

BAB IV

ANALISIS HASIL PENELITIAN

4.1 Underpricing di Indonesia

Berikut ini adalah *mean* dan *median* yang diperoleh dari data perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 2000 – 2007 yang dihitung baik dengan *initial return* maupun *market adjusted initial return*.¹ Nilai yang berada dalam kurung () mengindikasikan level signifikansi untuk *two-tailed T* dan *Wilcoxon Signed Test*.

Tabel 4-1. *Average Raw Initial Return* dan *Market Adjusted Initial Return* IPO 2000 - 2007

Initial Return (IR)			Market Adjusted Initial Return (MAIR)		
Mean	Median	Std. dev.	Mean	Median	Std. dev.
42.58%	21.72%	65.42%	43.04%	21.93%	66.37%
(0.0000)	(0.0000)		(0.0000)	(0.0000)	

Tabel 4-2. *Average Raw Initial Return* dan *Market Adjusted Initial Return* IPO 2000

Initial Return (IR)			Market Adjusted Initial Return (MAIR)		
Mean	Median	Std. dev.	Mean	Median	Std. dev.
52.59%	32.00%	57.58%	54.79%	33.49%	59.13%
(0.0000)	(0.0000)		(0.0000)	(0.0000)	

Tabel 4-3. *Average Raw Initial Return* dan *Market Adjusted Initial Return* IPO 2001

Initial Return (IR)			Market Adjusted Initial Return (MAIR)		
Mean	Median	Std. dev.	Mean	Median	Std. dev.
85.31%	39.29%	116.17%	86.58%	39.92%	117.73%
(0.0000)	(0.0000)		(0.0000)	(0.0000)	

¹ Sumber Tabel: Hasil Pengolahan Data Oleh Penulis dengan Menggunakan Microsoft Excel 2007.

Tabel 4-4. *Average Raw Initial Return dan Market Adjusted Initial Return IPO 2002*

Initial Return (IR)			Market Adjusted Initial Return (MAIR)		
Mean	Median	Std. dev.	Mean	Median	Std. dev.
27.51%	17.78%	35.49%	27.47%	18.25%	34.84%
(0.0000)	(0.0000)		(0.0000)	(0.0000)	

Tabel 4-5. *Average Raw Initial Return dan Market Adjusted Initial Return IPO 2003*

Initial Return (IR)			Market Adjusted Initial Return (MAIR)		
Mean	Median	Std. dev.	Mean	Median	Std. dev.
11.59%	7.64%	11.38%	11.82%	8.11%	11.37%
(0.0000)	(0.0000)		(0.0000)	(0.0000)	

Tabel 4-6. *Average Raw Initial Return dan Market Adjusted Initial Return IPO 2004*

Initial Return (IR)			Market Adjusted Initial Return (MAIR)		
Mean	Median	Std. dev.	Mean	Median	Std. dev.
18.28%	9.57%	21.09%	18.51%	9.95%	22.90%
(0.0000)	(0.0000)		(0.0000)	(0.0000)	

Tabel 4-7. *Average Raw Initial Return dan Market Adjusted Initial Return IPO 2005*

Initial Return (IR)			Market Adjusted Initial Return (MAIR)		
Mean	Median	Std. dev.	Mean	Median	Std. dev.
12.90%	8.94%	18.46%	12.46%	8.72%	19.06%
(0.0000)	(0.0000)		(0.0000)	(0.0000)	

Tabel 4-8. *Average Raw Initial Return dan Market Adjusted Initial Return IPO 2006*

Initial Return (IR)			Market Adjusted Initial Return (MAIR)		
Mean	Median	Std. dev.	Mean	Median	Std. dev.
37.28%	34.66%	25.02%	36.77%	33.91%	24.78%
(0.0000)	(0.0000)		(0.0000)	(0.0000)	

Tabel 4-9. *Average Raw Initial Return dan Market Adjusted Initial Return IPO 2007*

Initial Return (IR)			Market Adjusted Initial Return (MAIR)		
Mean	Median	Std. dev.	Mean	Median	Std. dev.
34.86%	33.33%	29.73%	34.78%	33.51%	29.88%
(0.0000)	(0.0000)		(0.0000)	(0.0000)	

Berdasarkan tabel. 4-1 di atas terlihat bahwa terjadi *underpricing* sebesar 43.04% secara signifikan pada level signifikansi 1%. Ternyata tidak terlihat perbedaan yang signifikan antara pengukuran *underpricing* dengan menggunakan MAIR, yaitu *return* saham yang di adjust dengan *return* pasar, dan dengan menggunakan *raw initial return*, yaitu menghitung *return* dengan metode konvensional.

Tabel-tabel berikutnya merupakan tabel pengukuran *underpricing* yang telah dipisahkan berdasarkan tahun dilangsungkannya IPO. Berdasarkan tabel tersebut dapat disimpulkan hal-hal sebagai berikut:

1. Tingkat *underpricing* yang paling tinggi terjadi pada tahun 2001 dengan rata-rata sebesar 85.31% dengan menggunakan perhitungan *raw initial return* dan 86.58% dengan menggunakan perhitungan *market adjusted initial return*. Sehingga dapat dikatakan bahwa pada tahun 2001 merupakan *hot period*, yaitu waktu yang paling banyak dilangsungkannya IPO dan terjadinya tingkat *underpricing* yang sangat besar.
2. Tingkat *underpricing* yang paling rendah terjadi pada tahun 2003 dengan rata-rata sebesar 11.59% dengan menggunakan perhitungan *raw initial return* dan 11.82% dengan menggunakan perhitungan *market adjusted initial return*. Hal ini dikarenakan pada tahun 2001 hanya ada enam perusahaan yang melakukan IPO, dan juga tingkat *underpricing* yang terjadi tidak sebesar tahun-tahun lainnya.
3. Seharusnya perhitungan dengan menggunakan *market adjusted initial return* akan memunculkan return yang lebih rendah dibandingkan dengan menggunakan *raw initial return*. Namun hasil pada IPO yang dilangsungkan pada tahun 2003, 2004, dan 2006 menunjukkan hasil yang sebaliknya. Pada tahun tersebut tingkat *underpricing* yang dihitung dengan menggunakan *market adjusted initial return*

menunjukkan hasil yang lebih besar dibanding dengan perhitungan dengan menggunakan *raw initial return*. Hal tersebut dikarenakan oleh level IHSG yang memiliki *return* negatif. Hal ini menunjukkan bahwa pasar tidak efisien.

4. Adanya standar deviasi yang bernilai lebih dari 100%, yaitu sebesar 117% pada IPO yang dilangsungkan pada tahun 2001 terjadi karena pada tahun tersebut ada perusahaan yang tidak *underpricing*, yaitu harga pada hari pertama perdagangan lebih rendah dari harga penawaran. Hal ini menunjukkan ekspektasi yang kurang baik terhadap perusahaan tersebut.

Tabel di bawah ini memperlihatkan tidak adanya perbedaan *return* yang signifikan antara perusahaan yang menggunakan *underwriters* bereputasi baik dengan *underwriters* yang reputasinya tidak begitu baik. Sampel yang digunakan adalah perusahaan yang IPO dari tahun 2000 – 2004.

Tabel 4-10. *Average Initial Return* Berdasarkan Reputasi *Underwriters*

	Initial Return				Market Adjusted Initial Return			
	N	Mean	Median	Std. dev	N	Mean	Median	Std. dev
High Reputation	72	44.77%	16.67%	82.70%	72	45.63%	15.13%	83.81%
Low Reputation	6	38.40%	36.25%	27.10%	6	38.82%	35.77%	28.79%
Differences		6.37%	-19.59%	55.60%		6.81%	-20.64%	55.02%

Tabel di bawah ini memperlihatkan hubungan antara harga yang ditawarkan pada saat IPO dengan tingkat *underpricing* yang terjadi. Berdasarkan tabel terlihat bahwa tidak ada hubungan antara harga penawaran pada saat IPO dengan tingkat *underpricing* yang terjadi, karena nilai probabilitas yang tidak signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 1 tidak terbukti.

Hal tersebut dapat terjadi dikarenakan oleh ekspektasi investor. Sehingga *underpricing* terjadi bukan dikarenakan oleh besarnya harga yang ditawarkan oleh

perusahaan pada saat IPO namun dikarenakan oleh ekspektasi yang dibentuk terhadap prospek perusahaan tersebut oleh investor. Hal ini juga menunjukkan bahwa pasar modal di Indonesia tidak efisien, karena harga saham belum mencerminkan informasi yang sesungguhnya, sehingga masih adanya kemungkinan bagi investor untuk memperoleh *abnormal return*.

Tabel 4-11. Hubungan *Offering Price* dan *Underpricing*

Dependent Variable: MAIR
 Method: Least Squares
 Date: 06/09/08 Time: 05:11
 Sample: 1 116
 Included observations: 116
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	43.02425	7.082078	6.075087	0.0000
OFFERINGPRICE	-0.004251	0.003942	-1.078448	0.2831
R-squared	0.007051	Mean dependent var	40.67819	
Adjusted R-squared	-0.001659	S.D. dependent var	67.86943	
S.E. of regression	67.92570	Akaike info criterion	11.29180	
Sum squared resid	525984.7	Schwarz criterion	11.33927	
Log likelihood	-652.9242	F-statistic	0.809535	
Durbin-Watson stat	1.416536	Prob(F-statistic)	0.370154	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

4.2 Variabel-Variabel yang Mempengaruhi *Underpricing*

Seperti yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, ada beberapa variabel yang diduga mempengaruhi tingkat *underpricing* yang terjadi. Variabel-variabel tersebut antara lain adalah LnAge (usia perusahaan), LnSize (ukuran perusahaan), INSIDERS (*retained ownership*), LnBVtoMV (rasio *book value* terhadap *market value*), dan AMU (reputasi *underwriters*). Berikut ini adalah hasil regresi antara variabel-variabel tersebut terhadap MAIR untuk melihat pengaruh dan hubungan variabel-variabel tersebut dengan MAIR.

Tabel 4-12. *Market Adjusted Initial Return 2000*

Dependent Variable: MAIR
 Method: Least Squares
 Date: 05/20/08 Time: 22:09
 Sample: 1 13
 Included observations: 13

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.046694	1.785218	0.026156	0.9799
LNAGE	-0.400608	0.287537	-1.393240	0.2062
LNSIZE	-0.092570	0.076348	-1.212481	0.2647
INSIDERS	4.860941	2.327312	2.088651	0.0751
LNBVTOMV	0.377680	0.946709	0.398940	0.7018
AMU	0.403728	0.150352	2.685218	0.0313
R-squared	0.538282	Mean dependent var	0.408054	
Adjusted R-squared	0.208484	S.D. dependent var	0.659916	
S.E. of regression	0.587109	Akaike info criterion	2.076825	
Sum squared resid	2.412879	Schwarz criterion	2.337571	
Log likelihood	-7.499364	F-statistic	1.632155	
Durbin-Watson stat	1.832134	Prob(F-statistic)	0.267912	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa variabel yang mempengaruhi MAIR saham yang IPO pada tahun 2000 secara signifikan adalah INSIDERS sebesar 4.860941 pada level signifikansi 10% dan AMU sebesar 0.403726 pada level signifikansi 5%. Secara keseluruhan, model regresi tersebut lemah karena *adjusted R-squared* nya hanya bernilai 0.208484 dan probabilita *F-statistic* yang tidak signifikan, yaitu sebesar 0.267912. Namun dapat disimpulkan bahwa dari kelima variabel di atas, yang mempengaruhi MAIR saham yang IPO pada tahun 2000 secara signifikan dan berdampak positif adalah *retained ownership* dan reputasi *underwriters*.

Tabel 4-13. *Market Adjusted Initial Return* 2001

Dependent Variable: MAIR

Method: Least Squares

Date: 05/20/08 Time: 21:41

Sample: 1 25

Included observations: 25

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.801062	5.885310	0.815771	0.4247
LNAGE	0.693172	0.348149	1.991023	0.0611
LNSIZE	-0.219104	0.140029	-1.564706	0.1342
INSIDERS	-0.200009	3.396423	-0.058888	0.9537
LNBVTOMV	-0.696861	0.463040	-1.504970	0.1488
AMU	0.471923	0.608545	0.775495	0.4476
R-squared	0.218230	Mean dependent var	0.828837	
Adjusted R-squared	0.012501	S.D. dependent var	1.217158	
S.E. of regression	1.209526	Akaike info criterion	3.423897	
Sum squared resid	27.79610	Schwarz criterion	3.716427	
Log likelihood	-36.79871	F-statistic	1.060764	
Durbin-Watson stat	2.120836	Prob(F-statistic)	0.412363	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa variabel yang mempengaruhi MAIR saham yang IPO pada tahun 2001 secara signifikan hanyalah LnAge sebesar 0.693172 pada level signifikansi 10%. Secara keseluruhan, model regresi tersebut sangat lemah karena *adjusted R-squared* nya hanya bernilai 0.012501 dan probabilitas *F-statistic* yang tidak signifikan, yaitu sebesar 0.412363. Namun dapat disimpulkan bahwa dari kelima variabel di atas, yang mempengaruhi MAIR saham yang IPO pada tahun 2001 secara signifikan dan berdampak positif hanyalah usia perusahaan.

Tabel 4-14. *Market Adjusted Initial Return 2002*

Dependent Variable: MAIR

Method: Least Squares

Date: 05/20/08 Time: 22:05

Sample: 1 21

Included observations: 21

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.179543	1.381233	0.129988	0.8983
LNAGE	0.277201	0.085784	3.231375	0.0056
LNSIZE	-0.061503	0.059193	-1.039038	0.3152
INSIDERS	1.407755	0.996978	1.412022	0.1784
LNBVTOMV	-0.542191	0.289293	-1.874192	0.0805
AMU	-0.029635	0.283804	-0.104419	0.9182
R-squared	0.391211	Mean dependent var	0.274684	
Adjusted R-squared	0.188281	S.D. dependent var	0.348417	
S.E. of regression	0.313908	Akaike info criterion	0.755523	
Sum squared resid	1.478074	Schwarz criterion	1.053958	
Log likelihood	-1.932990	F-statistic	1.927813	
Durbin-Watson stat	2.304231	Prob(F-statistic)	0.149128	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa variabel yang mempengaruhi MAIR saham yang IPO pada tahun 2002 secara signifikan adalah LnAge sebesar 0.277201 pada level signifikansi 1% dan LnBVtoMV sebesar -0.542191 pada level signifikansi 10%. Secara keseluruhan, model regresi tersebut sangat lemah karena *adjusted R-squared* nya hanya bernilai 0.188281 dan probabilitas *F-statistic* yang tidak signifikan, yaitu sebesar 0.149128. Namun dapat disimpulkan bahwa dari kelima variabel di atas, yang mempengaruhi MAIR saham yang IPO pada tahun 2001 secara signifikan adalah usia perusahaan dan rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan. Usia perusahaan memiliki dampak positif terhadap MAIR, sedangkan rasio *Book value* terhadap *market value* memiliki dampak yang negatif terhadap MAIR.

Tabel 4-15. *Market Adjusted Initial Return 2003*

Dependent Variable: MAIR
 Method: Least Squares
 Date: 05/20/08 Time: 22:28
 Sample: 1 6
 Included observations: 6

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNAGE	0.381264	0.098002	3.890354	0.1602
LNSIZE	-0.085734	0.017238	-4.973607	0.1263
INSIDERS	-2.083577	0.286229	-7.279405	0.0869
LNBVTOMV	-0.972509	0.168738	-5.763434	0.1094
AMU	3.025571	0.446592	6.774804	0.0933
R-squared	0.962354	Mean dependent var		0.118239
Adjusted R-squared	0.811771	S.D. dependent var		0.113687
S.E. of regression	0.049323	Akaike info criterion		-3.305932
Sum squared resid	0.002433	Schwarz criterion		-3.479466
Log likelihood	14.91780	Durbin-Watson stat		1.767103

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Hanya terdapat enam perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2003. Dikarenakan jumlah yang terlalu sedikit tersebut, maka sampel tidak dapat diregresikan dengan memasukkan c (konstanta) ke dalam persamaannya. Tabel di atas merupakan hasil regresi IPO tahun 2003 tanpa menggunakan konstanta. Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa variabel yang mempengaruhi MAIR saham yang IPO pada tahun 2002 secara signifikan adalah INSIDERS sebesar -2.083577 pada level signifikansi 10% dan AMU sebesar -3.025571 pada level signifikansi 10%. Secara keseluruhan, model regresi tersebut cukup baik karena *adjusted R-squared* nya hanya bernilai 0.811771. *F-statistic* tidak muncul di dalam tabel tersebut, karena nilai konstanta telah dihilangkan pada saat melakukan regresi, sehingga gambaran keseluruhan model tidak dapat ditampilkan oleh probabilita *F-statistic*. Namun dapat disimpulkan bahwa dari kelima variabel di atas, yang mempengaruhi MAIR saham yang IPO pada tahun 2001 secara signifikan adalah *retained ownership* dan reputasi *underwriters*. *Retained ownership*

memiliki dampak negatif terhadap MAIR, sedangkan reputasi *underwriters* memiliki dampak yang negatif terhadap MAIR.

Tabel 4-16. *Market Adjusted Initial Return 2004*

Dependent Variable: MAIR
 Method: Least Squares
 Date: 05/20/08 Time: 22:47
 Sample: 1 12
 Included observations: 12
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.217589	0.624048	-0.348673	0.7392
LNAGE	0.023077	0.096655	0.238761	0.8192
LNSIZE	0.002664	0.025286	0.105359	0.9195
INSIDERS	0.483984	0.558788	0.866130	0.4197
LNBVTOMV	0.358933	0.330692	1.085401	0.3194
AMU	-0.281940	0.143849	-1.959975	0.0977
R-squared	0.526140	Mean dependent var	0.185054	
Adjusted R-squared	0.131257	S.D. dependent var	0.228968	
S.E. of regression	0.213413	Akaike info criterion	0.055678	
Sum squared resid	0.273271	Schwarz criterion	0.298131	
Log likelihood	5.665932	F-statistic	1.332393	
Durbin-Watson stat	1.151456	Prob(F-statistic)	0.364076	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa variabel yang mempengaruhi MAIR saham yang IPO pada tahun 2004 secara signifikan hanyalah AMU sebesar -0.281940 pada level signifikansi 10%. Secara keseluruhan, model regresi tersebut lemah karena *adjusted R-squared* nya hanya bernilai 0.131257 dan probabilita *F-statistic* yang tidak signifikan, yaitu sebesar 0.364076. Namun dapat disimpulkan bahwa dari kelima variabel di atas, yang mempengaruhi MAIR saham yang IPO pada tahun 2004 secara signifikan hanyalah reputasi *underwriters* dan dampak negatif terhadap MAIR.

Tabel 4-17. *Market Adjusted Initial Return 2000 – 2004*

Dependent Variable: MAIR
 Method: Least Squares
 Date: 05/20/08 Time: 23:20
 Sample: 1 77
 Included observations: 77

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.676698	1.230943	0.549740	0.5842
LNAGE	0.017437	0.091757	0.190033	0.8498
LNSIZE	-0.038436	0.032685	-1.175951	0.2435
INSIDERS	1.075707	1.045019	1.029366	0.3068
LNBVTOMV	-0.378469	0.314658	-1.202794	0.2331
AMU	-0.011759	0.149033	-0.078904	0.9373
R-squared	0.052319	Mean dependent var	0.450962	
Adjusted R-squared	-0.014419	S.D. dependent var	0.807932	
S.E. of regression	0.813736	Akaike info criterion	2.500358	
Sum squared resid	47.01384	Schwarz criterion	2.682992	
Log likelihood	-90.26378	F-statistic	0.783945	
Durbin-Watson stat	1.537879	Prob(F-statistic)	0.564638	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa tidak ada satu variabel pun yang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap MAIR. Sehingga secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa model tersebut lemah yang terlihat dari *adjusted R-squared* yang bernilai -0.014419 dan probabilitas *F-statistic* yang tidak signifikan.

Berikut ini adalah rangkuman dari hasil regresi. Berdasarkan tabel di bawah ini terlihat bahwa setiap tahunnya variabel-variabel yang berpengaruh terhadap *underpricing* berbeda-beda. Namun apabila dilihat secara keseluruhan, yaitu dengan menggabungkan sampel dari tahun 2000 – 2004, terlihat bahwa tidak ada satu variabel pun yang memiliki pengaruh signifikan terhadap *underpricing* yang terjadi (MAIR).

Tabel 4-18. *Summary* Hubungan Antara Variabel dengan *Market Adjusted Initial Return*

Variabel Market Adjusted Initial Return						
	2000	2001	2002	2003	2004	2000 – 2004
LnAge	**	* +	* +	?	**	**
LnSize	**	**	**	?	**	**
INSIDERS	* +	**	**	?	**	**
LnBVtoMV	**	**	* -	?	**	**
AMU	* +	**	**	?	* -	**

Keterangan
 * + = Signifikan & hubungan positif
 * - = Signifikan & hubungan negatif
 ** = Tidak signifikan
 ? = Kurang untuk diregresi (sampel: 6)
 Hasil signifikan pada level 10%

Maka dapat terlihat pengaruh dari variabel-variabel tersebut terhadap tingkat *underpricing* yang terjadi, yang tercermin oleh *market adjusted initial return* (MAIR) sebagai berikut:

1. Usia perusahaan berdampak positif terhadap MAIR. Semakin lama aktivitas operasi perusahaan, maka akan semakin besar tingkat *underpricing* yang terjadi.
2. Dampak dari ukuran perusahaan terhadap tingkat *underpricing* yang terjadi belum dapat disimpulkan, karena tidak satu pun hasil regresi yang menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan dari ukuran perusahaan terhadap MAIR.
3. *Retained ownership* berdampak positif terhadap tingkat *underpricing* yang terjadi. Semakin banyak proporsi yang tersisa bagi pemegang saham terdahulu setelah diberlangsungkannya IPO, maka semakin besar tingkat *underpricing* yang terjadi.
4. Rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan berdampak negatif terhadap tingkat *underpricing* yang terjadi. *Book value* yang semakin mendekati nilai *market value*, maka tingkat *underpricing* yang terjadi akan semakin kecil.

5. Pengaruh dari reputasi *underwriters* terhadap tingkat *underpricing* yang terjadi tidak dapat disimpulkan dengan jelas. Karena pada tahun 2000 reputasi *underwriters* memiliki dampak positif terhadap tingkat *underpricing* yang terjadi, namun pada tahun 2004 reputasi *underwriters* memiliki dampak negatif terhadap tingkat *underpricing* yang terjadi.

Perlu diperhatikan bahwa dampak dari variabel tersebut terhadap tingkat *underpricing* yang terjadi tidak terbukti secara signifikan apabila menggabungkan sampel perusahaan yang melangsungkan IPO dari tahun 2000 – 2004. Signifikansi variabel-variabel tersebut terjadi pada tahun yang berbeda-beda dan bahkan pada variabel AMU (reputasi *underwriters*) tidak ditemukan adanya kesamaan dampak terhadap MAIR pada tahun yang berbeda.

4.3 Performa Jangka Panjang Return Saham

Berikut ini adalah hasil penelitian yang diperoleh mengenai performa jangka panjang return saham perusahaan selama tiga tahun.

Tabel 4-19. *Average Adjusted Abnormal Returns (AR) dan Cumulative Abnormal Returns (CAR)*

Bulan	AR	CAR
1	0.028555	0.028555
2	0.013349	0.041904
	-	-
3	0.054770	0.012866
	-	-
4	0.048872	0.061738
	-	-
5	0.014416	0.047322
	-	-
6	0.060796	0.108118

			-
12	0.005369	0.200138	-
18	0.013888	0.341673	-
24	0.019949	0.446511	-
30	0.010268	0.580552	-
36	0.026932	0.616137	-

Sumber: hasil pengolahan data oleh penulis dengan menggunakan Microsoft Excel 2007

Berdasarkan tabel di atas terlihat bahwa secara kumulatif, dapat disimpulkan bahwa adanya *negative long term performance*. Dapat dilihat bahwa tidak setiap bulannya terjadi *return* saham yang negatif, yang dapat dilihat dari *average adjusted abnormal return* (AR). Namun secara kumulatif, yang dapat dilihat dari *cumulative abnormal return* (CAR), untuk tahun pertama (bulan ke-12), tahun kedua (bulan ke-24), dan tahun ketiga (bulan ke-36) memperlihatkan adanya *return* yang negatif. Hasil penelitian ini konsensus dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang mengatakan bahwa *underpricing* diikuti dengan *negative long term performance* dari *return* saham.

Cumulative abnormal return mulai bernilai negatif pada bulan kedua setelah diberlangsungkannya IPO, setelah itu, nilai CAR terus bernilai negatif sampai akhir tahun ketiga. Hal ini dikarenakan sejak bulan ketiga *return* mulai bernilai negatif. Walaupun tidak diikuti *return* yang selalu negatif di bulan-bulan berikutnya, namun *return* yang positif tidak dapat meng-*offset return-return* yang negatif sebelumnya sehingga menghasilkan nilai CAR yang negatif.

4.4 Hubungan *Underpricing* dan Performa Jangka Panjang *Return* Saham

Berikut ini adalah hasil penelitian yang diperoleh mengenai hubungan antara tingkat *underpricing* yang terjadi dan performa jangka panjang *return* saham.

Tingkat *underpricing* yang terjadi ditunjukkan oleh *market adjusted initial return* (MAIR) dan performa jangka panjang return saham ditunjukkan oleh *market adjusted compounded return* (MACR) yang diperoleh dengan perhitungan *geometric return*. Hubungan *underpricing* dengan performa jangka panjang *return* saham dipisahkan berdasarkan tahun pertama, kedua, dan ketiga setelah diberlangsungkannya IPO.

Tabel 4-20. Hubungan *Underpricing* dengan *Long Term Performance* Tahun-1

Dependent Variable: MACR1
 Method: Least Squares
 Date: 07/18/08 Time: 08:27
 Sample: 1 77
 Included observations: 77
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.023873	0.022627	-1.055092	0.2948
MAIR	-0.000675	0.000293	-2.305760	0.0239
R-squared	0.097267	Mean dependent var		-0.056721
Adjusted R-squared	0.085230	S.D. dependent var		0.170268
S.E. of regression	0.162850	Akaike info criterion		-0.766341
Sum squared resid	1.989015	Schwarz criterion		-0.705463
Log likelihood	31.50412	F-statistic		8.081010
Durbin-Watson stat	1.866982	Prob(F-statistic)		0.005760

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas terlihat bahwa hasil regresi antara tingkat *underpricing* (MAIR) dengan performa jangka panjang *return* saham tahun pertama (MACR1) menunjukkan probabilita 0.0239 yang signifikan pada level signifikansi 5% sebesar -0.000675. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat *underpricing* berhubungan negatif dengan performa jangka panjang *return* saham tahun pertama. Sehingga dapat dikatakan bahwa semakin besar tingkat *underpricing* yang terjadi maka akan semakin rendah performa jangka panjang *return* sahamnya pada tahun pertama setelah dilakukan IPO. Secara keseluruhan model ini baik karena angka probabilita *F-statistic*

sebesar 0.005760 menunjukkan hasil yang signifikan pada level signifikansi 1%, walaupun *adjusted R-squared* nya hanya bernilai 0.085320.

Tabel 4-21. Hubungan *Underpricing* dengan *Long Term Performance* Tahun-2

Dependent Variable: MACR2
 Method: Least Squares
 Date: 07/18/08 Time: 08:28
 Sample: 1 77
 Included observations: 77
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.018723	0.020084	-0.932230	0.3542
MAIR	-0.000613	0.000176	-3.487656	0.0008
R-squared	0.110856	Mean dependent var	-0.048559	
Adjusted R-squared	0.099000	S.D. dependent var	0.144865	
S.E. of regression	0.137507	Akaike info criterion	-1.104653	
Sum squared resid	1.418113	Schwarz criterion	-1.043775	
Log likelihood	44.52914	F-statistic	9.350767	
Durbin-Watson stat	1.948568	Prob(F-statistic)	0.003089	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas terlihat bahwa hasil regresi antara tingkat *underpricing* (MAIR) dengan performa jangka panjang *return* saham tahun kedua (MACR2) menunjukkan probabilitas 0.0008 yang signifikan pada level signifikansi 1% sebesar -0.000613. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat *underpricing* berhubungan negatif dengan performa jangka panjang *return* saham tahun kedua. Sehingga dapat dikatakan bahwa semakin besar tingkat *underpricing* yang terjadi maka akan semakin rendah performa jangka panjang *return* sahamnya pada tahun kedua setelah dilakukan IPO. Secara keseluruhan model ini baik karena angka probabilitas *F-statistic* sebesar

0.003089 menunjukkan hasil yang signifikan pada level signifikansi 1%, walaupun *adjusted R-squared* nya hanya bernilai 0.099000.

Tabel 4-22. Hubungan *Underpricing* dengan *Long Term Performance* Tahun-3

Dependent Variable: MACR3
 Method: Least Squares
 Date: 07/18/08 Time: 08:28
 Sample: 1 77
 Included observations: 77
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.025062	0.019682	-1.273378	0.2068
MAIR	-0.000454	0.000139	-3.267818	0.0016
R-squared	0.068209	Mean dependent var	-0.047142	
Adjusted R-squared	0.055785	S.D. dependent var	0.136677	
S.E. of regression	0.132810	Akaike info criterion	-1.174164	
Sum squared resid	1.322887	Schwarz criterion	-1.113286	
Log likelihood	47.20530	F-statistic	5.490118	
Durbin-Watson stat	2.213275	Prob(F-statistic)	0.021777	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas terlihat bahwa hasil regresi antara tingkat *underpricing* (MAIR) dengan performa jangka panjang *return* saham tahun ketiga (MACR3) menunjukkan probabilitas 0.0016 yang signifikan pada level signifikansi 1% sebesar -0.000454. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat *underpricing* berhubungan negatif dengan performa jangka panjang *return* saham tahun ketiga. Sehingga dapat dikatakan bahwa semakin besar tingkat *underpricing* yang terjadi maka akan semakin rendah performa jangka panjang *return* sahamnya pada tahun ketiga setelah dilakukan IPO. Secara keseluruhan model ini baik karena angka probabilitas *F-statistic* sebesar 0.021777 menunjukkan hasil yang signifikan pada level signifikansi 5%, walaupun *adjusted R-squared* nya hanya bernilai 0.055785.

Secara keseluruhan, dapat dikatakan bahwa tingkat *underpricing* yang terjadi berhubungan negatif dengan performa jangka panjang *return* saham. Semakin tinggi tingkat *underpricing* yang terjadi, maka akan semakin rendah performa jangka panjang *return* sahamnya.

4.5 Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Performa Jangka Panjang *Return* Saham

Variabel-variabel yang diduga memiliki pengaruh terhadap performa jangka panjang *return* saham sama dengan variabel-variabel yang diduga memiliki pengaruh terhadap *underpricing*. Berikut ini adalah hasil dari regresi yang digunakan untuk meneliti pengaruh dari variabel-variabel tersebut. Untuk memudahkan melihat performa jangka panjang *return* saham, maka hasil dari regresi dipisahkan berdasarkan performa dari tahun pertama, kedua, dan ketiga.

4.5.1 Performa Jangka Panjang *Returns* Saham pada Tahun Pertama

Berikut ini adalah hasil regresi yang dilakukan untuk melihat performa jangka panjang *returns* saham pada tahun pertama setelah IPO (*Market Adjusted Compounded Return-1*).

Tabel 4-23. *Market Adjusted Compounded Return-1* 2000

Dependent Variable: MACR1

Method: Least Squares

Date: 05/21/08 Time: 11:55

Sample: 2001 2013

Included observations: 13

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.458166	0.099712	4.594885	0.0025
LNAGE	0.122909	0.027846	4.413860	0.0031
LNSIZE	0.015496	0.006056	2.558856	0.0376
INSIDERS	-0.371282	0.283348	-1.310341	0.2314
LNBVTOMV	0.243077	0.101650	2.391322	0.0481
AMU	-1.021007	0.019814	-51.53069	0.0000
R-squared	0.977307	Mean dependent var		0.021721
Adjusted R-squared	0.961098	S.D. dependent var		0.317283
S.E. of regression	0.062580	Akaike info criterion		-2.400717
Sum squared resid	0.027413	Schwarz criterion		-2.139972
Log likelihood	21.60466	F-statistic		60.29332
Durbin-Watson stat	1.757901	Prob(F-statistic)		0.000013

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews* 4

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa variabel yang mempengaruhi MACR saham pada tahun pertama yang IPO pada tahun 2001 secara signifikan adalah LnAge sebesar 0.122909 pada level signifikansi 1%, LnSize sebesar 0.015496 pada level signifikansi 5%, LnBVtoMV sebesar 0.243077 pada level signifikansi 5%, dan AMU sebesar -1.021007 pada level signifikansi 1%. Secara keseluruhan, model regresi tersebut sangat baik karena *adjusted R-squared* nya bernilai 0.961098 dan probabilita *F-statistic* yang signifikan pada level signifikansi 1%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dari kelima variabel di atas, yang mempengaruhi MACR saham pada tahun pertama yang IPO pada tahun 2001 secara signifikan adalah usia perusahaan, ukuran perusahaan, rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan, dan reputasi *underwriters*. Usia perusahaan, ukuran perusahaan, dan rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan memiliki dampak positif terhadap MACR, sedangkan reputasi *underwriters* memiliki dampak yang negatif terhadap MACR.

Tabel 4-24. *Market Adjusted Compounded Return-1 2001*

Dependent Variable: MACR1

Method: Least Squares

Date: 05/21/08 Time: 13:08

Sample: 1 25

Included observations: 25

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.667984	0.638592	-2.611973	0.0171
LNAGE	-0.017825	0.035855	-0.497127	0.6248
LNSIZE	0.044198	0.021808	2.026702	0.0570
INSIDERS	0.707973	0.310500	2.280105	0.0343
LNBVTOMV	0.038552	0.047576	0.810316	0.4278
AMU	-0.087672	0.051434	-1.704556	0.1046
<i>R-squared</i>	0.413637	Mean dependent var	-0.098004	
<i>Adjusted R-squared</i>	0.259331	S.D. dependent var	0.155305	
S.E. of regression	0.133658	Akaike info criterion	-0.981495	
Sum <i>squared</i> resid	0.339427	Schwarz criterion	-0.688965	
Log likelihood	18.26869	<i>F-statistic</i>	2.680629	
Durbin-Watson stat	2.275835	Prob(<i>F-statistic</i>)	0.053709	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa variabel yang mempengaruhi MACR saham pada tahun pertama yang IPO pada tahun 2002 secara signifikan adalah LnSize sebesar 0.044198 pada level signifikansi 10% dan INSIDERS sebesar 0.707973 pada level signifikansi 5%. Secara keseluruhan, model regresi tersebut lemah karena *adjusted R-squared* nya bernilai 0.259331, namun probabilita *F-statistic* masih signifikan pada level signifikansi 10%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dari kelima variabel di atas, yang mempengaruhi MACR saham pada tahun pertama yang IPO pada tahun 2002 secara signifikan adalah ukuran perusahaan dan *retained ownership*. Ukuran perusahaan dan *retained ownership* memiliki dampak positif terhadap MACR.

Tabel 4-25. *Market Adjusted Compounded Return-1 2002*

Dependent Variable: MACR1
Method: Least Squares
Date: 05/21/08 Time: 13:15
Sample: 1 21
Included observations: 21
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.154089	0.202565	-0.760691	0.4586
LNAGE	-0.021530	0.025316	-0.850460	0.4084
LNSIZE	0.001389	0.012212	0.113709	0.9110
INSIDERS	0.202159	0.243942	0.828720	0.4203
LNBVTOMV	-0.067838	0.052946	-1.281263	0.2196
AMU	-0.009592	0.071027	-0.135042	0.8944
<i>R-squared</i>	0.227556	Mean dependent var		-0.044541
<i>Adjusted R-squared</i>	-0.029925	S.D. dependent var		0.062025
S.E. of regression	0.062946	Akaike info criterion		-2.458112
Sum <i>squared</i> resid	0.059434	Schwarz criterion		-2.159677
Log likelihood	31.81017	<i>F-statistic</i>		0.883777
Durbin-Watson stat	2.193277	Prob(<i>F-statistic</i>)		0.515657

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa tidak ada satu variabel pun yang mempengaruhi MACR saham pada tahun pertama secara signifikan yang IPO pada tahun 2002. Lemahnya model ini pun terlihat dari *adjusted R-squared* nya yang bernilai -0.029925 dan probabilitas *F-statistic* yang tidak signifikan.

Tabel 4-26. *Market Adjusted Compounded Return-1 2003*

Dependent Variable: MACR1

Method: Least Squares

Date: 05/21/08 Time: 13:21

Sample: 1 6

Included observations: 6

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNAGE	0.037166	0.063101	0.588998	0.6611
LNSIZE	-0.006243	0.011099	-0.562474	0.6738
INSIDERS	-0.351942	0.184295	-1.909667	0.3071
LNBVTOMV	-0.232070	0.108646	-2.136029	0.2787
AMU	0.346487	0.287548	1.204968	0.4410
R-squared	0.743681	Mean dependent var	-0.020890	
Adjusted R-squared	-0.281593	S.D. dependent var	0.028053	
S.E. of regression	0.031758	Akaike info criterion	-4.186440	
Sum squared resid	0.001009	Schwarz criterion	-4.359973	
Log likelihood	17.55932	Durbin-Watson stat	1.767103	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Sama seperti hasil regresi sebelumnya untuk MAIR tahun 2003 yang tidak dapat diregresikan karena terlalu sedikitnya sampel, maka hal ini pun terjadi pada MACR saham IPO 2003 pada tahun pertama. Walaupun konstanta telah dihilangkan pada persamaan regresi tersebut, namun tetap didapat hasil yang tidak signifikan untuk semua variabel. Model yang lemah ini pun terlihat dari *adjusted R-squared* nya yang bernilai -0.281593. Nilai probabilitas *F-statistic* tidak muncul di dalam tabel tersebut, karena nilai konstanta telah dihilangkan pada saat melakukan regresi, sehingga gambaran keseluruhan model tidak dapat ditampilkan oleh probabilitas *F-statistic*.

Tabel 4-27. *Market Adjusted Compounded Return-1 2004*

Dependent Variable: MACR1

Method: Least Squares

Date: 05/21/08 Time: 13:25

Sample: 1 12

Included observations: 12

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.591272	0.406031	-1.456225	0.1956
LNAGE	0.111787	0.052541	2.127611	0.0775
LNSIZE	-0.000702	0.021922	-0.032013	0.9755
INSIDERS	0.199117	0.369266	0.539223	0.6091
LNBVTOMV	0.400913	0.188336	2.128711	0.0773
AMU	0.004398	0.079154	0.055567	0.9575
R-squared	0.497097	Mean dependent var	-0.094921	
Adjusted R-squared	0.078012	S.D. dependent var	0.129556	
S.E. of regression	0.124400	Akaike info criterion	-1.023778	
Sum squared resid	0.092852	Schwarz criterion	-0.781325	
Log likelihood	12.14267	F-statistic	1.186147	
Durbin-Watson stat	2.217778	Prob(F-statistic)	0.413961	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa variabel yang mempengaruhi MACR saham pada tahun pertama yang IPO pada tahun 2004 secara signifikan adalah LnAge sebesar 0.111787 pada level signifikansi 10% dan LnBVtoMV sebesar 0.400913 pada level signifikansi 10%. Secara keseluruhan, model regresi tersebut lemah karena *adjusted R-squared* nya bernilai 0.078012 dan probabilita *F-statistic* yang tidak signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dari kelima variabel di atas, yang mempengaruhi MACR saham pada tahun pertama yang IPO pada tahun 2002 secara signifikan adalah usia perusahaan dan rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan. Usia perusahaan dan rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan memiliki dampak positif terhadap MACR.

Tabel 4-28. *Market Adjusted Compounded Return-1* 2000 - 2004

Dependent Variable: MACR1

Method: Least Squares

Date: 05/21/08 Time: 13:31

Sample: 1 77

Included observations: 77

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.723414	0.217479	-3.326358	0.0014
LNAGE	0.035265	0.017703	1.992090	0.0502
LNSIZE	0.013402	0.007042	1.903051	0.0611
INSIDERS	0.246025	0.124770	1.971824	0.0525
LNBVTOMV	0.060769	0.039185	1.550819	0.1254
AMU	0.038341	0.054592	0.702312	0.4848
R-squared	0.108344	Mean dependent var	-0.056721	
Adjusted R-squared	0.045551	S.D. dependent var	0.170268	
S.E. of regression	0.166345	Akaike info criterion	-0.674791	
Sum squared resid	1.964608	Schwarz criterion	-0.492157	
Log likelihood	31.97947	F-statistic	1.725423	
Durbin-Watson stat	1.868051	Prob(F-statistic)	0.139914	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa variabel yang mempengaruhi MACR saham pada tahun pertama yang IPO pada tahun 2000 - 2004 secara signifikan adalah LnAge sebesar 0.035265 pada level signifikansi 10%, LnSize sebesar 0.013402 pada level signifikansi 10%, dan INSIDERS sebesar 0.246025 pada level signifikansi 10%. Secara keseluruhan, model regresi tersebut lemah karena *adjusted R-squared* nya bernilai 0.045551 dan probabilita *F-statistic* yang tidak signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dari kelima variabel di atas, yang mempengaruhi MACR saham pada tahun pertama yang IPO pada tahun 2000 - 2004 secara signifikan adalah usia perusahaan, ukuran perusahaan dan *retained ownership*. Usia perusahaan, ukuran perusahaan dan *retained ownership* memiliki dampak positif terhadap MACR.

4.5.2 Performa Jangka Panjang *Returns* Saham pada Tahun Pertama

Berikut ini adalah hasil regresi yang dilakukan untuk melihat performa jangka panjang *returns* saham pada tahun kedua setelah IPO (*Market Adjusted Compounded Return-2*).

Tabel 4-29. *Market Adjusted Compounded Return-2* 2000

Dependent Variable: MACR2
 Method: Least Squares
 Date: 05/22/08 Time: 07:39
 Sample: 1 13
 Included observations: 13
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.617528	0.117099	5.273577	0.0012
LNAGE	0.075251	0.014060	5.352101	0.0011
LNSIZE	0.012490	0.004971	2.512565	0.0402
INSIDERS	-0.261022	0.118530	-2.202172	0.0635
LNBTOMV	0.132137	0.043607	3.030180	0.0191
AMU	-1.022987	0.011920	-85.81824	0.0000
R-squared	0.993887	Mean dependent var		0.033864
Adjusted R-squared	0.989521	S.D. dependent var		0.301308
S.E. of regression	0.030844	Akaike info criterion		-3.815701
Sum squared resid	0.006660	Schwarz criterion		-3.554955
Log likelihood	30.80206	F-statistic		227.6269
Durbin-Watson stat	1.393933	Prob(F-statistic)		0.000000

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa variabel yang mempengaruhi MACR saham pada tahun kedua yang IPO pada tahun 2000 secara signifikan adalah LnAge sebesar 0.075251 pada level signifikansi 1%, LnSize sebesar 0.012490 pada level signifikansi 5%, INSIDERS sebesar -0.261022 pada level signifikansi 10%, LnBVtoMV sebesar 0.132137 pada level signifikansi 5%, dan AMU sebesar -1.022987 pada level signifikansi 5%. Secara keseluruhan, model regresi tersebut sangat baik karena *adjusted R-squared* nya bernilai 0.989521 dan probabilita *F-statistic* yang signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dari

kelima variabel di atas, yang mempengaruhi MACR saham pada tahun kedua yang IPO pada tahun 2000 secara signifikan adalah usia perusahaan, ukuran perusahaan, *retained ownership*, rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan, dan reputasi *underwriters*. Usia perusahaan, ukuran perusahaan dan *retained ownership* memiliki dampak positif terhadap MACR, sedangkan rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan dan reputasi *underwriters* memiliki dampak yang negatif terhadap MACR.

Tabel 4-30. *Market Adjusted Compounded Return-2 2001*

Dependent Variable: MACR2

Method: Least Squares

Date: 05/21/08 Time: 13:11

Sample: 1 25

Included observations: 25

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.938453	0.432032	-2.172183	0.0427
LNAGE	-0.026241	0.023486	-1.117330	0.2778
LNSIZE	0.030545	0.014412	2.119372	0.0475
INSIDERS	0.276046	0.209669	1.316583	0.2036
LNBVTOMV	0.035394	0.033926	1.043284	0.3099
AMU	-0.096658	0.037040	-2.609544	0.0172
R-squared	0.339365	Mean dependent var	-0.083280	
Adjusted R-squared	0.165514	S.D. dependent var	0.098929	
S.E. of regression	0.090372	Akaike info criterion	-1.764205	
Sum squared resid	0.155174	Schwarz criterion	-1.471675	
Log likelihood	28.05257	F-statistic	1.952042	
Durbin-Watson stat	2.284343	Prob(F-statistic)	0.132677	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa variabel yang mempengaruhi MACR saham pada tahun kedua yang IPO pada tahun 2001 secara signifikan adalah LnSize sebesar 0.030545 pada level signifikansi 5% dan AMU sebesar -0.096658 pada level signifikansi 5%. Secara keseluruhan, model regresi tersebut sangat lemah karena *adjusted R-squared* nya bernilai 0.165514 dan probabilita F-

statistic yang tidak signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dari kelima variabel di atas, yang mempengaruhi MACR saham pada tahun kedua yang IPO pada tahun 2000 secara signifikan adalah ukuran perusahaan dan reputasi *underwriters*. Usia perusahaan memiliki dampak positif terhadap MACR, sedangkan reputasi *underwriters* memiliki dampak yang negatif terhadap MACR.

Tabel 4-31. *Market Adjusted Compounded Return-2 2002*

Dependent Variable: MACR2

Method: Least Squares

Date: 05/21/08 Time: 13:17

Sample: 1 21

Included observations: 21

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.300306	0.194307	-1.545517	0.1431
LNAGE	-0.015357	0.020803	-0.738238	0.4718
LNSIZE	0.006399	0.010757	0.594854	0.5608
INSIDERS	0.167539	0.222134	0.754226	0.4624
LNBVTOMV	-0.003799	0.055567	-0.068365	0.9464
AMU	-0.012376	0.065264	-0.189632	0.8521
R-squared	0.178331	Mean dependent var	-0.060503	
Adjusted R-squared	-0.095559	S.D. dependent var	0.060330	
S.E. of regression	0.063147	Akaike info criterion	-2.451745	
Sum squared resid	0.059813	Schwarz criterion	-2.153310	
Log likelihood	31.74332	F-statistic	0.651103	
Durbin-Watson stat	2.581511	Prob(F-statistic)	0.665246	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa tidak ada variabel yang mempengaruhi MACR saham pada tahun kedua yang IPO pada tahun 2001 secara signifikan. Secara keseluruhan, model regresi tersebut sangat lemah karena *adjusted R-squared* nya bernilai -0.095559 dan probabilitas *F-statistic* yang tidak signifikan.

Tabel 4-32. *Market Adjusted Compounded Return-2 2003*

Dependent Variable: MACR2

Method: Least Squares

Date: 05/21/08 Time: 13:22

Sample: 1 6

Included observations: 6

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNAGE	0.014188	0.072567	0.195521	0.8771
LNSIZE	0.000487	0.012764	0.038123	0.9757
INSIDERS	0.025835	0.211942	0.121897	0.9228
LNBVTOMV	0.037390	0.124944	0.299251	0.8149
AMU	-0.083879	0.330685	-0.253653	0.8419
R-squared	0.433073	Mean dependent var	-0.001903	
Adjusted R-squared	-1.834637	S.D. dependent var	0.021692	
S.E. of regression	0.036522	Akaike info criterion	-3.906891	
Sum squared resid	0.001334	Schwarz criterion	-4.080425	
Log likelihood	16.72067	Durbin-Watson stat	1.767103	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Sama seperti hasil regresi sebelumnya untuk MACR tahun pertama saham yang IPO tahun 2003 yang tidak dapat diregresikan karena terlalu sedikitnya sampel, maka hal ini pun terjadi pada MACR saham IPO 2003 pada tahun kedua. Walaupun konstanta dihilangkan pada persamaan regresi tersebut, namun tetap didapat hasil yang tidak signifikan untuk kesemua variabel. Model yang lemah ini pun terlihat dari *adjusted R-squared* nya yang bernilai -1.834637. Nilai probabilita *F-statistic* tidak muncul di dalam tabel tersebut, karena nilai konstanta telah dihilangkan pada saat melakukan regresi, sehingga gambaran keseluruhan model tidak dapat ditampilkan oleh probabilita *F-statistic*.

Tabel 4-33. *Market Adjusted Compounded Return-2 2004*

Dependent Variable: MACR2

Method: Least Squares

Date: 05/21/08 Time: 13:27

Sample: 1 12

Included observations: 12

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.437927	0.244840	-1.788626	0.1239
LNAGE	0.054627	0.030599	1.785223	0.1245
LNSIZE	0.003465	0.013288	0.260768	0.8030
INSIDERS	0.139880	0.186381	0.750504	0.4813
LNBVTOMV	0.176264	0.095145	1.852589	0.1134
AMU	0.005511	0.040554	0.135899	0.8963
R-squared	0.526583	Mean dependent var	-0.067939	
Adjusted R-squared	0.132068	S.D. dependent var	0.071623	
S.E. of regression	0.066726	Akaike info criterion	-2.269583	
Sum squared resid	0.026714	Schwarz criterion	-2.027130	
Log likelihood	19.61750	F-statistic	1.334762	
Durbin-Watson stat	2.437567	Prob(F-statistic)	0.363329	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa tidak ada variabel yang mempengaruhi MACR saham pada tahun kedua yang IPO pada tahun 2004 secara signifikan. Secara keseluruhan, model regresi tersebut sangat lemah karena *adjusted R-squared* nya bernilai 0.132068 dan probabilitas *F-statistic* yang tidak signifikan.

Tidak signifikannya variabel-variabel yang telah diregresikan tersebut bukan dikarenakan oleh kesalahan dalam pengolahan data, namun bisa saja disebabkan oleh sedikitnya data. Namun, regresi yang dilakukan secara terpisah setiap tahunnya juga diperlukan untuk melihat pengaruh dari variabel-variabel tersebut apabila hasil dari penggabungan sampel menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan dari variabel bebas terhadap variabel terikat.

Tabel 4-34. *Market Adjusted Compounded Return-2 2000 - 2004*

Dependent Variable: MACR2

Method: Least Squares

Date: 05/21/08 Time: 13:33

Sample: 1 77

Included observations: 77

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.529744	0.165298	-3.204780	0.0020
LNAGE	0.022298	0.012280	1.815825	0.0736
LNSIZE	0.012271	0.005782	2.122282	0.0373
INSIDERS	0.098782	0.084612	1.167465	0.2469
LNBVTOMV	0.054332	0.029099	1.867141	0.0660
AMU	0.025532	0.031110	0.820687	0.4146
R-squared	0.078608	Mean dependent var	-0.048559	
Adjusted R-squared	0.013721	S.D. dependent var	0.144865	
S.E. of regression	0.143867	Akaike info criterion	-0.965131	
Sum squared resid	1.469546	Schwarz criterion	-0.782497	
Log likelihood	43.15754	F-statistic	1.211466	
Durbin-Watson stat	1.902997	Prob(F-statistic)	0.312720	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa variabel yang mempengaruhi MACR saham pada tahun kedua yang IPO pada tahun 2000 - 2004 secara signifikan adalah LnAge sebesar 0.022298 pada level signifikansi 10%, LnSize sebesar 0.012271 pada level signifikansi 5% dan LnBVtoMV sebesar 0.054332 pada level signifikansi 10%. Secara keseluruhan, model regresi tersebut sangat lemah karena *adjusted R-squared* nya bernilai 0.013721 dan probabilita *F-statistic* yang tidak signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dari kelima variabel di atas, yang mempengaruhi MACR saham pada tahun kedua yang IPO pada tahun 2000 secara signifikan adalah usia perusahaan, ukuran perusahaan dan rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan. Usia perusahaan, ukuran perusahaan dan rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan memiliki dampak positif terhadap MACR.

4.5.3 Performa Jangka Panjang *Returns* Saham pada Tahun Ketiga

Berikut ini adalah hasil regresi yang dilakukan untuk melihat performa jangka panjang *returns* saham pada tahun ketiga setelah IPO (*Market Adjusted Compounded Return-3*).

Tabel 4-35. *Market Adjusted Compounded Return-3* 2000

Dependent Variable: MACR3
 Method: Least Squares
 Date: 05/22/08 Time: 07:41
 Sample: 1 13
 Included observations: 13
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.515952	0.120933	4.266415	0.0037
LNAGE	0.088759	0.023017	3.856278	0.0062
LNSIZE	0.012225	0.004701	2.600532	0.0354
INSIDERS	-0.207625	0.132587	-1.565954	0.1613
LNBVTOMV	0.200433	0.077945	2.571463	0.0369
AMU	-1.007790	0.008808	-114.4231	0.0000
R-squared	0.987854	Mean dependent var		0.022906
Adjusted R-squared	0.979179	S.D. dependent var		0.304290
S.E. of regression	0.043908	Akaike info criterion		-3.109405
Sum squared resid	0.013495	Schwarz criterion		-2.848659
Log likelihood	26.21113	F-statistic		113.8660
Durbin-Watson stat	2.101718	Prob(F-statistic)		0.000002

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa variabel yang mempengaruhi MACR saham pada tahun ketiga yang IPO pada tahun 2000 secara signifikan adalah LnAge sebesar 0.088759 pada level signifikansi 1%, LnSize sebesar 0.012225 pada level signifikansi 1%, LnBVtoMV sebesar 0.200433 pada level signifikansi 5%, dan AMU sebesar -1.007790 pada level signifikansi 1%. Secara keseluruhan, model regresi tersebut sangat baik karena *adjusted R-squared* nya bernilai 0.979179 dan probabilita *F-statistic* signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dari kelima variabel di atas, yang mempengaruhi MACR

saham pada tahun ketiga yang IPO pada tahun 2000 secara signifikan adalah usia perusahaan, ukuran perusahaan, rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan, dan reputasi *underwriters*. Usia perusahaan, ukuran perusahaan dan rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan memiliki dampak positif terhadap MACR, sedangkan reputasi *underwriters* memiliki dampak negatif terhadap MACR.

Tabel 4-36. *Market Adjusted Compounded Return-3 2001*

Dependent Variable: MACR3
 Method: Least Squares
 Date: 05/21/08 Time: 13:12
 Sample: 1 25
 Included observations: 25

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.680145	0.335612	-2.026584	0.0570
LNAGE	-0.020994	0.015310	-1.371207	0.1863
LNSIZE	0.022494	0.011204	2.007682	0.0591
INSIDERS	0.184163	0.150494	1.223726	0.2360
LNBVTOMV	0.035668	0.027370	1.303170	0.2081
AMU	-0.082965	0.025929	-3.199675	0.0047
R-squared	0.362336	Mean dependent var	-0.078176	
Adjusted R-squared	0.194529	S.D. dependent var	0.072651	
S.E. of regression	0.065203	Akaike info criterion	-2.417059	
Sum squared resid	0.080777	Schwarz criterion	-2.124529	
Log likelihood	36.21324	F-statistic	2.159249	
Durbin-Watson stat	2.324809	Prob(F-statistic)	0.102119	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa variabel yang mempengaruhi MACR saham pada tahun ketiga yang IPO pada tahun 2001 secara signifikan adalah LnSize sebesar 0.022494 pada level signifikansi 10% dan AMU sebesar -0.082965 pada level signifikansi 1%. Secara keseluruhan, model regresi tersebut lemah karena *adjusted R-squared* nya bernilai 0.194529 dan probabilita *F-statistic* yang tidak signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dari kelima

variabel di atas, yang mempengaruhi MACR saham pada tahun ketiga yang IPO pada tahun 2000 secara signifikan adalah ukuran perusahaan dan reputasi *underwriters*. Ukuran perusahaan dampak positif terhadap MACR, sedangkan reputasi *underwriters* memiliki dampak yang negatif terhadap MACR.

Tabel 4-37. *Market Adjusted Compounded Return-3 2002*

Dependent Variable: MACR3
Method: Least Squares
Date: 05/21/08 Time: 13:19
Sample: 1 21
Included observations: 21
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.439365	0.182266	-2.410573	0.0292
LNAGE	-0.005624	0.016411	-0.342691	0.7366
LNSIZE	0.006693	0.007859	0.851654	0.4078
INSIDERS	0.269534	0.242880	1.109742	0.2846
LNBTOMV	-0.024419	0.042650	-0.572539	0.5754
AMU	0.024423	0.062426	0.391227	0.7011
R-squared	0.326366	Mean dependent var	-0.056732	
Adjusted R-squared	0.101822	S.D. dependent var	0.053667	
S.E. of regression	0.050861	Akaike info criterion	-2.884480	
Sum squared resid	0.038803	Schwarz criterion	-2.586045	
Log likelihood	36.28704	F-statistic	1.453459	
Durbin-Watson stat	2.709864	Prob(F-statistic)	0.262427	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa tidak ada variabel yang mempengaruhi MACR saham pada tahun ketiga yang IPO pada tahun 2002 secara signifikan. Secara keseluruhan, model regresi tersebut lemah karena *adjusted R-squared* nya bernilai 0.101822 dan probabilitas *F-statistic* yang tidak signifikan.

Tabel 4-38. *Market Adjusted Compounded Return-3 2003*

Dependent Variable: MACR3

Method: Least Squares

Date: 05/21/08 Time: 13:23

Sample: 1 6

Included observations: 6

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNAGE	0.064736	0.086717	0.746519	0.5918
LNSIZE	-0.008714	0.015253	-0.571319	0.6696
INSIDERS	-0.234348	0.253269	-0.925292	0.5247
LNBVTOMV	-0.101806	0.149307	-0.681858	0.6190
AMU	0.224305	0.395166	0.567623	0.6713
R-squared	0.469437	Mean dependent var	-0.012407	
Adjusted R-squared	-1.652816	S.D. dependent var	0.026796	
S.E. of regression	0.043644	Akaike info criterion	-3.550611	
Sum squared resid	0.001905	Schwarz criterion	-3.724145	
Log likelihood	15.65183	Durbin-Watson stat	1.767103	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Sama seperti hasil regresi sebelumnya untuk MACR tahun kedua saham yang IPO tahun 2003 yang tidak dapat diregresikan karena terlalu sedikitnya sampel, maka hal ini pun terjadi pada MACR saham IPO 2003 pada tahun ketiga. Walaupun konstanta sudah dihilangkan pada persamaan regresi tersebut, namun tetap didapat hasil yang tidak signifikan untuk semua variabel. Model yang lemah inipun terlihat dari *adjusted R-squared* nya yang bernilai -1.652816. Nilai probabilita *F-statistic* tidak muncul di dalam tabel tersebut, karena nilai konstanta telah dihilangkan pada saat melakukan regresi, sehingga gambaran keseluruhan model tidak dapat ditampilkan oleh probabilita *F-statistic*.

Tabel 4-39. *Market Adjusted Compounded Return-3 2004*

Dependent Variable: MACR3

Method: Least Squares

Date: 05/21/08 Time: 13:28

Sample: 1 12

Included observations: 12

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.176539	0.148291	-1.190488	0.2788
LNAGE	0.036198	0.018886	1.916699	0.1037
LNSIZE	-0.002266	0.008248	-0.274735	0.7927
INSIDERS	0.062704	0.130938	0.478887	0.6490
LNBVTOMV	0.159061	0.070384	2.259898	0.0646
AMU	0.008285	0.027849	0.297485	0.7761
R-squared	0.475963	Mean dependent var	-0.058962	
Adjusted R-squared	0.039265	S.D. dependent var	0.044753	
S.E. of regression	0.043866	Akaike info criterion	-3.108501	
Sum squared resid	0.011545	Schwarz criterion	-2.866048	
Log likelihood	24.65101	F-statistic	1.089913	
Durbin-Watson stat	2.218980	Prob(F-statistic)	0.451181	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa variabel yang mempengaruhi MACR saham pada tahun ketiga yang IPO pada tahun 2001 secara signifikan hanyalah LnBVtoMV sebesar 0.159061 pada level signifikansi 10%. Secara keseluruhan, model regresi tersebut lemah karena *adjusted R-squared* nya bernilai 0.0392659 dan probabilitas *F-statistic* yang tidak signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dari kelima variabel di atas, yang mempengaruhi MACR saham pada tahun ketiga yang IPO pada tahun 2004 secara signifikan adalah rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan. Rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan dampak positif terhadap MACR.

Tabel 4-40. *Market Adjusted Compounded Return-3 2000 – 2004*

Dependent Variable: MACR3

Method: Least Squares

Date: 05/21/08 Time: 13:35

Sample: 1 77

Included observations: 77

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.462950	0.148806	-3.111101	0.0027
LNAGE	0.022058	0.010034	2.198396	0.0312
LNSIZE	0.010312	0.005310	1.942058	0.0561
INSIDERS	0.095416	0.071351	1.337279	0.1854
LNBVTOMV	0.055547	0.026737	2.077525	0.0414
AMU	0.012587	0.023667	0.531850	0.5965
R-squared	0.072377	Mean dependent var	-0.047142	
Adjusted R-squared	0.007051	S.D. dependent var	0.136677	
S.E. of regression	0.136194	Akaike info criterion	-1.074751	
Sum squared resid	1.316969	Schwarz criterion	-0.892117	
Log likelihood	47.37791	F-statistic	1.107942	
Durbin-Watson stat	2.185158	Prob(F-statistic)	0.363982	

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas, terlihat bahwa variabel yang mempengaruhi MACR saham pada tahun ketiga yang IPO pada tahun 2000 - 2004 secara signifikan hanyalah LnAge sebesar 0.022058 pada level signifikansi 5%, LnSize sebesar 0.010312 pada level signifikansi 10%, dan LnBVtoMV sebesar 0.055547 pada level signifikansi 5%. Secara keseluruhan, model regresi tersebut sangat lemah karena *adjusted R-squared* nya bernilai 0.007051 dan probabilita *F-statistic* yang tidak signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dari kelima variabel di atas, yang mempengaruhi MACR saham pada tahun ketiga yang IPO pada tahun 2004 secara signifikan adalah usia perusahaan, ukuran perusahaan, dan rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan. Usia perusahaan, ukuran perusahaan, dan rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan dampak positif terhadap MACR.

Tabel 4-41. *Summary* Hubungan Antara Variabel dengan *Market Adjusted*

Compounded Return Tahun Pertama

Variabel Market Adjusted Compounded Return-1						2000 -
	2000	2001	2002	2003	2004	2004
LnAge	* +	**	**	?	* +	* +
LnSize	* +	* +	**	?	**	* +
INSIDERS	**	* +	**	?	**	* +
LnBVtoMV	* +	**	**	?	* +	**
AMU	* -	**	**	?	**	**

Keterangan
 * + = Signifikan & hubungan positif
 * - = Signifikan & hubungan negatif
 ** = Tidak signifikan
 ? = Kurang untuk diregresi
 (sampel: 6)
 Hasil signifikan pada level 10%

Tabel 4-42. *Summary* Hubungan Antara Variabel dengan *Market Adjusted*

Compounded Return Tahun Kedua

Variabel Market Adjusted Compounded Return-2						2000 -
	2000	2001	2002	2003	2004	2004
LnAge	* +	**	**	?	**	* +
LnSize	* +	* +	**	?	**	* +
INSIDERS	* -	**	**	?	**	**
LnBVtoMV	* +	**	**	?	**	* +
AMU	* -	* -	**	?	**	**

Keterangan
 * + = Signifikan & hubungan positif
 * - = Signifikan & hubungan negatif
 ** = Tidak signifikan
 ? = Kurang untuk diregresi
 (sampel: 6)
 Hasil signifikan pada level 10%

Tabel 4-43. *Summary* Hubungan Antara Variabel dengan *Market Adjusted Compounded Return* Tahun Ketiga

Variabel Market Adjusted Compounded Return-3						
	2000	2001	2002	2003	2004	2000 - 2004
LnAge	* +	**	**	?	**	* +
LnSize	* +	* +	**	?	**	* +
INSIDERS	**	**	**	?	**	**
LnBVtoMV	* +	**	**	?	* +	* +
AMU	* -	* -	**	?	**	**

Keterangan
 * + = Signifikan & hubungan positif
 * - = Signifikan & hubungan negatif
 ** = Tidak signifikan
 ? = Sampel kurang untuk diregresi

Tabel di atas merupakan rangkuman dari hasil regresi untuk performa jangka panjang saham dengan mengelompokkan berdasarkan tahun IPO. Berdasarkan tabel di atas terlihat bahwa untuk setiap tahun IPO yang berbeda, maka variabel yang mempengaruhi performa jangka panjangnya akan berbeda juga. Namun terlihat bahwa hampir semua variabel yang mempengaruhi performa jangka panjang *return* di tahun pertama, maka akan mempengaruhi performa jangla panjang *return* saham di tahun-tahun berikutnya.

Secara keseluruhan, seperti yang tercermin dari hasil regresi saham yang IPO dari tahun 2000 – 2004, variabel yang mempengaruhi performa jangka panjang *return* saham adalah usia perusahaan, ukuran perusahaan, dan rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan. Dengan demikian, hipotesis 4 dapat diterima.

Pengaruh dari variabel-variabel tersebut terhadap performa jangka panjang *return* saham adalah sebagai berikut:

1. Usia perusahaan berdampak positif terhadap performa jangka panjang return saham. Maka semakin lama usia operasi perusahaan, maka return yang dihasilkan akan semakin besar.
2. Ukuran perusahaan berdampak positif terhadap performa jangka panjang return saham. Maka semakin besar aset perusahaan, maka return yang dihasilkan akan semakin besar.
3. *Retained ownership* berdampak negatif terhadap performa jangka panjang return saham. Maka semakin banyak porsi yang tersisa bagi pemegang saham terdahulu di perusahaan, maka return yang dihasilkan akan semakin kecil. Hal ini kontras dengan pengaruh *retained ownership* yang positif terhadap tingkat *underpricing* yang terjadi.
4. Rasio *book value* terhadap *market value* perusahaan berdampak positif terhadap performa jangka panjang return saham. Maka *book value* yang semakin mendekati *market value* perusahaan, maka return yang dihasilkan akan semakin besar.
5. Reputasi *underwriters* berdampak negatif terhadap performa jangka panjang return saham. Maka semakin baik reputasi *underwriters* yang dipilih oleh perusahaan saat berlangsungnya IPO, maka *return* yang dihasilkan akan semakin kecil. Berbeda dengan pengaruh reputasi *underwriters* yang tidak dapat disimpulkan terhadap tingkat *underpricing* yang terjadi, pengaruh reputasi *underwriters* terhadap performa jangka panjang *return* saham konsisten setiap tahunnya, yaitu berdampak negatif.

Namun perlu diperhatikan bahwa pengaruh *retained ownership* dan reputasi *underwriters* tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan pada penggabungan sampel tahun 2000 – 2004. Pengaruh *retained ownership* hanya terlihat pada

tahun pertama setelah IPO, sedangkan pengaruh reputasi *underwriters* hanya terlihat apabila sampel dipisahkan berdasarkan tahunnya, yaitu pada tahun 2000 dan 2001.

Keseluruh hasil regresi di atas sudah di uji dari heteroskedastis dan multikolinearitas, sehingga hasilnya dapat diandalkan. Pembuktian pengecekan terhadap pelanggaran asumsi telah dilampirkan pada lampiran.

4.6 Pengujian Pelanggaran Asumsi

Berikut ini adalah pengujian untuk membuktikan bahwa hasil regresi tersebut sudah terbebas dari pelanggaran asumsi yang dapat mengakibatkan hasil regresi menjadi tidak akurat.

Tabel 4-44. Pengujian *Multicolinearity* Variabel Bebas

	AMU	INSIDERS	LNAGE	LNBVTOMV	LNSIZE
AMU	1	0.061231	0.200057	-0.094817	-0.030589
INSIDERS	0.061231	1	0.042691	-0.004922	0.033186
LNAGE	0.200057	-0.04269	1	-0.051832	0.204966
LNBVTOMV	-0.09482	-0.00492	0.051832	1	0.335149
LNSIZE	-0.03059	0.033186	0.204966	0.335149	1

Sumber: hasil pengolahan data *cross section* oleh penulis dengan menggunakan *eviews 4*

Berdasarkan tabel di atas dapat dilihat bahwa tidak ada multikolinearitas di antara variabel bebas. Karena tidak ada angka dari korelasi antar variabel yang lebih besar dari 0.9. Hasil regresi juga terbebas dari heteroskedastis. Hal tersebut ditunjukkan oleh nilai probabilita *F-statistic* yang tidak signifikan. Namun tabel hasil pengujian terhadap heteroskedastis tidak ditampilkan dalam bab ini, melainkan pada lampiran.