi, Universitas Udayana.
- Yung, Chris, dan Jaime F. Zender. (2010). Moral hazard, asymmetric information and IPO lockups. *Journal of Corporate Finance* 16(2010) 320-332.

Lampiran 1: Daftar 10 *Underwriter* dengan Volume Perdagangan Tetinggi

No	Tahun 2001	Volume Perdagangan
1	Danareksa Sekuritas	4.89%
2	Vickers Ballas Indonesia	4.32%
3	Trimegah Sekuritas Tbk	4.14%
4	Bahana Sekuritas	4.06%
5	CLSA Indonesia	3.56%
6	Merrill Lynch Indonesia	3.41%
7	Ciptadana Sekuritas	2.97%
8	Kim Eng Securities	2.70%
9	Henan Putihrai	2.32%
10	ING Baring Securities Indonesia	2.20%
	Total Volume Perdagangan	34.57%
No	Tahun 2002	Volume Perdagangan
1	Danareksa Sekuritas	7.92%
2	DBS Vickers Securities Indonesia	7.16%
3	CLSA Indonesia	4.68%
4	GK Goh Indonesia	4.16%
5	Merrill Lynch Indonesia	4.15%
6	Trimegah Sekuritas Tbk	3.59%
7	JP Morgan Securities Indonesia	3.53%
8	Kim Eng Securities	3.34%
9	ING Securities Indonesia	2.85%
10	Ciptadana Sekuritas	2.62%
	Total Volume Perdagangan	44.00%

Lanjutan

No	Tahun 2003	Volume Perdagangan
1	DBS Vickers Securities Indonesia	7.03%
2	CLSA Indonesia	6.70%
3	Kim Eng Securities	5.96%
4	JP Morgan Securities Indonesia	5.80%
5	Danareksa Sekuritas	5.11%
6	Trimegah Sekuritas Tbk	4.04%
7	GK Goh Indonesia	3.87%
8	Merrill Lynch Indonesia	3.61%
9	ABN Amro Securities Indonesia	3.04%
10	Bhakti Capital Indonesia	2.64%
	Total Volume Perdagangan	47.80%
No	Tahun 2004	Volume Perdagangan
1	Kim Eng Securities	7.56%
2	Danareksa Sekuritas	6.64%
3	DBS Vickers Securities Indonesia	5.82%
4	CLSA Indonesia	5.50%
5	JP Morgan Securities Indonesia	5.23%
6	ABN Amro Securities Indonesia	4.85%
7	Trimegah Sekuritas Tbk	3.94%
8	GK Goh Indonesia	3.22%
9	Merrill Lynch Indonesia	2.98%
10	BNP Paribas Peregrine	2.68%
	Total Volume Perdagangan	48.42%
No	Tahun 2005	Volume Perdagangan
1	Bahana Securities	13.48%
2	Kim Eng Securities	6.51%
3	UBS Securities Indonesia	5.08%
4	Danareksa Sekuritas	4.39%
5	CLSA Indonesia	4.16%
6	Deutsche Securities Indonesia	3.86%
7	JP Morgan Securities Indonesia	3.80%
8	Merrill Lynch Indonesia	3.20%
9	GK Goh Indonesia	3.06%
10	ABN Amro Securities Indonesia	2.73%
	Total Volume Perdagangan	50.27%

Lanjutan

No	Tahun 2006	Volume Perdagangan
1	Kim Eng Securities	7.11%
2	CLSA Indonesia	6.36%
3	UBS Securities Indonesia	5.77%
4	JP Morgan Securities Indonesia	5.39%
5	Danareksa Sekuritas	4.91%
6	Deutsche Securities Indonesia	4.15%
7	Merrill Lynch Indonesia	3.36%
8	CIMB-GK Securities Indonesia	3.34%
9	Bahana Securities	3.23%
10	Trimegah Securities Tbk	3.03%
	Total Volume Perdagangan	46.65%
No	Tahun 2007	Volume Perdagangan
1	Kim Eng Securities	6.79%
2	CLSA Indonesia	5.25%
3	UBS Securities Indonesia	3.66%
4	Danareksa Sekuritas	3.65%
5	Trimegah Securities Tbk	3.47%
6	JP Morgan Securities Indonesia	3.44%
7	CIMB-GK Securities Indonesia	3.24%
8	Deutsche Securities Indonesia	3.14%
9	Bahana Securities	2.97%
10	Hortus Danavest Tbk	2.86%
	Total Volume Perdagangan	38.47%
No	Tahun 2008	Volume Perdagangan
1	Kim Eng Securities	6.13%
2	CIMB-GK Securities Indonesia	5.78%
3	CLSA Indonesia	5.39%
4	Danatama Makmur	5.16%
5	Danareksa Sekuritas	3.54%
6	UBS Securities Indonesia	3.28%
7	Deutsche Securities Indonesia	3.23%
8	Macquarie Capital Securities Indonesia	3.17%
9	Merrill Lynch Indonesia	3.01%
10	Trimegah Securities Tbk	2.80%
	Total Volume Perdagangan	41.49%

Lanjutan

No	Tahun 2009	Volume Perdagangan
1	CLSA Indonesia	4.64%
2	Danareksa Sekuritas	4.58%
3	Kim Eng Securities	4.24%
4	CIMB Securities Indonesia	4.23%
5	Credit Suisse Securities Indonesia	4.19%
6	eTrading Securities	3.61%
7	Deutsche Securities Indonesia	3.36%
8	IndoPremier Securities	3.09%
9	Ciptadana Securities	2.77%
10	Phillip Securities Indonesia	2.74%
	Total Volume Perdagangan	37.45%
No	Tahun 2010	Volume Perdagangan
1	Credit Suisse Securities Indonesia	6.08%
2	CIMB Securities Indonesia	6.04%
3	Kim Eng Securities	4.87%
4	CLSA Indonesia	4.26%
5	JP Morgan Securities Indonesia	4.05%
6	Deutsche Securities Indonesia	4.03%
7	Macquarie Capital Securities Indonesia	3.94%
8	UBS Securities Indonesia	3.45%
9	eTrading Securities	3.20%
10	Bahana Securities	3.02%
	Total Volume Perdagangan	42.94%

Sumber: Perpustakaan Bursa Efek Indonesia

Lampiran 2: Daftar Perusahaan Sampel

No	Kode	Nama
1	TMPO	Tempo Inti Media Tbk
2	INAF	Indofarma Tbk
3	KOPI	Kopitime dot com
4	INDX	Indoexchange Tbk
5	IDSR	Indosiar Visual Mandiri
6	DOID	Daeyu Orchid Indonesia
7	WAPO	Wahana Phonix Mandiri Tbk
8	KAEF	Kimia Farma (Persero) Tbk
9	ARNA	Arwana Citramulia Tbk
10	LAPD	Lapindo Packaging
11	BTON	Betonjaya Manunggal Tbk
12	LAMI	Lamicitra Nusantara Tbk
13	META	Metamedia Teknologi
14	AIMS	Akbar Indomakmur Stimec Tbk
15	KARK	Karya Yasa Profilia
16	PANR	Panorama Sentrawisata
17	PYFA	Pyridam Farma Tbk
18	RYAN	Ryane Adibusana
19	RODA	Royal Oak Development Asia Tbk
20	CENT	Centrin Online Tbk
21	IATG	Infoasia Teknologi Global Tbk
22	CNKO	Central korporindo Internasional Tbk
23	ITTG	Integrasi Teknologi
24	CLPI	Colorpak Indonesia Tbk
25	LMAS	Limas Stokhomindo
26	FORU	Fortune Indonesia Tbk
27	ANTA	Anta Express Tour and Travel Service Tbk
28	FISH	Fishindo Kusuma Sejahtera
29	CITA	Cita Mineral Investindo Tbk
30	FPNI	Fatrapolindo Nusa Industri
31	JTPE	Jasuindo Tiga Perkasa Tbk
32	ATPK	ATPK Resources Tbk
33	SUGI	Sugi Samapersada Tbk
34	APEX	Apexindo Pratama
35	SCMA	Surya Citra Media Tbk
36	GEMA	Gema Grahasarana Tbk

Lanjutan

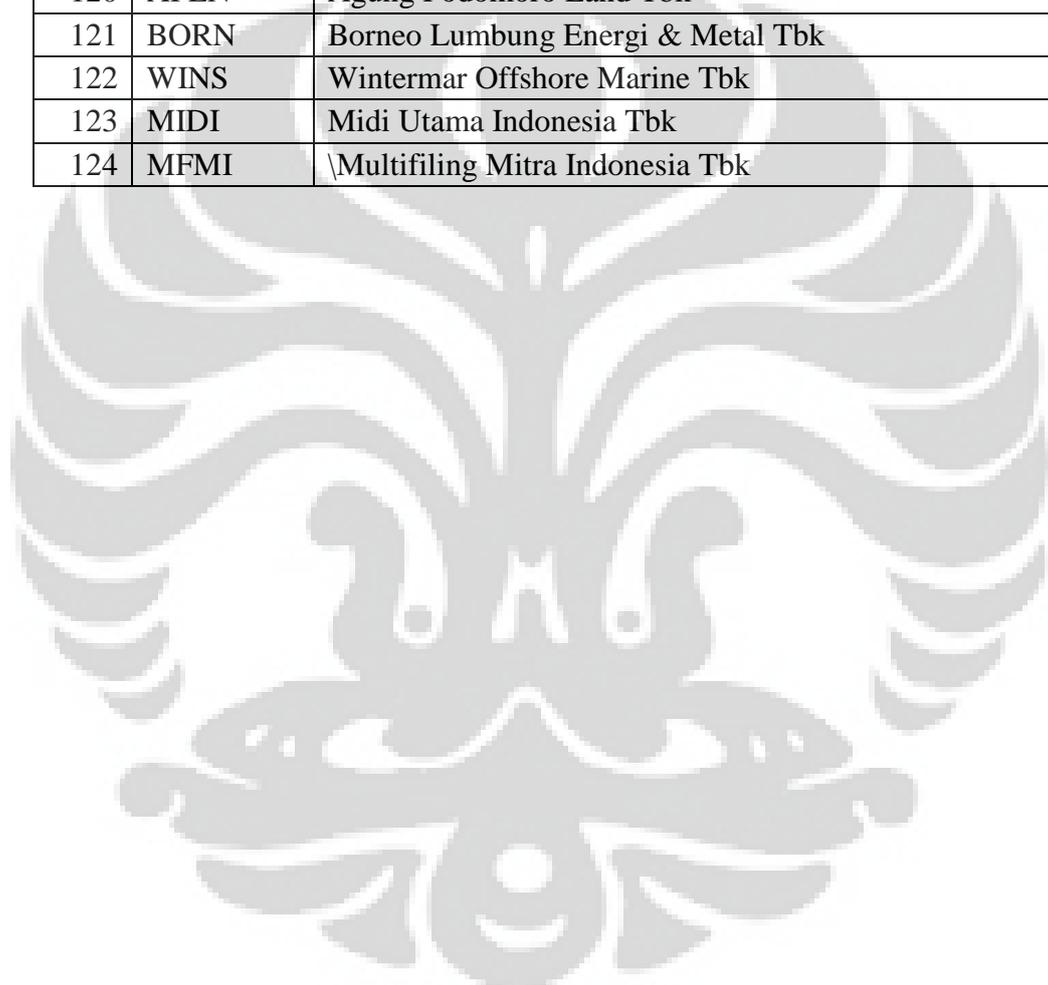
No	Kode	Nama
37	IIKP	Inti Kapuas Arowana Tbk
38	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk
39	ARTI	Arona Bina Sejati
40	TMAS	Pelayaran Tempuran Mas Tbk
41	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk
42	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk
43	BTEK	Bumi Teknokultura Unggul Tbk
44	ENRG	Energi Mega Persada Tbk
45	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk
46	SQMI	Sanex Qianjiang Motor International
47	IDKM	Indosiar Karya Media Tbk
48	AKKU	ALAM KARYA UNGGUL Tbk
49	MAPI	Mitra Adiperkasa Tbk
50	MASA	Multistrada Arah Sarana Tbk
51	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk
52	EXCL	XL Axiata Tbk. Tbk
53	MICE	Multi Indocitra Tbk
54	BTEL	Bakrie Telecom Tbk
55	MAIN	Malindo Feedmill Tbk
56	RUIS	Radiant Utama Interinsco Tbk
57	TOTL	Total Bangun Persada Tbk
58	IATA	Indonesia Air Transport Tbk
59	TRUB	Truba Alam Manunggal Engineering
60	CPRO	Central Proteinprima Tbk
61	FREN	Smartfren Telecom Tbk (mobile-8 telecom)
62	BISI	BISI INTERNATIONAL Tbk
63	WEHA	Panorama Transportasi Tbk
64	BKDP	Bukit Darmo Property Tbk
65	SGRO	Sampoerna Agro Tbk
66	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk
67	PKPK	Perdana Karya Perkasa Tbk
68	LCGP	Laguna Cipta Griya Tbk
69	GPRA	Perdana Gapura Prima Tbk
70	WIKA	Wijaya Karya Tbk
71	ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk
72	CTRP	Ciputra Property Tbk
73	PTSN	Sat Nusapersada Tbk
74	JSMR	Jasa Marga Tbk

Lanjutan

No	Kode	Nama
75	JKON	Jaya Konstruksi Manggala Pratama Tbk
76	CSAP	Catur Sentosa Adiprana Tbk
77	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk
78	COWL	Cowell Development Tbk
79	DGIK	Duta Graha Indah Tbk
80	BAPA	Bekasi Asri Pemula Tbk
81	TRIL	Triwira Insanlestari Tbk
82	ELSA	Elnusa Tbk
83	YPAS	Yanaprima Hastapersada Tbk
84	KOIN	Kokoh Inti Arebama Tbk
85	GZCO	Gozco Plantations Tbk
86	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk
87	INDY	Indika Energy Tbk
88	PDES	Destinasi Tirta Nusantara Tbk
89	KBRI	Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk
90	ADRO	ADARO ENERGY Tbk
91	HOME	Hotel Mandarine Regency Tbk
92	BYAN	Bayan Resources Tbk
93	TRAM	Trada Maritime Tbk
94	SIAP	Sekawan Intipratama Tbk
95	AMRT	Sumber Alfaria Trijaya Tbk
96	TRIO	Trikonsel Oke Tbk
97	INVS	Inovisi Infracom Tbk
98	GTBO	Garda Tujuh Buana Tbk
99	MKPI	Metropolitan Kentjana Tbk
100	RINA	Katarina Utama Tbk
101	BWPT	BW Plantation Tbk
102	BCIP	Bumi Citra Permai Tbk
103	NIKL	Pelat Timah Nusantara Tbk
104	GDST	Gunawan Dianjaya Steel Tbk
105	EMTK	Elang Mahkota Teknologi Tbk
106	PTPP	PP (Persero) Tbk
107	BIPI	Benakat Petroleum Energy Tbk
108	TOWR	Sarana Menara Nusantara Tbk
109	ROTI	Nippon Indosari Corpindo Tbk
110	GOLD	Golden Retailindo Tbk
111	SKYB	Skybee Tbk
112	GREN	Evergreen Invesco Tbk

Lanjutan

No	Kode	Nama
113	IPOL	Indopoly Swakarsa Industry Tbk
114	BUVA	PT Bukit Uluwatu Villa Tbk
115	BRAU	Berau Coal Energy Tbk
116	HRUM	Harum Energy Tbk
117	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
118	TBIG	PT Tower Bersama Infrastructure Tbk
119	KRAS	Krakatau Steel (Persero) Tbk
120	APLN	Agung Podomoro Land Tbk
121	BORN	Borneo Lumbung Energi & Metal Tbk
122	WINS	Wintermar Offshore Marine Tbk
123	MIDI	Midi Utama Indonesia Tbk
124	MFMI	\Multifiling Mitra Indonesia Tbk



Lampiran 3: *Correlation matrix Model I*

UND	AR01	NRF	NUP	AGE	ROE	LEV	LIQ	SGR	RPTL	RPTA	SIZE	OS	IR
-0.20421	-0.07326	-0.32489	0.025495	-0.07897	-0.11235	-0.03141	0.167142	-0.01741	0.01653	-0.15433	-0.38335	-0.38828	1
0.296844	0.301072	0.763114	-0.06905	-0.00612	0.212611	0.317233	-0.04442	-0.04969	-0.06167	-0.02234	0.861929	1	OS
0.299684	0.337258	0.685795	-0.14169	0.113672	0.223616	0.284321	-0.17047	-0.14204	-0.16752	0.021732	1		SIZE
0.080702	-0.06794	0.026566	-0.15093	0.029499	0.022852	-0.03345	-0.04729	-0.03211	0.059653	1			RPTA
-0.05565	-0.00226	-0.06846	-0.05158	-0.16709	-0.22851	-0.11765	0.021133	0.110326	1				RPTL
-0.02277	-0.08128	0.059172	0.008441	-0.19871	-0.10259	-0.02371	0.122091	1					SGR
-0.18079	-0.06424	-0.05623	-0.12304	-0.02492	-0.07299	0.034935	1						LIQ
0.089448	0.03213	0.326487	-0.08863	-0.0484	0.132625	1							LEV
0.096865	0.051462	0.19015	-0.11281	-0.01896	1								ROE
-0.02618	-0.01363	-0.05754	0.089975	1									AGE
0.064343	0.114329	0.003661	1										NUP
0.297629	0.375675	1											NRF
0.242893	1												AR01
1													UND

Lampiran 4: Hasil uji VIF Model I

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	3.946	.881		4.481	.000		
OS	-.018	.061	-.066	-.292	.771	.166	6.007
SIZE	-.111	.061	-.429	-1.837	.070	.158	6.319
RPTA	-.361	.350	-.100	-1.031	.306	.914	1.094
RPTL	-.295	.256	-.116	-1.150	.254	.854	1.171
SGR	-.004	.006	-.055	-.562	.576	.890	1.123
LIQ	.047	.021	.222	2.214	.030	.860	1.163
LEV	.019	.037	.052	.520	.605	.850	1.176
ROE	-.121	.213	-.059	-.568	.572	.793	1.261
UND	.009	.095	.009	.092	.927	.868	1.152
LnAGE	-.055	.061	-.098	-.899	.371	.725	1.380
NUP	.010	.049	.022	.211	.834	.790	1.267
RNF	-.001	.125	-.001	-.009	.993	.411	2.435
AR	.045	.096	.049	.467	.642	.786	1.272

a. Dependent Variable: IR

Lampiran 5: Uji White Model I

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.837729	Prob. F(102,21)	0.7272
Obs*R-squared	99.53743	Prob. Chi-Square(102)	0.5505
Scaled explained SS	171.4257	Prob. Chi-Square(102)	0.0000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 01/22/12 Time: 20:24

Sample: 1 124

Included observations: 124

Collinear test regressors dropped from specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	48.15698	47.57056	1.012327	0.3229
OS	-5.832496	3.354422	-1.738749	0.0967
OS^2	0.121937	0.139798	0.872237	0.3929
OS*SIZE	0.004502	0.235079	0.019151	0.9849
OS*RPTA	1.285761	3.094131	0.415548	0.6820
OS*RPTL	-0.593869	0.943552	-0.629397	0.5359
OS*SGR	0.074000	0.114341	0.647183	0.5245
OS*LIQ	0.007820	0.146381	0.053421	0.9579
OS*LEV	-0.195048	0.224739	-0.867887	0.3953
OS*ROE	2.123239	1.156180	1.836425	0.0805
OS*AGE	0.096405	0.237336	0.406194	0.6887
OS*NUIP	0.025908	0.168824	0.153460	0.8795
OS*NRF	-0.522596	0.506178	-1.032436	0.3136
OS*AR01	-0.062489	0.356785	-0.175144	0.8626
OS*UND	0.451516	0.339518	1.329875	0.1978
SIZE	2.177607	3.719717	0.585423	0.5645
SIZE^2	-0.057917	0.120269	-0.481562	0.6351
SIZE*RPTA	0.145823	2.688766	0.054234	0.9573
SIZE*RPTL	0.487388	0.972970	0.500928	0.6216
SIZE*SGR	-0.011932	0.079083	-0.150884	0.8815
SIZE*LIQ	-0.049942	0.120262	-0.415278	0.6822
SIZE*LEV	0.279063	0.241093	1.157491	0.2601
SIZE*ROE	-1.487749	1.220244	-1.219223	0.2363
SIZE*AGE	0.105234	0.207066	0.508217	0.6166
SIZE*NUIP	-0.164110	0.216270	-0.758820	0.4564
SIZE*NRF	0.450272	0.592437	0.760034	0.4557
SIZE*AR01	-0.184529	0.424725	-0.434468	0.6684
SIZE*UND	-0.077707	0.353043	-0.220106	0.8279
RPTA	-11.97506	41.79503	-0.286519	0.7773
RPTA^2	-9.073266	8.967113	-1.011838	0.3231
RPTA*RPTL	-5.565982	6.375677	-0.873003	0.3925
RPTA*SGR	0.982045	0.727776	1.349378	0.1916
RPTA*LIQ	-2.394510	2.072094	-1.155599	0.2608
RPTA*LEV	-0.466408	2.347975	-0.198643	0.8445
RPTA*ROE	-17.81091	12.82435	-1.388835	0.1794
RPTA*AGE	0.779583	2.203402	0.353809	0.7270
RPTA*NUIP	-0.408862	1.872582	-0.218341	0.8293
RPTA*NRF	-7.647767	6.690712	-1.143042	0.2659
RPTA*AR01	1.258022	3.788439	0.332069	0.7431

Lanjutan

RPTA*UND	1.726651	2.752651	0.627269	0.5372
RPTL	2.669374	12.75966	0.209204	0.8363
RPTL^2	-4.610617	2.157591	-2.136928	0.0445
RPTL*SGR	0.147786	0.325716	0.453727	0.6547
RPTL*LIQ	0.094525	0.671119	0.140846	0.8893
RPTL*LEV	1.251506	1.092587	1.145452	0.2649
RPTL*ROE	-5.346301	4.419157	-1.209801	0.2398
RPTL*AGE	0.429667	1.287462	0.333732	0.7419
RPTL*NUIP	-0.192798	0.691880	-0.278658	0.7832
RPTL*NRF	1.049672	2.194696	0.478276	0.6374
RPTL*AR01	-0.477777	1.287580	-0.371066	0.7143
RPTL*UND	-1.259003	1.752439	-0.718429	0.4804
SGR	-1.356545	1.907889	-0.711019	0.4849
SGR^2	0.002297	0.004613	0.497927	0.6237
SGR*LIQ	-0.115467	0.082768	-1.395064	0.1776
SGR*LEV	-0.170210	0.136838	-1.243879	0.2273
SGR*ROE	0.283274	0.362009	0.782506	0.4427
SGR*AGE	0.059809	0.167971	0.356069	0.7253
SGR*NUIP	-0.066323	0.134359	-0.493626	0.6267
SGR*NRF	-0.012089	0.564570	-0.021412	0.9831
SGR*AR01	-0.083357	0.289512	-0.287921	0.7762
SGR*UND	0.250864	0.251232	0.998535	0.3294
LIQ	0.142220	1.903564	0.074713	0.9412
LIQ^2	0.074345	0.037276	1.994430	0.0592
LIQ*LEV	-0.043062	0.067272	-0.640122	0.5290
LIQ*ROE	-0.229636	0.856255	-0.268186	0.7912
LIQ*AGE	0.000656	0.133244	0.004926	0.9961
LIQ*NUIP	0.056066	0.110227	0.508640	0.6163
LIQ*NRF	0.183664	0.338131	0.543173	0.5927
LIQ*AR01	-0.087026	0.153011	-0.568761	0.5756
LIQ*UND	0.776450	0.231089	3.359965	0.0030
LEV	-3.879748	2.977034	-1.303226	0.2066
LEV^2	0.126860	0.090502	1.401739	0.1756
LEV*ROE	0.573595	0.579474	0.989855	0.3335
LEV*AGE	-0.095111	0.206605	-0.460352	0.6500
LEV*NUIP	0.282599	0.217875	1.297071	0.2087
LEV*NRF	0.100540	0.368973	0.272485	0.7879
LEV*AR01	0.017328	0.353498	0.049018	0.9614
LEV*UND	-0.471466	0.449666	-1.048480	0.3063
ROE	-8.797705	15.99541	-0.550014	0.5881
ROE^2	0.713660	1.463821	0.487532	0.6309
ROE*AGE	0.193039	0.803014	0.240393	0.8124
ROE*NUIP	0.462254	1.137790	0.406273	0.6887
ROE*NRF	-3.241885	1.373486	-2.360333	0.0280
ROE*AR01	0.403831	1.373537	0.294008	0.7716
ROE*UND	2.148719	1.551012	1.385366	0.1805
AGE	-3.972776	3.040067	-1.306805	0.2054
AGE^2	-0.040977	0.146197	-0.280287	0.7820
AGE*NUIP	-0.003834	0.146418	-0.026187	0.9794
AGE*NRF	-0.507473	0.434102	-1.169018	0.2555
AGE*AR01	-0.060861	0.361911	-0.168165	0.8681
AGE*UND	0.282791	0.327384	0.863790	0.3975
NUIP	3.469183	3.550052	0.977220	0.3396
NUIP^2	-0.005118	0.108901	-0.047001	0.9630
NUIP*NRF	0.072706	0.428656	0.169615	0.8669
NUIP*AR01	-0.089134	0.220294	-0.404612	0.6899

Lanjutan

NUIP*UND	-0.085198	0.248294	-0.343133	0.7349
NRF	1.226992	6.195034	0.198061	0.8449
NRF^2	0.429293	0.532940	0.805518	0.4295
NRF*AR01	0.010623	0.600981	0.017676	0.9861
NRF*UND	-0.707707	0.616563	-1.147827	0.2639
AR01	7.117040	6.766646	1.051782	0.3049
AR01*UND	-0.181919	0.540073	-0.336841	0.7396
UND	-9.406580	5.909669	-1.591727	0.1264
<hr/>				
R-squared	0.802721	Mean dependent var	0.171021	
Adjusted R-squared	-0.155490	S.D. dependent var	0.359249	
S.E. of regression	0.386170	Akaike info criterion	0.820454	
Sum squared resid	3.131677	Schwarz criterion	3.163108	
Log likelihood	52.13183	Hannan-Quinn criter.	1.772095	
F-statistic	0.837729	Durbin-Watson stat	1.627919	
Prob(F-statistic)	0.727201			



Lampiran 6: Output Regresi Model I

Dependent Variable: IR
 Method: Least Squares
 Date: 01/22/12 Time: 20:23
 Sample: 1 124
 Included observations: 124

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OS	-0.071514	0.052689	-1.357288	0.1775
SIZE	-0.030424	0.050600	-0.601259	0.5489
RPTA	-0.551606	0.352458	-1.565026	0.1204
RPTL	-0.050177	0.198257	-0.253091	0.8007
SGR	-0.003891	0.004901	-0.793966	0.4289
LIQ	0.024777	0.018831	1.315804	0.1910
LEV	0.032950	0.030247	1.089358	0.2784
ROE	-0.062956	0.186764	-0.337086	0.7367
AGE	-0.047178	0.054261	-0.869452	0.3865
NUIP	-0.004143	0.047274	-0.087629	0.9303
NRF	-0.059719	0.122547	-0.487318	0.6270
AR01	0.076449	0.091404	0.836387	0.4048
UND	-0.065730	0.090304	-0.727880	0.4682
C	3.262239	0.829146	3.934457	0.0001
R-squared	0.226723	Mean dependent var		0.377274
Adjusted R-squared	0.135336	S.D. dependent var		0.472188
S.E. of regression	0.439075	Akaike info criterion		1.297713
Sum squared resid	21.20656	Schwarz criterion		1.616132
Log likelihood	-66.45818	Hannan-Quinn criter.		1.427062
F-statistic	2.480907	Durbin-Watson stat		1.461526
Prob(F-statistic)	0.005285			

Lampiran 7: *Correlation matrix Model II*

	IR	OS	SIZE	RPTA	RPTL	SGR	LIQ	LEV	ROE
IR	1.000000	-0.38828	-0.38335	-0.15433	0.016530	-0.01741	0.167142	-0.03141	-0.11235
OS	-0.38828	1.000000	0.861929	-0.02234	-0.06167	-0.04969	-0.04442	0.317233	0.212611
SIZE	-0.38335	0.861929	1.000000	0.021732	-0.16752	-0.14204	-0.17047	0.284321	0.223616
RPTA	-0.15433	-0.02234	0.021732	1.000000	0.059653	-0.03211	-0.04729	-0.03345	0.022852
RPTL	0.016530	-0.06167	-0.16752	0.059653	1.000000	0.110326	0.021133	-0.11765	-0.22851
SGR	-0.01741	-0.04969	-0.14204	-0.03211	0.110326	1.000000	0.122091	-0.02371	-0.10259
LIQ	0.167142	-0.04442	-0.17047	-0.04729	0.021133	0.122091	1.000000	0.034935	-0.07299
LEV	-0.03141	0.317233	0.284321	-0.03345	-0.11765	-0.02371	0.034935	1.000000	0.132625
ROE	-0.11235	0.212611	0.223616	0.022852	-0.22851	-0.10259	-0.07299	0.132625	1.000000



Lampiran 8: Uji *White* Model II

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.268834	Prob. F(44,79)	0.1773
Obs*R-squared	51.34484	Prob. Chi-Square(44)	0.2080
Scaled explained SS	93.90912	Prob. Chi-Square(44)	0.0000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 12/05/11 Time: 21:11

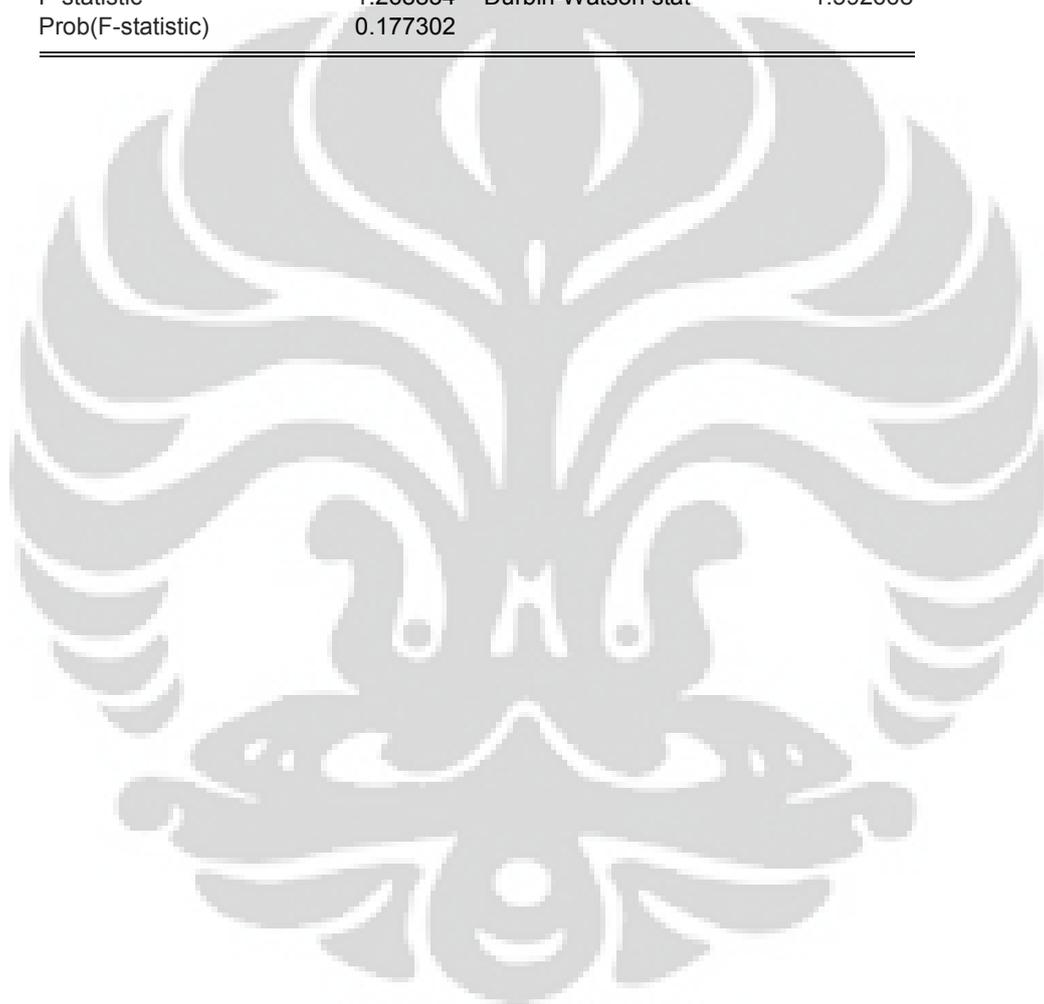
Sample: 1 124

Included observations: 124

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	26.70314	10.60103	2.518919	0.0138
OS	-0.875036	1.019624	-0.858195	0.3934
OS^2	0.003789	0.038989	0.097182	0.9228
OS*SIZE	0.022995	0.076349	0.301187	0.7641
OS*RPTA	0.377618	0.722818	0.522424	0.6028
OS*RPTL	0.025201	0.293611	0.085830	0.9318
OS*SGR	0.004597	0.011479	0.400458	0.6899
OS*LIQ	-0.029870	0.024512	-1.218595	0.2266
OS*LEV	0.008650	0.050938	0.169812	0.8656
OS*ROE	0.140100	0.293702	0.477013	0.6347
SIZE	-1.066473	1.134386	-0.940133	0.3500
SIZE^2	0.008516	0.046937	0.181441	0.8565
SIZE*RPTA	-0.111025	0.763876	-0.145344	0.8848
SIZE*RPTL	-0.023561	0.297683	-0.079149	0.9371
SIZE*SGR	-0.001907	0.009455	-0.201668	0.8407
SIZE*LIQ	0.003619	0.034085	0.106183	0.9157
SIZE*LEV	0.000158	0.049912	0.003166	0.9975
SIZE*ROE	0.038217	0.324302	0.117843	0.9065
RPTA	-6.906551	8.758051	-0.788594	0.4327
RPTA^2	1.391609	2.721592	0.511322	0.6106
RPTA*RPTL	-0.060953	2.208412	-0.027600	0.9781
RPTA*SGR	0.054081	0.144876	0.373292	0.7099
RPTA*LIQ	-0.552352	0.759409	-0.727344	0.4692
RPTA*LEV	0.025497	0.579751	0.043980	0.9650
RPTA*ROE	1.487613	3.784560	0.393074	0.6953
RPTL	0.511305	3.191263	0.160220	0.8731
RPTL^2	-0.281254	0.934209	-0.301061	0.7642
RPTL*SGR	-0.068541	0.051282	-1.336552	0.1852
RPTL*LIQ	-0.096403	0.169352	-0.569245	0.5708
RPTL*LEV	0.299279	0.401846	0.744762	0.4586
RPTL*ROE	-1.438710	2.199116	-0.654222	0.5149
SGR	-0.083380	0.271697	-0.306886	0.7597
SGR^2	0.000625	0.000332	1.882984	0.0634
SGR*LIQ	0.000766	0.008550	0.089635	0.9288
SGR*LEV	-0.017486	0.033669	-0.519355	0.6050
SGR*ROE	0.027407	0.060754	0.451124	0.6531
LIQ	0.685530	0.615702	1.113412	0.2689
LIQ^2	-0.000297	0.007384	-0.040268	0.9680
LIQ*LEV	0.002774	0.010482	0.264677	0.7919
LIQ*ROE	0.444991	0.297276	1.496897	0.1384

Lanjutan

LEV	-0.306387	0.554602	-0.552445	0.5822
LEV^2	0.006271	0.025317	0.247705	0.8050
LEV*ROE	0.069724	0.145207	0.480171	0.6324
ROE	-5.205440	4.906746	-1.060874	0.2920
ROE^2	-0.474827	0.463332	-1.024809	0.3086
<hr/>				
R-squared	0.414071	Mean dependent var	0.174106	
Adjusted R-squared	0.087731	S.D. dependent var	0.360509	
S.E. of regression	0.344332	Akaike info criterion	0.980550	
Sum squared resid	9.366582	Schwarz criterion	2.004039	
Log likelihood	-15.79411	Hannan-Quinn criter.	1.396316	
F-statistic	1.268834	Durbin-Watson stat	1.592668	
Prob(F-statistic)	0.177302			



Lampiran 9: Output Regresi Model II

Dependent Variable: IR
 Method: Least Squares
 Date: 12/05/11 Time: 20:45
 Sample: 1 124
 Included observations: 124

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OS	-0.080196	0.045976	-1.744323	0.0838
SIZE	-0.033977	0.046522	-0.730341	0.4667
RPTA	-0.612831	0.339662	-1.804237	0.0738
RPTL	-0.010591	0.192277	-0.055080	0.9562
SGR	-0.003921	0.004682	-0.837443	0.4041
LIQ	0.026724	0.018009	1.483901	0.1406
LEV	0.030937	0.029269	1.056986	0.2927
ROE	-0.056795	0.182453	-0.311288	0.7561
C	3.308991	0.644151	5.136979	0.0000
R-squared	0.212774	Mean dependent var		0.377274
Adjusted R-squared	0.158011	S.D. dependent var		0.472188
S.E. of regression	0.433280	Akaike info criterion		1.234946
Sum squared resid	21.58911	Schwarz criterion		1.439644
Log likelihood	-67.56663	Hannan-Quinn criter.		1.318099
F-statistic	3.885325	Durbin-Watson stat		1.511880
Prob(F-statistic)	0.000436			

Lampiran 10: *Correlation matrix Model III*

	IR	AGE	NUIP	NRF	AR01	UND
IR	1.000000	-0.09789	0.034431	-0.32489	-0.07326	-0.20421
AGE	-0.09789	1.000000	0.065832	0.022640	-0.00408	-0.02407
NUIP	0.034431	0.065832	1.000000	0.012696	0.095213	0.041253
NRF	-0.32489	0.022640	0.012696	1.000000	0.375675	0.297629
AR01	-0.07326	-0.00408	0.095213	0.375675	1.000000	0.242893
UND	-0.20421	-0.02407	0.041253	0.297629	0.242893	1.000000



Lampiran 11: Uji *White* Model III

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.924267	Prob. F(18,105)	0.5516
Obs*R-squared	16.96003	Prob. Chi-Square(18)	0.5259
Scaled explained SS	41.52043	Prob. Chi-Square(18)	0.0013

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 12/16/11 Time: 16:08

Sample: 1 124

Included observations: 124

Collinear test regressors dropped from specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.939587	1.110344	1.746835	0.0836
AGE	-0.013750	0.025377	-0.541820	0.5891
AGE^2	-0.000235	0.000309	-0.760216	0.4488
AGE*NUIP	-0.001339	0.004317	-0.310260	0.7570
AGE*NRF	0.009760	0.009746	1.001438	0.3189
AGE*AR01	-0.007002	0.009333	-0.750254	0.4548
AGE*UND	0.004453	0.010143	0.439044	0.6615
NUIP	0.154964	0.343018	0.451765	0.6524
NUIP^2	-0.053202	0.048625	-1.094131	0.2764
NUIP*NRF	0.032164	0.105169	0.305834	0.7603
NUIP*AR01	0.068068	0.109371	0.622358	0.5351
NUIP*UND	-0.051840	0.106210	-0.488092	0.6265
NRF	-1.091105	0.762528	-1.430905	0.1554
NRF^2	0.094247	0.154355	0.610586	0.5428
NRF*AR01	0.070136	0.216210	0.324391	0.7463
NRF*UND	0.197267	0.177827	1.109315	0.2698
AR01	0.013187	0.601235	0.021933	0.9825
AR01*UND	-0.317916	0.198573	-1.601002	0.1124
UND	-0.304924	0.527262	-0.578316	0.5643
R-squared	0.136774	Mean dependent var	0.191578	
Adjusted R-squared	-0.011207	S.D. dependent var	0.447276	
S.E. of regression	0.449775	Akaike info criterion	1.379992	
Sum squared resid	21.24124	Schwarz criterion	1.812132	
Log likelihood	-66.55948	Hannan-Quinn criter.	1.555537	
F-statistic	0.924267	Durbin-Watson stat	0.943218	
Prob(F-statistic)	0.551570			

Lampiran 12: Output Regresi Model III

Dependent Variable: IR
 Method: Least Squares
 Date: 12/16/11 Time: 16:07
 Sample: 1 124
 Included observations: 124

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AGE	-0.004355	0.003873	-1.124391	0.2631
NUIP	0.023107	0.045902	0.503390	0.6156
NRF	-0.271799	0.083284	-3.263534	0.0014
AR01	0.068448	0.090326	0.757795	0.4501
UND	-0.131668	0.089743	-1.467163	0.1450
C	1.070905	0.230917	4.637625	0.0000
R-squared	0.133774	Mean dependent var		0.377274
Adjusted R-squared	0.097070	S.D. dependent var		0.472188
S.E. of regression	0.448686	Akaike info criterion		1.282189
Sum squared resid	23.75562	Schwarz criterion		1.418654
Log likelihood	-73.49570	Hannan-Quinn criter.		1.337624
F-statistic	3.644636	Durbin-Watson stat		1.301954
Prob(F-statistic)	0.004210			

