

## **BAB III**

### **GAMBARAN UMUM OBJEK PENELITIAN**

#### **3.1 Gambaran Umum Bursa Efek Jakarta (BEJ)**

##### **3.1.1 Sejarah Bursa Efek Jakarta<sup>86</sup>**

Bursa Efek Jakarta adalah salah satu bursa saham yang dapat memberikan peluang investasi dan sumber pembiayaan dalam upaya mendukung pembangunan Ekonomi Nasional. Bursa Efek Jakarta berperan juga dalam upaya mengembangkan pemodal lokal yang besar dan solid untuk menciptakan Pasar Modal Indonesia yang stabil.

Secara historis, pasar modal telah hadir jauh sebelum Indonesia merdeka. Pasar modal atau bursa efek telah hadir sejak jaman kolonial Belanda dan tepatnya pada tahun 1912 di Batavia. Pasar modal ketika itu didirikan oleh pemerintah Hindia Belanda untuk kepentingan pemerintah kolonial atau VOC. Meskipun pasar modal telah ada sejak tahun 1912, perkembangan dan pertumbuhan pasar modal tidak berjalan seperti yang diharapkan, bahkan pada beberapa periode kegiatan pasar modal mengalami kevakuman. Hal tersebut disebabkan oleh beberapa faktor seperti perang dunia ke I dan II, perpindahan kekuasaan dari pemerintah kolonial kepada pemerintah Republik Indonesia, dan berbagai kondisi yang menyebabkan operasi bursa efek tidak dapat berjalan sebagaimana mestinya.

Pada tanggal 13 Juli 1992, Bursa Saham diswastanisasi menjadi PT Bursa Efek Jakarta (BEJ). Swastanisasi Bursa Saham menjadi PT BEJ ini

---

<sup>86</sup> [www.bei.co.id](http://www.bei.co.id)

mengakibatkan beralihnya fungsi Bapepam menjadi Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM).

Tahun 1995 adalah tahun BEJ memasuki babak baru. Pada 22 Mei 1995, BEJ meluncurkan Jakarta Automated Trading System (JATS), sebuah sistem perdagangan otomatis yang menggantikan sistem perdagangan manual. Sistem baru ini dapat memfasilitasi perdagangan saham dengan frekuensi yang lebih besar dan lebih menjamin kegiatan pasar yang fair dan transparan dibanding sistem perdagangan manual.

Mulai tahun 2002, BEJ mulai menerapkan sistem perdagangan jarak jauh atau lebih dikenal dengan istilah remote trading. Remote Trading dapat diartikan sebagai sistem Perdagangan Jarak Jauh, dimana setiap order transaksi di kantor broker (perusahaan Efek) langsung di kirim ke sistem perdagangan Bursa Efek, tanpa perlu memasukkan order dari Lantai Bursa (trading floor). Dengan demikian, order dapat dilakukan di kantor broker dimana saja sepanjang terhubung dengan sistem perdagangan Bursa.

Tahun 2007 merupakan tahun dimana BEJ dan BES melakukan merger/ Penggabungan. Setelah penggabungan tersebut nama BEJ pun berganti menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI).

### 3.1.2 Pencatatan Di BEI<sup>87</sup>

Saham yang dicatatkan di BEI dibagi atas dua papan pencatatan yaitu Papan Utama dan Papan Pengembangan dimana penempatan dari emiten dan calon emiten yang disetujui pencatatannya di dasarkan pada pemenuhan persyaratan pencatatan awal pada masing-masing papan pencatatan. Papan Utama ditujukan untuk calon emiten atau emiten yang mempunyai ukuran (size) besar dan mempunyai track record yang baik. Sementara Papan Pengembangan dimaksudkan untuk perusahaan-perusahaan yang belum dapat memenuhi persyaratan pencatatan di Papan Utama, termasuk perusahaan yang prospektif namun belum menghasilkan keuntungan, dan merupakan sarana bagi perusahaan yang sedang dalam penyehatan sehingga diharapkan pemulihan ekonomi nasional dapat terlaksana lebih cepat. Calon emiten bisa mencatatkan sahamnya di Bursa, apabila telah memenuhi syarat berikut:

1. Pernyataan Pendaftaran Emisi telah dinyatakan Efektif oleh Bapepam.
2. Calon emiten tidak sedang dalam sengketa hukum yang diperkirakan dapat mempengaruhi kelangsungan perusahaan.
3. Bidang usaha baik langsung atau tidak langsung tidak dilarang oleh Undang-Undang yang berlaku di Indonesia.
4. Khusus calon emiten pabrikan, tidak dalam masalah pencemaran lingkungan (hal tersebut dibuktikan dengan sertifikat AMDAL) dan calon emiten industri kehutanan harus memiliki sertifikat ecolabelling (ramah lingkungan).

---

<sup>87</sup> *ibid*

5. Khusus calon emiten bidang pertambangan harus memiliki ijin pengelolaan yang masih berlaku minimal 15 tahun; memiliki minimal 1 Kontrak Karya atau Kuasa Penambangan atau Surat Ijin Penambangan Daerah; minimal salah satu Anggota Direksinya memiliki kemampuan teknis dan pengalaman di bidang pertambangan; calon emiten sudah memiliki cadangan terbukti (proven deposit) atau yang setara.
6. Khusus calon emiten yang bidang usahanya memerlukan ijin pengelolaan (seperti jalan tol, penguasaan hutan) harus memiliki ijin tersebut minimal 15 tahun.
7. Calon emiten yang merupakan anak perusahaan dan/atau induk perusahaan dari emiten yang sudah tercatat (listing) di BEJ dimana calon emiten memberikan kontribusi pendapatan kepada emiten yang listing tersebut lebih dari 50% dari pendapatan konsolidasi, tidak diperkenankan tercatat di Bursa.
8. Persyaratan pencatatan awal yang berkaitan dengan hal finansial didasarkan pada laporan keuangan Auditan terakhir sebelum mengajukan permohonan pencatatan.

### **3.1.3 Mekanisme Penawaran Umum Saham Perdana di Indonesia**

Proses penawaran umum dilakukan melalui beberapa tahapan, yaitu.<sup>88</sup>

- 1) Sebelum emisi, yaitu berisi persiapan-persiapan yang dilakukan untuk memenuhi persyaratan-persyaratan penawaran umum.
- 2) Emisi, yaitu masa dimana dilakukan penawaran umum hingga saham-saham yang telah ditawarkan dicatat di bursa efek.

---

<sup>88</sup> Tjiptono Darmadji dan Hendy M Fakhruddin. *Op.Cit.* h 40

- 3) Setelah emisi, yaitu berupa tahapan pelaporan sebagai konsekuensi atas penawaran umum tersebut.

Secara rinci proses penawaran umum dapat dilihat pada tabel berikut:<sup>89</sup>

**Tabel 3.1**  
**Proses Penawaran Umum**

Sebelum Emisi		Emisi		Sesudah Emisi
Intern Perusahaan	BAPEPAM	Pasar perdana	Pasar sekunder	Pelaporan
1. Rencana Go Public 2. RUPS 3. Penunjukan: ▪ Underwriter ▪ Profesi penunjang. ▪ Lembaga penunjang 4. Mempersiapkan dokumen-dokumen 5. Konfirmasi sebagai agen penjual oleh penjamin. 6. Kontrak pendahuluan dengan bursa efek. 7. Penandatanganan Perjanjian-perjanjian. 8. Public expose	1. Pernyataan pendaftaran 2. Expose terbatas di BAPEPAM. 3. Tanggapan atas: ▪ Kelengkapan dokumen. ▪ Kecukupan dan kejelasan informasi. ▪ Keterbukaan (aspek hukum, akuntansi, keuangan, dan manajemen). 4. Komentar tertulis dalam waktu 45 hari. 5. Pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif.	1. Penawaran umum 2. Penjantahan kepada pemodal oleh sindikasi penjamin emisi dan emiten. 3. Distribusi efek kepada pemodal secara elektronik	1. Emiten mencatatkan sahamnya di bursa efek. 2. Perdagangan di bursa efek.	1. Laporan berkala, misalnya laporan tahunan, laporan tengah tahunan. 2. Laporan kejadian penting dan relevan. Misalnya akuisisi, ergantian direksi, dll

Sumber: Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, h. 14

<sup>89</sup> Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin. *Op.cit*, h. 44

Berdasarkan keputusan ketua BAPEPAM No. Kep.05/PM/2004 tanggal 9 Februari 2004, peraturan No. IX.A.12, jadwal penawaran umum adalah sebagai berikut:

**Tabel 3.2**  
**Jadwal Penawaran Umum<sup>90</sup>**

1	Pernyataan pendaftaran	45 hari sejak tanggal perubahan terakhir yang diminta oleh BAPEPAM.
2	Pengumuman prospectus ringkas dalam surat kabar sebagaimana dalam pernyataan pendaftaran.	Diumumkan sekurang-kurangnya dalam 1 (satu) surat kabar nasional selambat-lambatnya 2 (dua) hari setelah disampaikan pernyataan pendaftaran.
3	Jangka waktu antara tanggal laporan keuangan terakhir yang diperiksa akuntan public sebagaimana dimuat dalam prospektus dan efektifnya pernyataan pendaftaran.	Tidak boleh lebih dari 180 seratus delapan puluh) hari.
4	Jangka waktu efektifnya pernyataan pendaftaran sampai dengan disampaikannya laporan hasil penawaran umum kepada BAPEPAM	Selaambat-lambatnya 10 (sepuluh) hari kerja.
5	Masa penawaran umum	Sekurangkurangnya 3 (tiga) hari kerja.
6	Penjantahan efek.	Harus diselesaikan dalam jangka waktu 2 (dua) hari kerja setelah masa penawara berakhir.
7	Pengembalian uang pesanan (refund)	Selambat-lambatnya 2 (dua) hari kerja setelah tanggal penjantahan atau setelah diumumkan pembatalan.
8	Laporan hasil penawaran umum kepada BAPEPAM.	Selambat-lambatnya 3 (tiga) hari kerja setelah penjantahan saham berakhir

Sumber: [www.bapepam.go.id](http://www.bapepam.go.id)

Skema proses penawaran umum perdana di Bursa Efek Jakarta dapat dilihat pada gambar di bawah ini<sup>91</sup>:

<sup>90</sup> [www.bapepam.go.id](http://www.bapepam.go.id)

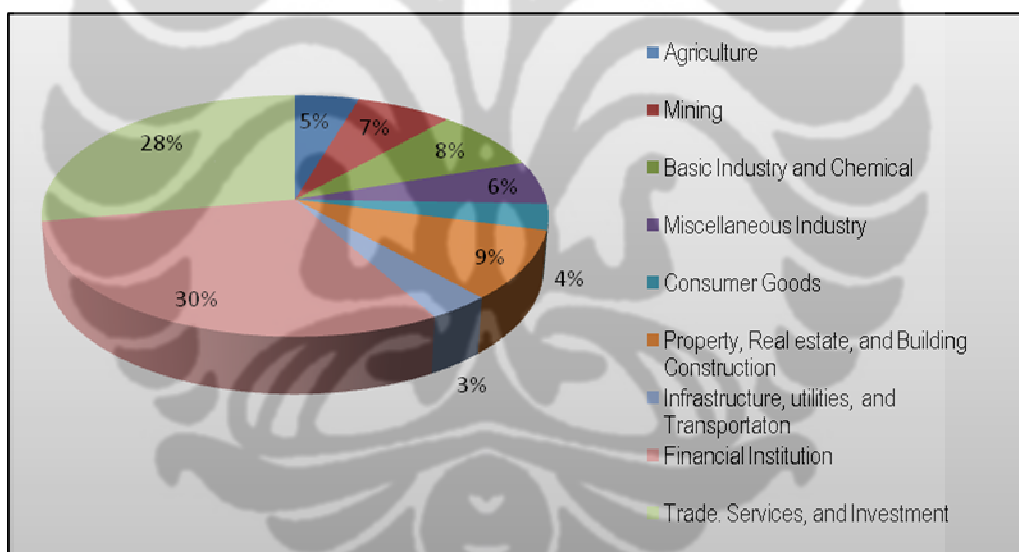


---

<sup>91</sup> [www.bei.co.id](http://www.bei.co.id)

### 3.2 Perusahaan Yang Melakukan IPO Pada Tahun 2000-2004

Pada tahun 2000, jumlah perusahaan yang melakukan IPO adalah 21 perusahaan. Jumlah perusahaan IPO meningkat pada tahun 2001 yaitu 31 perusahaan. Kemudian pada tahun 2002 perusahaan yang melakukan IPO sebanyak 21 perusahaan. Pada tahun 2003 terjadi penurunan yang sangat drastis dimana hanya 6 perusahaan yang melakukan IPO. tahun berikutnya, tahun 2004, jumlah perusahaan yang melakukan IPO meningkat menjadi 11 perusahaan. jumlah keseluruhan perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2000-2004 adalah sebanyak 90 perusahaan.



**Gambar 3.2**  
**Perusahaan IPO tahun 2000-2004**

Sumber: diolah penulis ([www.bei.co.id](http://www.bei.co.id))

Berdasarkan kriteria sampel yang telah disebutkan penulis, terdapat 28 emiten yang tidak dimasukkan kedalam sampel. Sampel akhir pada penelitian ini adalah 62 emiten, yaitu:



**Tabel 3.3.**

**Perusahaan Sampel yang melakukan IPO pada Tahun 2000-2004**

No	Kode	Nama Perusahaan	No	Kode	Nama Perusahaan
1	ADHI	Adhi Karya (Persero)	32	GEMA	Gema Grahasarana tbk
2	ADMF	Adira Dinamika Multi Finance	33	GMTD	Gowa Makassar Tourism Dev.
3	AIMS	Akbar Indo Makmur Stimec	34	HADE	Hortus Danavest
4	AKKU	Aneka Kemasindo Utama	35	IATG	Infoasia Teknologi Global
5	AKSI	Asia Kapitalindo Securities	36	INAF	Indofarma
6	ANTA	Anta Express Tour & Travel	37	ITTG	Integrasi Teknologi
7	APEX	Apexindo Pratama Duta	38	JTPE	Jasuindo Tiga Perkasa
8	APIC	Pan Pacific International	39	KAEF	Kimia Farma
9	ARNA	Arwana Citramulia	40	KARK	Dayaindo Resources International
10	ARTA	Arthavest	41	KPIG	Kridaperdana Indahgraha
11	ARTI	Arona Binasejati	42	KREN	Kresna Graha Sekurindo
12	ASJT	Asuransi Jasa Tania	43	LAMI	Lamicitra Nusantara
13	ATPK	ATPK Resources	44	LAPD	Lapindo International
14	BABP	Bank Bumiputera Indonesia	45	LMAS	Limas Centric Indonesia
15	BBNP	Bank Nusantara Parahyangan	46	MEGA	Bank Mega
16	BBRI	Bank Rakyat Indonesia	47	META	Nusantara Infrastructure
17	BCAP	Bhakti Capital Indonesia	48	PANR	Panorama Sentrawisata
18	BEKS	Bank Eksekutif Intl	49	PGAS	Perusahaan Gas Negara
19	BKSW	Bank Kesawan	50	PLAS	Palm Asia Corpora Tbk
20	BMRI	Bank Mandiri (Persero)	51	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam
21	BSWD	Bank Swadesi	52	PYFA	Pyridam Farma
22	BTEK	Bumi Teknokultura Unggul	53	RIMO	Rimo Catur Lestari
23	BTON	Betonjaya Manunggal	54	RODA	Roda Panggon Harapan
24	CENT	Centrin Online	55	SCMA	Surya Citra Media
25	CITA	Cita Mineral Investindo	56	SQMI	Sanex Qianjiang Motor Intl
26	CLPI	Colorpak Indonesia	57	SUGI	Sugi Samapersada
27	DNET	Dyviacom Intrabumi	58	TMPO	Tempo Inti Media
28	DOID	Delta Dunia Petroindo	59	TRUS	Trust Finance Indonesia
29	FISH	FKS Multi Agro	60	WAPO	Wahana Phonix Mandiri
30	FORU	Fortune Indonesia	61	WOMF	Wahana Ottomitra Multiartha
31	FPNI	Fatrapolindo Nusa Industri	62	YULE	Yulie Sekurindo

Sumber: diolah penulis

## BAB IV

### ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Bab ini akan membahas bagaimana kinerja saham perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2000-2004, kinerja operasi perusahaan pasca IPO, serta bagaimana korelasi antara *return* awal saham dengan kinerja jangka panjang saham dan kinerja operasi perusahaan.

#### 4.1 RETURN AWAL SAHAM IPO PADA TAHUN 2000-2004 DI BURSA EFEK JAKARTA

##### 4.1.1 Analisis *Initial Return*

Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 62 emiten yang melakukan penawaran umum perdana pada tahun 2000-2004. Untuk mengetahui return awal dari saham yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta maka dicari rata-rata *abnormal return* sampel pada hari pertama perdagangan. Abnormal return saham didapat dengan membandingkan harga IPO saham dengan harga saham saat penutupan (*closing price*) hari pertama perdagangan. *Abnormal return* tersebut kemudian diprosentasekan dengan cara membandingkan *abnormal return* yang didapat dengan harga saham saat penawaran.

Pada penelitian ini penulis menggunakan dua pengukuran *return*, yaitu *return* tanpa penyesuaian (RIR) dan *return* yang disesuaikan dengan *return* pasar (MAIR). Berdasarkan hasil pengolahan data, diperoleh nilai rata-rata data *cross-section* RIR sebesar 47.70% dan MAIR 46.16%. Nilai rata-rata RIR dan MAIR

yang tidak terlalu berbeda disebabkan karena dalam penghitungan MAIR (*Market Adjusted Initial Return*) terdapat beberapa perusahaan yang memiliki *return* pasar yang negatif. Hal tersebut menyebabkan prosentase MAIR menjadi lebih besar dari prosentase RIR. Emiten-emiten yang memiliki *return* pasar negatif yaitu : ADHI, ADMF, APEX, BABP, BBNP, BBRI,, BTEK, DNET, GEMA, IATG, INAF, KREN, MEGA, PANR, PLAS, PYFA, RODA, SCMA, TMPO, WOMF, YULE (lihat lampiran A).

Baik RIR maupun MAIR secara statistik signifikan dengan nilai signifikansi 0.000. Hasil perhitungan abnormal *return* untuk periode jangka pendek tersebut dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 4.1**  
**Hasil Penghitungan one-sample t-test**

	N	mean	devstd	t	df	sig
<b>RIR</b>	62	0.477027	0.6425653	5.846	61	0.0000***
<b>MAIR</b>	62	0.461571	0.6413967	5.666	61	0.0000***

*Pengolahan data menggunakan SPSS 13*

\*\*\* Signifikan pada level 1%

Tabel 4.1 menunjukkan signifikansi untuk RIR dan MAIR sebesar (0.000) < 0.01 ( $\alpha$ ) sedangkan bila membandingkan antara t-hitung dengan t-tabel dimana t-hitung sebesar 5.84 dan 5.66 dan t-tabel dengan df (61),  $\alpha$  (0.01) adalah  $\pm 2.660$ . Dengan demikian  $H_0$  ditolak karena besar t-hitung > t-tabel. Hal ini membuktikan adanya rata-rata initial *return*  $\neq 0$  dan nilainya positif. Sehingga dapat disimpulkan fenomena *underpricing* terjadi pada saham perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2000-2004. Penulis perlu menunjukkan terjadi atau tidaknya fenomena *underpricing* karena umumnya saham perdana mengalami *underpricing* namun

signifikansinya dan besaran *underpricing* untuk periode pengamatan tetap perlu untuk diketahui.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian terdahulu yang juga menemukan adanya *underpricing* pada perdagangan hari pertama saham IPO. Ritter menemukan adanya *initial return* yang positif sebesar 16.4% dengan sampel sebanyak 1526 pada tahun 1975-1984 di AS. Drobetz, Kammerman dan Walchli (2003) yang mengambil sampel sebanyak 120 sampel pada tahun 1983-2000 di negara Switzerland. Dari hasil penelitiannya ditemukan *initial return* yang positif sebesar 34.9%. Di Indonesia, Penelitian mengenai *underpricing* pernah dilakukan oleh Martani (2004), dari hasil penelitiannya ditemukannya adanya rata-rata abnormal return yang positif sebesar 15.297% (IR) dan 13.7503% (IRadj) dari 297 sampel (1989-2000). penelitian mengenai *underpricing* juga pernah diteliti oleh Kusumawardhani (2005) yang menemukan adanya rata-rata *initial return* yang positif sebesar 68.14% dari 54 sampel penelitian dengan periode 2000-2003. Perbedaan besaran nilai *underpricing* yang terjadi antara satu penelitian dengan penelitian lainnya dapat dikarenakan adanya perbedaan jumlah sampel dan juga waktu dan tempat penelitian yang berbeda. Hasil penelitian ini semakin memperkuat fakta adanya fenomena *underpricing* saham pada perdagangan hari pertama saham IPO di bursa.

## 4.1.2 Pengaruh Ketidakpastian Investor (*Uncertainty Investor*), *Underwriter Reputation*, *Signaling*, dan *Market Performance* terhadap *Initial Return*

### 4.1.2.1 Pengujian Asumsi Klasik

#### Multikolinieritas

Multikolinieritas terjadi bila variabel bebas (independen) memiliki hubungan yang erat antara satu variabel dengan variabel lain. Terdapat beberapa cara untuk mendeteksi multikolinieritas, yaitu dengan melihat korelasi antar variabel-variabel independen dan dengan menghitung *Variance Inflation Factor* (VIF).

**Tabel 4.2**  
**Uji Multikolinieritas**

Variabel Independen	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
VOLA	0.814	1.229
UNREP	0.915	1.093
SHARE	0.897	1.115
MARKET	0.936	1.068
NIPO	0.856	1.168
NR	0.978	1.023
VOLISSUE	0.905	1.105

Sumber: hasil pengolahan data dengan SPSS 13.0

Pengujian ini dilakukan dengan menganalisa nilai VIF dan nilai korelasi antara variabel-variabel independen pada model regresi. Setelah dilakukan pengujian terhadap model regresi kelompok sampel ini (tabel 4.2), dapat dianalisa bahwa nilai VIF secara keseluruhan lebih kecil dari 5 (1.157-1.750) dan

nilai koefisien korelasi antar variabel independen kurang dari nilai 0.5 (lihat tabel 4.3), sehingga pada model regresi ini dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinieritas. Dengan demikian, hubungan antar variabel-variabel penjelas (independen) tidaklah erat, sehingga model regresi pada kelompok sampel ini tidak akan menimbulkan penaksiran yang bias.

**Tabel 4.3**

**Tabel Matrix Korelasi Variabel Independen**

	MARKET	NIPO	NR	SHARE	UNREP	VOLA	VOLISSUE
MARKET	1.000000	0.084090	0.054266	0.163036	-0.074994	-0.011610	-0.134907
NIPO	0.084090	1.000000	-0.101016	-0.035591	-0.152227	0.323283	-0.182907
NR	0.054266	-	1.000000	0.051025	0.025049	-0.097596	0.020910
SHARE	0.163036	-	0.051025	1.000000	-0.188828	0.174980	-0.010465
UNREP	-0.074994	-	0.025049	-0.188828	1.000000	-0.136388	0.164057
VOLA	-0.011610	-	-0.097596	0.174980	-0.136388	1.000000	-0.263723
VOLISSUE	-0.134907	-	0.020910	-0.010465	0.164057	-0.263723	1.000000

*Pengolahan data menggunakan eviews 4.0*

### Heteroskedastisitas

Asumsi kedua yang harus dipenuhi dalam regresi linier klasik adalah adanya varians error yang konstan agar persamaan regresi tidak menjadi bias dalam menjelaskan pengaruh variabel-variabel independen yang ada. Variansi variabel

bebas dalam regresi berganda harus sama agar dikatakan homoskedastis, bila variansi berubah-ubah maka terjadi heteroskedastisitas. Pemenuhan asumsi ini dilakukan dengan pengujian *White Heteroskedasticity* menggunakan program Eviews 4.0. Hasil pengujian *White Heteroskedasticity* dalam dilihat pada tabel di bawah ini:

**Tabel 4.4**  
**Uji Heteroskedastisitas**

<b>White Heteroskedasticity Test: RIR</b>			
F-statistic	1.455970	Probability	0.161724
Obs*R-squared	41.05377	Probability	0.222341
<b>White Heteroskedasticity Test: MAIR</b>			
F-statistic	0.524166	Probability	0.962506
Obs*R-squared	25.64932	Probability	0.875867

Sumber : Hasil Pengolahan Data menggunakan eviews 4.0

Berdasarkan tes white-heteroskedastisitas diketahui nilai F-Prob RIR adalah 0.161724 dan F-Prob MAIR 0.962506 (lebih besar dari  $\alpha = 0.05$ , sehingga  $H_0$  diterima. Dengan diterimanya  $H_0$  ini maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas dalam model ini. Dengan tidak terjadinya heteroskedastisitas, maka varians error dalam model regresi ini adalah konstan dan persamaan regresi untuk menjelaskan RIR dan MAIR tidaklah bias.

#### 4.1.2.2 Analisis Regresi terhadap RIR

Untuk mengetahui pengaruh dari *uncertainty investor*, *signalling*, *underwriter reputation*, dan *market cyclical* terhadap *initial return* saham maka



digunakanlah model regresi berganda dengan variabel dependen adalah RIR dan variabel independent adalah VOLA, SHARE, UNREP, MARKET, NIPO, NR, dan VOLISSUE. Analisis regresi ini dilakukan terkait dengan pertanyaan penelitian kedua, yang mana untuk mengetahui variabel-variabel apa saja yang mempengaruhi *Initial Return* saham. Setelah dilakukan pengolahan data dengan menggunakan Eviews 4.0, didapat hasil sebagai berikut (lihat tabel 4.5).

Persamaan regresi yang digunakan adalah:

$$RIR = -\gamma + \gamma_1 VOLA - \gamma_2 SHARE + \gamma_3 UNREP + \gamma_4 MARKET + \gamma_5 NIPO + \gamma_6 NR + \gamma_7 VOLISSUE$$

(pengolahan data dengan eviews 4)

**Tabel 4.5**

Regresi RIR dengan VOLA, SHARE, UNREP, MARKET, NIPO, NR, VOLISSUE

Variabel independen	Coefficient	t-statistic	prob
C	-0.222182	-0.135597	0.8926
VOLA	0.004858	3.106773	0.0030***
SHARE	-0.379298	-0.262104	0.7942
UNREP	0.007695	0.921180	0.3611
MARKET	0.021509	0.527781	0.5998
NIPO	0.060414	1.571136	0.1220
NR	0.005614	1.500116	0.1394
VOLISSUE	0.008761	0.100965	0.9200
R-squared			0.260605
Adj. R-squared			0.164758
F-stat		2.718958	0.017206

*Pengolahan data menggunakan eviews 4.0*

\*\*\*signifikan pada level 1%



Uji F menunjukkan variabel bebas secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel terikat pada tingkat kepercayaan 95% berdasarkan nilai probabilitas  $0.017206 < 0.05$  ( $\alpha$ ). Uji R-square menyatakan 26.06% variasi RIR dapat dijelaskan oleh variabel bebas, sedangkan sisa 73.94% diterangkan oleh variabel lain. Dengan adj. R-square diperoleh 16.47% variasi RIR dapat dijelaskan oleh variabel-variabel bebas diatas. Hasil uji t menunjukkan bahwa variabel VOLA memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *underpricing* saham (level 1%). Hal ini dibuktikan dengan nilai probabilitas  $0.0030 < 0.01$ . Sedangkan variabel bebas lain tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat.

Berdasarkan hasil yang diperoleh maka persamaan regresinya menjadi:

$$RIR = -0.222182 + 0.004858VOLA - 0.379298SHARE + 0.007695UNREP \\ + 0.021509MARKET + 0.060414NIPO + 0.005614NR + 0.008761VOLISSUE$$

(Persamaan 4.2)

#### 4.1.2.3 Analisis Regresi MAIR

Selain melakukan pengujian terhadap variabel dependen RIR, penulis juga melakukan pengujian pengaruh dari *uncertainty investor*, *signalling*, *underwriter reputation*, dan *market cyclical* terhadap *Market Adjusted Initial Return* (MAIR). Setelah dilakukan pengolahan data dengan menggunakan Eviews 4.0, didapat hasil sebagai berikut (lihat tabel 4.6).

Persamaan regresi yang digunakan adalah:

$$\text{MAIR} = \gamma + \gamma_1 \text{ VOLA} + \gamma_2 \text{ SHARE} + \gamma_3 \text{ UNREP} - \gamma_4 \text{ MARKET} + \gamma_5 \text{ NIPO} + \gamma_6 \text{ NR} - \gamma_7 \text{ VOLISSUE}$$

(pengolahan data dengan *eviews 4*)

(Persamaan 4.3)

**Tabel 4.6**  
Regresi MAIR dan, VOLA, SHARE, UNREP, MARKET, NIPO, NR, VOLISSUE

Variabel independen	Coefficient	t-statistic	prob
C	1.489405	0.988012	0.3276
VOLA	0.005757	4.001475	0.0002***
SHARE	1.112311	0.835460	0.4071
UNREP	0.016378	2.131017	0.0377**
MARKET	-0.027630	-0.736916	0.4644
NIPO	0.030676	0.867116	0.3897
NR	0.005805	1.686070	0.0976*
VOLISSUE	-0.092778	-1.162133	0.2503
R-squared			0.371878
Adj. R-squared			0.290455
F-stat		4.567218	0.000461

*Pengolahan data menggunakan eviews 4.0*

\*Signifikan pada level 10%

\*\* signifikan pada level 5%

\*\*\*signifikan pada level 1%

Uji F menunjukkan variabel bebas secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel terikat pada level 1%, berdasarkan nilai probabilitas  $0.000461 < 0.01$  ( $\alpha$ ). Uji R-square menyatakan 37.19% variasi MAIR dapat

dijelaskan oleh variabel bebas, sedangkan sisa 62.81% diterangkan oleh variabel lain. Dengan adj. R-square diperoleh 29.05% variasi MAIR dapat dijelaskan oleh variabel-variabel bebas diatas. Hasil uji t menunjukkan bahwa variabel VOLA, UNREP, dan NR berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Empat variabel bebas lain tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel MAIR.

Berdasarkan hasil yang diperoleh maka persamaan regresinya menjadi:

$$MAIR=1.489405+0.005757VOLA+1.112311SHARE+0.016378UNREP-0.027630MARKET+0.030676NIPO+0.005805NR-0.092778VOLISSUE$$

(persamaan 4.4)

#### 4.1.2.3 Analisis Variabel-variabel yang Mempengaruhi Return Awal Saham

##### ▪ Pengaruh Ketidakpastian (*uncertainty*) investor terhadap initial return

Harga saham pada pasar sekunder merupakan refleksi dari permintaan dan penawaran yang dilakukan antara investor. Dengan demikian setiap perilaku dari investor akan mempengaruhi harga saham. Salah satu perilaku yang diduga mempengaruhi *return* awal saham perdana adalah ketidakpastian (*uncertainty*) investor. Ketidakpastian ini dapat timbul karena pada awalnya investor tidak mengetahui bagaimana kondisi perusahaan yang sebenarnya. Investor hanya mengetahui informasi perusahaan sebatas pada apa yang tertulis di dalam prospektus. Dengan kata lain terdapat asimetris informasi antara emiten dan investor.

Rock (1986) mengatakan bahwa tingkat *underpricing* akan meningkat sejalan dengan ketidakpastian investor akan nilai perusahaan. Semakin tinggi

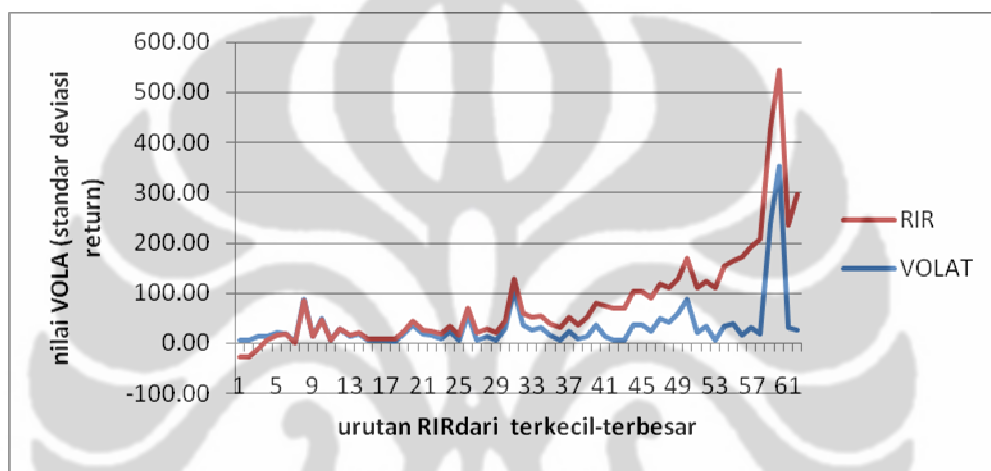
tingkat ketidakpastian investor, semakin tinggi pula return saham pada awal perdagangan. Terdapat bermacam-macam proksi yang pernah digunakan penelitian sebelumnya untuk mengukur ketidakpastian investor di pasar modal (lihat tabel 4.6). Namun pada penelitian ini, penulis menggunakan proksi standar deviasi return dari hari ke-2 perdagangan di bursa hingga hari ke-21.

**Tabel 4.7**  
**Perbandingan Hasil Penelitian Sebelumnya mengenai *uncertainty investor***

Nama	Sampel&Tahun Penelitian	Proksi yang digunakan	Hasil
Ritter (1984)	1075 sampel (1977-1982)	Risk (Sales dan standar deviasi return setelah IPO)	Positive signifikan
Waldo Louis Tjahja (2001)	276 Sampel (1989 -1999)	<i>Gross proceed, sales</i> , umur perusahaan, jumlah risiko usaha, tujuan penggunaan dana	Variabel <i>Gross Proceed, sales</i> dan tujuan penggunaan dana memiliki hasil negatif signifikan, sedangkan variabel lain tidak signifikan.
Drobetz, Kammerman, dan Walchli (2003)	120 Sampel (1983-2000)	Standar deviasi return (H+1 hingga H+20)	Positive Signifikan
Y. Dwi Widodo (2005)	74 sampel (1999-2003)	Standar deviasi return 15 hari setelah IPO	Positive signifikan
M.Iksan (2005)	82 sampel (2000-7juni 04)	Dana hasil IPO, Sales (penjualan) perusahsan, tujuan penggunaaan dana, risk (risiko usaha dalam prospektus), dan usia perusahaan	Variabel RISK positive signifikan, tetapi proksi yang lainnya tidak ada yang signifikan.

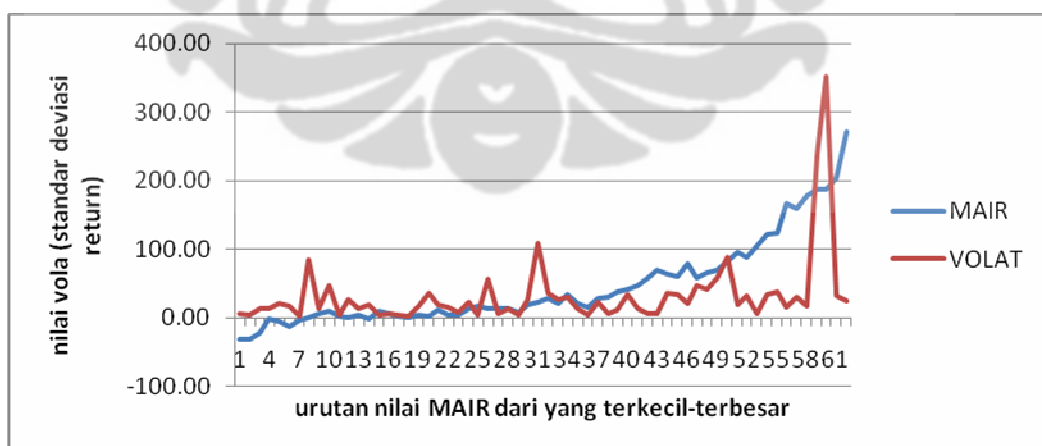
Hasil dari penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya dimana terdapat hubungan yang positif antara tingkat ketidakpastian investor dengan return awal saham. Hal ini terlihat dari hasil persamaan 4.1 dan 4.2 di atas. Nilai koefisien VOLA untuk RIR sebesar 0.004858 dan MAIR 0.005757 yang artinya

setiap kenaikan tingkat ketidakpastian sebesar 1% akan menyebabkan kenaikan RIR sebesar 0.004858. Begitu pula dengan MAIR akan naik sebesar 0.005757 jika ketidakpastian investor naik 1%. Hasil kedua penghitungan tersebut signifikan secara statistik pada level 1%. Di bawah ini penulis menyajikan grafik nilai Standar deviasi Return (VOLA) yang semakin tinggi ketika nilai RIR dan MAIR semakin tinggi.



**Grafik 4.1**

**Hubungan antara RIR dan tingkat ketidakpastian (uncertainty) investor**



**Grafik 4.2**

**Hubungan antara MAIR dan tingkat ketidakpastian (uncertainty) investor**

#### ▪ Pengaruh Signalling dari Emiten terhadap Return Awal Saham

Dalam *signalling hypothesis*, dikatakan bahwa "*underpriced issue a good taste with investor*"<sup>92</sup>, perusahaan akan berusaha menarik perhatian investor dengan underpricing saham. Hal tersebut akan diikuti dengan penerbitan saham baru dikemudian hari pada saat harga saham menjadi lebih tinggi. Perusahaan akan mengambil keuntungan dari keadaan tersebut. Karena itu, seperti dikatakan Akerlof (1970), perusahaan hanya akan menawarkan saham dengan jumlah yang kecil kepada publik pada saat penawaran perdana.<sup>93</sup>

Penulis menggunakan persentase saham yang ditawarkan kepada publik (SHARE) sebagai proksi untuk signalling dari emiten. Perusahaan yang memiliki private information yang menguntungkan dimasa yang akan datang, dan dapat meningkatkan harga saham meeka di pasar, akan menawarkan persentase saham yang kecil kepada masyarakat. Dengan demikian terdapat hubungan yang negatif antara initial return dengan SHARE. Semakin kecil persentase saham yang ditawarkan, akan membuat initial return menjadi semakin tinggi.

Ketika RIR digunakan sebagai variabel dependen, nilai koefisien SHARE bernilai negatif (sesuai dengan hipotesis awal), tetapi hasilnya tidak signifikan secara statistik. hal yang berbeda terjadi saat meregresikan MAIR dengan variabel-variabel yang ada. Koefisien variabel SHARE menunjukkan nilai positif, tetapi hasil tersebut juga tidak signifikan secara statistik.

---

<sup>92</sup> Dikutip dari penelitian Drobotz, Kammerman, dan Walchli (2003)

<sup>93</sup> *ibid*

**Tabel 4.8**

**Hasil Penelitian Sebelumnya mengenai Signalling Hypothesis**

<b>Nama</b>	<b>Sampel&amp;tahun penelitian</b>	<b>Proksi yang digunakan</b>	<b>Hasil</b>
Drobotz, kammermann, dan Walchli (2003) <sup>a</sup>	120 sampel, 1983-2000	% saham yang ditawarkan kepada masyarakat saat IPO	Negatif, signifikan
Kusumawardhani (2005) <sup>b</sup>	54 sampel, periode 2000-2003	% saham yang dipegang pemilik lama	Positif, tidak signifikan
Widodo (2005) <sup>c</sup>	74 sampel (1999-2003)	% saham yang ditawarkan kepada publik	Negatif, Tidak signifikan

Sumber:<sup>a</sup> Drobotz, kammermann, dan Walchli (2003)

<sup>b</sup> Kusumawardhani (2005)

<sup>c</sup> Widodo (2005)

Hasil penelitian ini menunjukkan tidak adanya hubungan yang signifikan antara prosentase saam yang ditawarkan kepada masyarakat dengan *initial return* saham. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian dari Drobotz, Kammermann, dan Walchli (2003) karena perbedaan tanda (hubungan). Penelitian Drobotz, Kammermann, dan Walchli (2003) menunjukkan adanya hubungan yang signifikan dan negatif antara persentase penawaran saham dengan *initial return* saham. Sedangkan hasil penelitian ini sebaliknya, yaitu memiliki hubungan yang positif dan tidak signifikan. Hasil penelitian sesuai dengan penelitian yang pernah dilakukan di Indonesia sebelumnya, yaitu penelitian yang dilakukan Kusumawardhani (2005).

### ▪ **Pengaruh Underwriter Reputation Terhadap Return Awal Saham**

Underwriter yang ditunjuk oleh perusahaan dapat menjadi penghubung antara emiten dengan investor. Underwriter tentunya lebih berpengalaman dalam menilai pasar daripada investor sehingga dia dapat membantu emiten dalam menentukan harga perdana saham. Penentuan harga perdana ini sangat penting karena jika terlalu tinggi investor pasar modal dapat membuat investor tidak tertarik untuk membeli saham tersebut dan hal tersebut dapat menyebabkan emiten tidak mendapat dana yang memadai. Selain itu jika harga perdana terlalu rendah hal ini juga akan merugikan emiten. Investor akan banyak yang tertarik untuk membeli saham tetapi emiten akan merugi karena dana yang diperoleh tidak maksimal. Hal ini dapat memperburuk reputasi underwriter dimata perusahaan lain. Oleh karena itu perusahaan calon emiten akan berusaha untuk menggunakan jasa underwriter yang memiliki reputasi yang baik agar dapat menentukan harga pasar yang lebih akurat untuk menarik calon investor namun tidak mengorbankan kepentingan emiten untuk memperoleh dana yang dibutuhkan.

Penelitian kali ini menggunakan proksi cumulative jumlah penjaminan yang dilakukan oleh seorang underwriter sebelum suatu IPO dilakukan. Hasil penelitian ini menunjukkan hal yang sebaliknya dari penelitian Charter et al(1998), Drobetz et al (2003), dan Kusumawardhani (2005). Dari persamaan 4.1 diketahui bahwa hubungan antara UNREP dengan RIR maupun MAIR adalah positif. Hasil ini signifikan untuk persamaan regresi MAIR tetapi tidak signifikan pada persamaan regresi RIR. Hasil pada penelitian ini mendukung penelitian yang pernah dilakukan oleh Daljono (2003), Nasirwan (2003), dan Jelic et al (2001).



Daljono (2003) meneliti pengaruh dari reputasi underwriter, reputasi auditor, umur perusahaan, persentase saham yang ditawarkan kepada masyarakat, profitabilitas perusahaan, financial leverage, dan solvency rasio terhadap initial return saham. Dari beberapa variabel independen tersebut, hanya variabel reputasi underwriter dan financial leverage yang memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap initial return.<sup>94</sup> Pada penelitiannya, Daljono menggunakan dummy variabel (1-0). Nilai 1 untuk underwriter yang termasuk dalam 5 besar dalam majalah uang dan efek, sedangkan nilai 0 untuk lainnya. Bahwa untuk pasar di Indonesia, hubungan antara reputasi underwriter dengan return awal adalah positif, yaitu semakin bereputasi seorang underwriter, maka return awal saham tersebut akan semakin tinggi yang artinya memperbesar tingkat underpricing. Selain Daljono (2003), penelitian Nasirwan (2003) juga menemukan adanya hubungan yang positif antara reputasi underwriter dan initial return saham. Selain terdapat kesamaan hasil dengan penelitian yang pernah dilakukan di Indonesia, penelitian ini juga memiliki hasil dengan penelitian Jelic et al (2001) yang dilakukan di Malaysia. Dari hasil penelitiannya diketahui bahwa underwriter dengan reputasi yang tinggi justru memberikan initial return yang lebih tinggi daripada underwriter dengan reputasi rendah.<sup>95</sup>

---

<sup>94</sup> Dikutip dari penelitian Iksan (2003).

<sup>95</sup> ibid

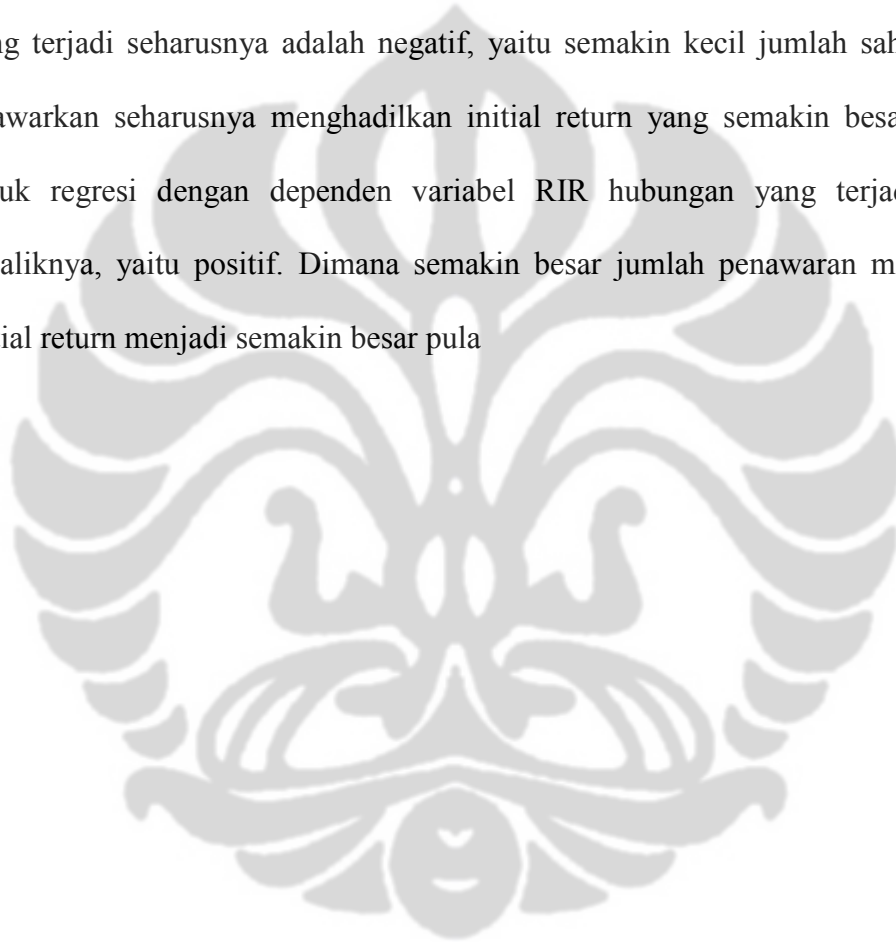
#### ▪ **Pengaruh Market Cyclical Terhadap Return Awal Saham**

Penelitian sebelumnya mengenai pengaruh kondisi pasar terhadap return awal saham menunjukkan terdapat hubungan yang positif, dimana peningkatan return pasar akan meningkatkan return saham saat awal perdagangan. Untuk variabel dependen RIR, hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian sebelumnya, yaitu terdapat hubungan yang positif (tetapi tidak signifikan). Namun, untuk variabel dependen MAIR, hasilnya berbeda dengan penelitian sebelumnya. Hubungan yang ditunjukkan adalah hubungan yang negatif. Namun hasil tersebut tidak signifikan secara statistik. Proksi kedua untuk market cyclical adalah NIPO, yaitu jumlah perusahaan yang melakukan IPO sebelum suatu perusahaan listing di bursa. Kedua regresi menunjukkan adanya hubungan yang positif antara NIPO dan return awal saham. Hal ini sesuai dengan hipotesis awal penulis. Namun hasil dari kedua regresi tersebut tidak signifikan secara statistik.

#### ▪ **Pengaruh variabel NR dan VOLISSUE terhadap Return Awal**

Dalam penelitian ini digunakan dua variabel kontrol, yaitu Volissue dan NR. Hasil regresi menunjukkan hubungan yang positif untuk NR (RIR dan MAIR). Untuk variabel dependen MAIR hubungan NR dengan besaran underpricing signifikan secara statistik. Dengan begitu untuk variabel NR memiliki hasil yang berbeda dengan hipotesis karena seharusnya hubungan yang terjadi adalah hubungan yang negatif. NR digunakan untuk melihat pembelajaran pasar, dimana seharusnya semakin besar urutan suatu perusahaan melakukan IPO, seharusnya

underpricing yang terjadi makin kecil karena adanya pembelajaran pasar. Akan tetapi hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya karena ternyata terdapat hubungan yang positif dan signifikan. Variabel kontrol kedua adalah Volissue. Untuk kedua regresi hasilnya tidak signifikan. Tetapi terdapat perbedaan tanda (hubungan) antara volissue dan initial return saham. Hubungan yang terjadi seharusnya adalah negatif, yaitu semakin kecil jumlah saham yang ditawarkan seharusnya menghasilkan initial return yang semakin besar. Tetapi untuk regresi dengan dependen variabel RIR hubungan yang terjadi malah sebaliknya, yaitu positif. Dimana semakin besar jumlah penawaran maka level initial return menjadi semakin besar pula

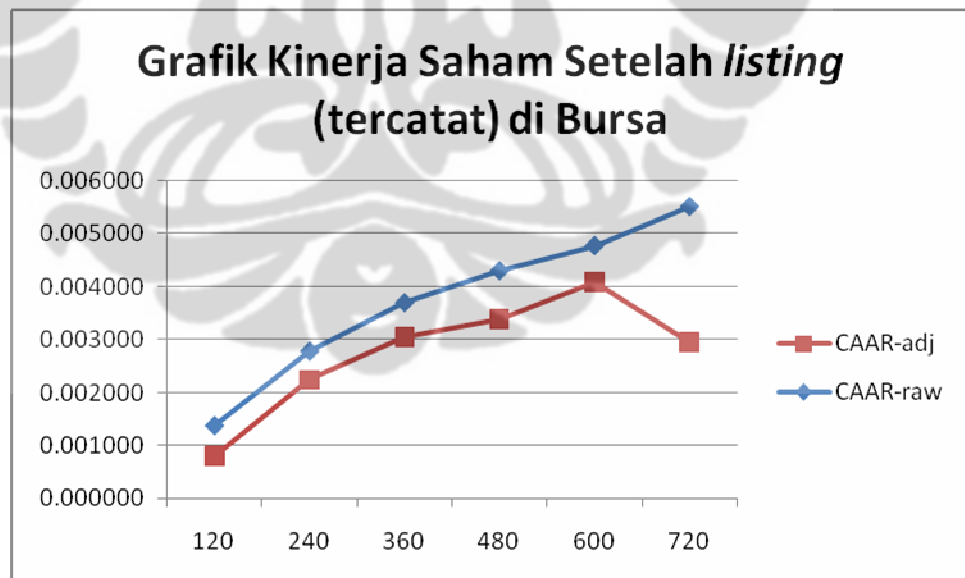


## 4.2 RETURN JANGKA PANJANG SAHAM IPO

### 4.2.1 Cumulative Abnormal Return (CAR)

Grafik 4.3 memperlihatkan adanya kenaikan *return* saham dari periode 120 hari hingga 720 hari setelah listing. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Martani (2004) dimana saham IPO baru menunjukkan rata-rata *return* yang negatif setelah periode 750 hari.

Dari grafik di bawah ini juga terlihat adanya perbedaan antara CAR (raw) dengan CAR (adj) pada periode 600-720 hari. dengan melihat tabel 4.6 dibawah ini, dapat diketahui kalau rata-rata return CAR-Adj pada periode 720 hari mengalami penurunan sebesar 27.81% jika dibandingkan dengan rata-rata *return* periode 600 hari.



Grafik 4.3

### Kinerja Jangka Panjang Saham dengan Menggunakan Pengukuran CAR

Tabel berikut ini menunjukkan rata-rata data *cross sectional Cumulative Abnormal Return (CAR)*\_raw return dan *adjusted market return*\_ dalam jangka waktu 120, 240, 360, 480, 600, dan 720 hari. Dengan menggunakan uji t terlihat bahwa hipotesis H6 diterima, secara rata-rata nilai *cumulative abnormal return* dalam jangka waktu 120, 240, 360, 480, 600, dan 720 tidak sama dengan 0. Hasil statistik untuk penghitungan CAR dan Adj. CAR signifikan untuk semua periode kecuali Adj. CAR pada periode 120 hari setelah *listing* di bursa.

**Tabel 4.9**  
**CAR 120, 240, 360, 480, 600, 720 hari setelah listing**

Raw return	N	mean	median	Std. deviasi	min	max	t-stat	Nilai p
CAR 120	62	.001377	.000400	.0055141	-.0092	.0185	1.967	.054*
CAR 240	62	.002781	.001350	.0058045	-.0044	.0295	3.772	.000***
CAR 360	62	.003695	.001950	.0060151	-.0029	.0276	4.837	.000***
CAR 480	62	.004297	.002250	.0059398	-.0024	.0219	5.696	.000***
CAR 600	62	.005124	.003000	.0060427	-.0016	.0267	6.677	.000***
CAR 720	62	.005508	.003250	.0065671	-.0006	.0336	6.604	.000***
Adj. Return	N	mean	median	Std. deviasi	min	max	t-stat	Nilai p
CAR 120	62	.000800	.000150	.0053435	-.0095	.0174	1.179	.243
CAR 240	62	.002237	.000700	.0058726	-.0056	.0279	3.000	.004***
CAR 360	62	.003040	.001200	.0061490	-.0041	.0270	3.893	.000***
CAR 480	62	.003369	.001150	.0060295	-.0037	.0216	4.400	.000***
CAR 600	62	.004077	.001850	.0060327	-.0019	.0253	5.322	.000***
CAR 720	62	.002944	.002250	.0136749	-.0900	.0328	1.695	.095*

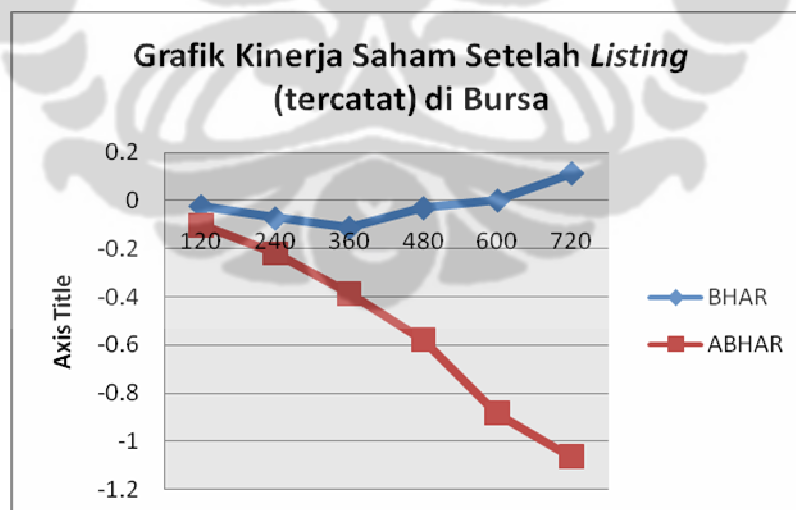
\*signifikan pada level 10%

\*\*\*signifikan pada level 1%

#### 4.2.2 Buy and Hold Return

Selain menggunakan pengukuran CAR untuk mengamati kinerja jangka panjang saham IPO, penulis juga menggunakan ukuran *Buy And Hold Return* (BHR). Pengukuran return dengan metode BHR ini digunakan untuk melihat bagaimana return yang diperoleh investor jika mereka melakukan pembelian pada hari pertama setelah listing dan kemudian menahan (hold) saham tersebut hingga pada periode tertentu.

Dari grafik 4.4 di bawah ini, dapat terlihat kalau terjadi penurunan return pada periode 120, 240, dan 360 hari setelah listing. Namun pada periode 480 mulai terjadi kenaikan. Berbeda dengan BHAR, penghitungan aBHAR<sup>96</sup> mengalami penurunan sepanjang periode penghitungan.. Penurunan aBHAR tersebut signifikan untuk periode 240, 360, 480, 600, dan 720 hari.



Grafik 4.4

#### Kinerja Jangka Panjang Saham dengan Menggunakan Metode BHR

<sup>96</sup> *Adjusted Buy And Hold Return*

Tabel berikut ini menunjukkan rata-rata data cross sectional buy and hold abnormal return dalam jangka waktu 120, 240, 360, 480, 600, dan 720 hari. Secara rata-rata nilai *buy and hold abnormal return* negatif . Uji t-statistik yang dilakukan terhadap BHAR dan aBHAR menunjukkan hasil yang tidak signifikan untuk seluruh periode BHR dan signifikan untuk periode 240, 360, 480, 600, dan 720 aBHAR. Grafik 4.4 Di atas menunjukkan nilai aBHAR turun sejalan dengan jangka waktu pengamatan yang lebih panjang.

**Tabel 4.10**  
**BHR 120, 240, 360, 480, 600, 720 hari setelah listing**

Raw return	N	Mean	Median	Std. Deviasi	Min	Max	T-Stat	Nilai P
BHR 120	62	-.023382	-.070450	.6448571	-.8900	2.5593	-.286	.776
BHR 240	62	-.073269	-.161850	.8599000	-.8929	5.1214	-.671	.505
BHR 360	62	-.112614	-.275893	.7106625	-.9300	2.5103	-1.248	.217
BHR 480	62	-.031127	-.294025	.9288631	-.9486	3.8047	-.264	.793
BHR 600	62	.000369	-.280379	1.0825042	-.9552	5.7088	.003	.998
BHR 720	62	.111950	-.211036	1.3255523	-.9759	7.4451	.665	.509
Adj. Return	N	Mean	Median	Std. Deviasi	Min	Max	T-Stat	Nilai P
BHR 120	62	-.102581	-.159850	.6040333	-1.0998	2.4346	-1.337	.186
BHR 240	62	-.219676	-.332650	.8151666	-1.5088	4.5763	-2.122	.038**
BHR 360	62	-.387246	-.540658	.6522713	-1.5515	2.0221	-4.675	.000***
BHR 480	62	-.578845	-.673574	.8503986	-2.1279	3.1256	-5.360	.000***
BHR 600	62	-.883015	-1.088874	1.0415445	-2.2632	4.6552	-6.676	.000***
BHR 720	62	-1.062580	-1.250655	1.2474284	-2.6907	5.7287	-6.707	.000***

\*\*signifikan pada level 5%

\*\*\*signifikan pada level 1%

Dari kedua hasil penghitungan di atas, terdapat perbedaan hasil antara *return* jangka panjang yang dihitung dengan metode CAR dan metode BHR. Penghitungan *return* dengan menggunakan metode CAR memperlihatkan adanya kenaikan *return* yang didapat investor dari hari 120 sampai 720. Berbeda dengan metode CAR, perhitungan *return* dengan menggunakan rumus BHR cenderung menunjukkan hal yang sebaliknya, dimana *return* saham mengalami penurunan sejak awal periode pengamatan, yaitu pada hari ke 120 sampai hari ke 720.

Perbedaan hasil antara dua penghitungan yang berbeda tersebut, memiliki satu kesamaan dimana *return* kedua penghitungan tersebut disesuaikan dengan *return* pasar, hasilnya keduanya menunjukkan kinerja yang buruk dengan adanya *return* yang negatif. Penurunan CAR-adj dan A-BHAR ini dapat dikarenakan pada periode tersebut IHSG terus bergerak naik. Dari data statistik BAPEPAM didapat nilai IHSG mulai mengalami kenaikan sejak tahun 2002 hingga 2007.

**Tabel 4.11**  
**Indeks Harga Saham Gabungan**

Periode	Tertinggi	Terendah	Akhir
2001	470.22	342.85	392.03
2002	551.60	337.47	424.94
2003	693.03	379.35	691.90
2004	1004.43	668.48	1,000.23
2005	1,192.20	994.77	1162.63
2006	1,805.52	1,171.70	1.805.52
2007 (nov)	2,713.98	2,563.62	2,688.33
2007 (dec)*	2,745.83	2,714.55	2,745.83

\*sudah berganti nama menjadi BEI

Sumber statistik pasar Modal Desember 2007 ([www.bapepam.go.id](http://www.bapepam.go.id))



### 4.2.3 Korelasi Return Awal dengan Kinerja Jangka Panjang Saham

Selain meneliti bagaimana kinerja saham IPO dalam jangka panjang, penulis juga menguji ada/tidaknya korelasi yang kuat antara IR dengan kinerja jangka panjang saham. Pengujian dilakukan dengan menggunakan korelasi Pearson:

**Tabel 4.8**  
**Korelasi antara IR dengan BHR dan CAR**

	CAR		BHR	
	<i>correlation</i>	<i>sig</i>	<i>correlation</i>	<i>sig</i>
120	.171	.184	.136	.291
240	.193	.133	-.130	.313
360	.106	.412	-.189	.140
480	.083	.521	-.270	.034**
600	.076	.558	-.259	.042**
720	.051	.691	-.216	.092*

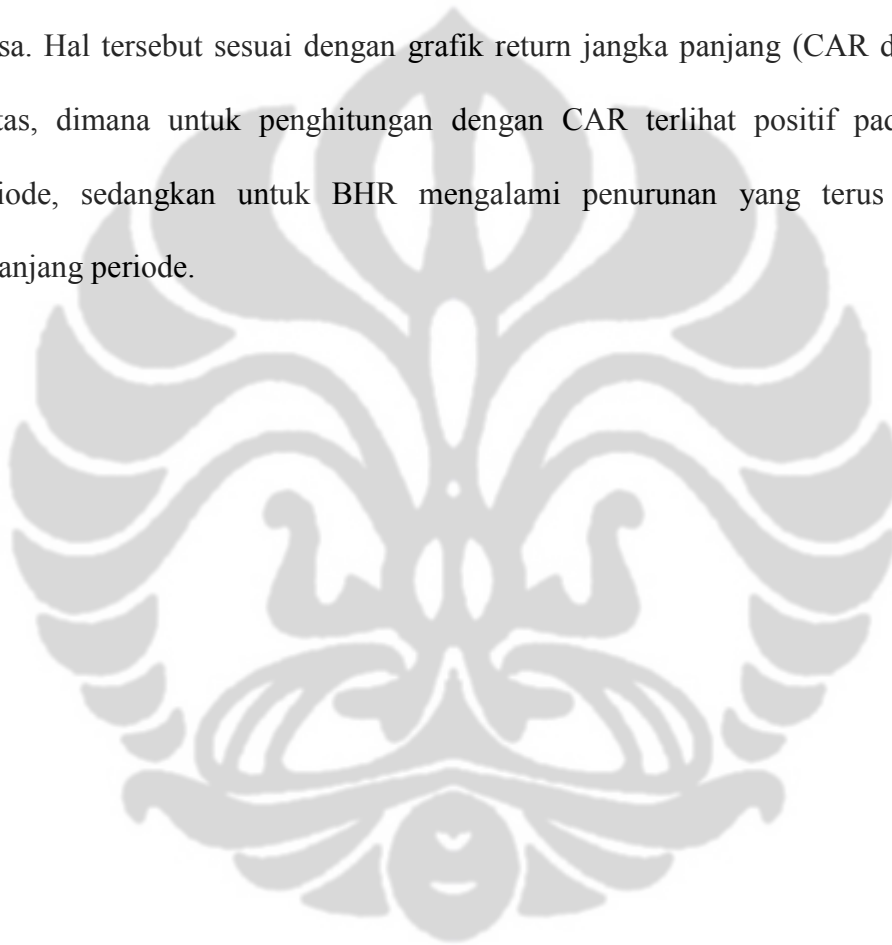
\*Signifikan pada level 10%

\*\*Signifikan pada level 5%

\*\*\*Signifikan pada level 1%

Sesuai dengan hipotesis bahwa ada *overreaction market* terhadap saham perdana, yaitu kondisi dimana pasar bereaksi berlebihan terhadap saham perdana karena investor terlalu optimis terhadap saham baru, sehingga pada jangka panjang pasar melakukan koreksi dan harga saham perdana menjadi jatuh. Implikasi dari hal tersebut adalah makin besar *initial return* saham perdana maka akan makin jelek kinerja jangka panjangnya sebagai akibat dari adanya koreksi dari pasar. Untuk membuktikan adanya fenomena *overreaction market* pada saham perdana di bursa efek Jakarta, maka dicari korelasi antara *initial return* (abnormal return pada penutupan hari 1) dengan return jangka panjangnya, yaitu return pada ahri ke 120, 240, 360, 480, 600, dan 720 setelah listing. Return jangka panjang disini adalah CAR-raw dan BHR.

Berdasarkan uji korelasi pearson, terdapat hubungan yang positif antara IR dan CAR untuk seluruh periode, tetapi tidak signifikan. Berbeda dengan CAR, korelasi antara IR dengan BHR menunjukkan hubungan yang negatif untuk seluruh periode (kecuali untuk periode hari ke 120). Hubungan yang negatif antara IR dan BHR tersebut signifikan untuk periode 480, 600, dan 720 setelah listing di bursa. Hal tersebut sesuai dengan grafik return jangka panjang (CAR dan BHR) diatas, dimana untuk penghitungan dengan CAR terlihat positif pada semua periode, sedangkan untuk BHR mengalami penurunan yang terus menerus sepanjang periode.



#### 4.3 KINERJA OPERASI PERUSAHAAN PASCA IPO

Untuk melihat bagaimana kinerja operasi perusahaan pasca IPO penulis menggunakan beberapa variabel seperti *Growth Revenue/Sales*, *Operating Return on Asset*, *Operating Cash Flow deflated by Total Asset*, *Asset Turnover*, dan *Operating Profit Margin*. Penulis melakukan pengujian terhadap median dari variabel-variabel kinerja operasi pada T0, T+1, T+2, dan T+3 dengan variabel-variabel kinerja operasi pada T-1 (satu tahun sebelum IPO). selain itu, penulis juga melakukan pengujian apakah terdapat hubungan (korelasi) antara return awal saham dengan kinerja operasi setelah IPO.

Sebelum mengemukakan bukti-bukti terjadinya penurunan kinerja operasi pada perusahaan IPO, terlebih dahulu penulis akan memaparkan statistik deskriptif dari sampel.

**Tabel 4.13**  
**Ringkasan Statistik deskriptif Kinerja Operasi Sampel yang ada pada**  
**prospectus perusahaan**

<b>Descriptive Measure</b>	<b>Mean</b>	<b>Median</b>	<b>Maximum</b>	<b>Minimum</b>
Initial Return (%)	47.70	22.13	270.83	-32.56
Sales (juta)	1,041,900	48,643	33,490,543	1,829
Total asset (juta)	6,055,955	79,231	261,285,909	7,309
Operating Profit (juta)	141,158	5,295	4,572,421	-22,128
Op. Cashflow (juta)	242,146	16	7,566,370	-181,957
OROA (%)	4.83	4.36	40.66	-104.2
OCDTA (%)	0.30	0.08	69.41	-55.64
AT (%)	74.64	46.28	88.99	549.32
OPM (%)	2.29	11.49	65.82	-390.89

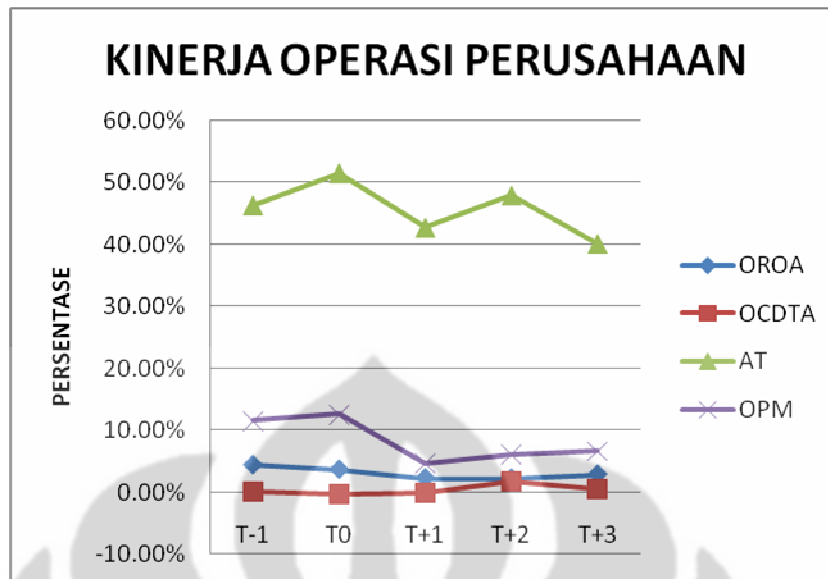
*Ket: data diolah oleh penulis*

#### 4.3.1 Analisis Kinerja Operasi Perusahaan Setelah Melakukan IPO

Perubahan kinerja operasi diukur dengan membandingkan antara kinerja operasi perusahaan pada T0, T+1, T+2, dan T+3 dengan kinerja operasi yang terdapat dalam informasi prospektus (T-1).

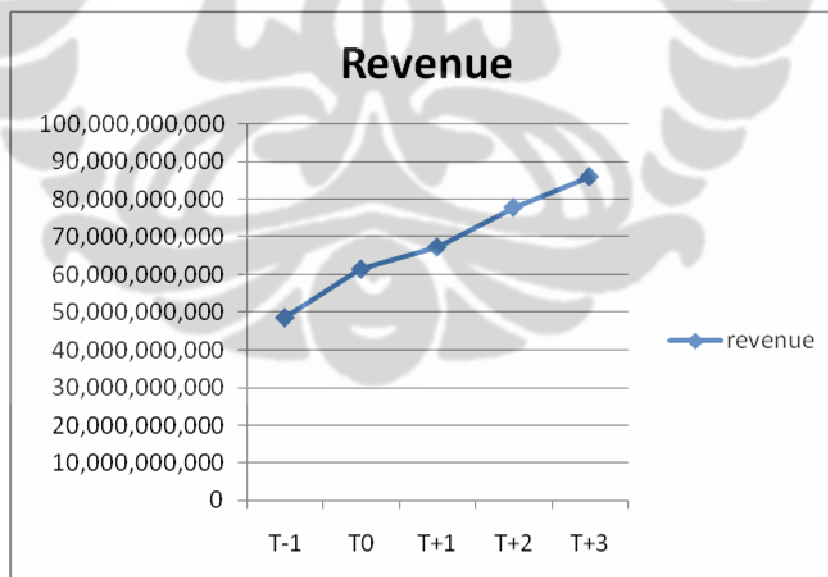
Penelitian mengenai kinerja operasi perusahaan setelah melakukan IPO telah dilakukan oleh Jain dan Kini (1994) dan Kim et all (2003) untuk pasar diluar negeri. Dari penulisan tersebut, diketahui bahwa telah terjadi penurunan kinerja operasi perusahaan setelah perusahaan tersebut melakukan IPO. sejalan dengan penulisan Jain dan Kini serta Kim et all, penulisan yang dilakukan oleh Martani dan Hasyim juga menemukan hal yang sama, yaitu telah terjadi penurunan kinerja operasi pada perusahaan yang melakukan IPO.

Pada penulisan ini penulis menggunakan sampel dari seluruh industri yang melakukan IPO dari tahun 2000-2004. Dari pengujian yang telah dilakukan, ditemukan bahwa telah terjadi penurunan kinerja operasi setelah perusahaan melakukan IPO, kecuali untuk variabel *Revenue (Sales)*.



Gambar 4.5

Grafik Kinerja Operasi Perusahaan (OROA, OCDTA, AT dan OPM) Dengan Menggunakan Nilai Median



Gambar 4.6

Grafik Kinerja Operasi Perusahaan (REVENUE/SALES) Dengan Menggunakan Nilai Median

Kinerja operasi tertinggi terjadi pada periode tahun IPO atau satu tahun sebelum IPO. kinerja pada periode tersebut tidak dapat dicapai pada periode setelah IPO. hasil ini konsisten dengan hasil penulisan Jain dan Kini (1994), Gusnanti (1999) dan Sulistyanto dan Wibisono (2003). Hasil analisis ini juga membenarkan dugaan bahwa perusahaan yang akan melakukan IPO cenderung menunjukkan tingkat pertumbuhan kinerja yang tinggi pada periode sebelum IPO (T-1 dan T-0).

Hipotesis H8 diterima berdasarkan hasil pengujian dengan *wilcoxon sign rank test*, pada variabel *sales* (T0, T1, T2, T3), OROA (T1, T2, T3), dan OPM (T2). Sedangkan untuk variabel OCDTA dan AT hasilnya tidak signifikan yang artinya tidak ada perbedaan kinerja operasi antara sebelum dengan sesudah perusahaan tersebut melakukan IPO. Jain dan Kini (1994) dan ditegaskan dalam Kim et al (2003) menyebutkan bahwa ketika perusahaan tertutup memutuskan untuk melakukan IPO, maka kepemilikan pemegang saham lama akan menurun. Penurunan kepemilikan saham ini akan berakibat pada meningkatnya konflik kepentingan (*conflict of interest*) setelah IPO. dan konflik kepentingan ini kemudian akan membuat *agency cost* semakin meningkat. *Agency cost* ini akan menyebabkan adanya penurunan dalam kinerja operasinya. Penulisan yang dilakukan Kim et al (2003) melihat adanya penurunan yang lebih dramatis dalam variabel kinerja operasi karena lingkungan yang lebih asimetrik dipasar modal yang sedang berkembang seperti Thailand. Tabel 4.14. menunjukkan median kinerja operasi perusahaan dari T-1 sampai T+3.

**TABEL 4.14**

**Kinerja Operasi Dari T-1 Sebelum IPO Sampai 3 Tahun Setelah IPO.**

	T-1	T0	T+1	T+2	T+3
<b>SALES</b>	48,643	61,457 -4.224 <sup>a</sup> (0.000)***	67,318 -4.827 <sup>a</sup> (0.000)***	77,812 -5.227 <sup>a</sup> (0.000)***	85,937 -4.820 <sup>a</sup> (0.000)***
<b>OROA</b>	4.36%	3.63% -319 <sup>a</sup> (0.750)	2.27% -3.067 <sup>b</sup> (0.002)***	2.24% -2.471 <sup>b</sup> (0.013)**	2.87% -2.072 <sup>b</sup> (0.038)**
<b>OCDTA</b>	0.08%	-0.31% -1.455 <sup>a</sup> (0.146)	-0.03% -0.684 <sup>a</sup> (0.494)	1.74% -1.322 <sup>b</sup> (0.186)	0.50% -0.368 <sup>b</sup> (0.713)
<b>AT</b>	46.28%	51.43% -0.831 <sup>a</sup> (0.406)	42.69% -0.757 <sup>a</sup> (0.449)	47.84% -0.540 <sup>a</sup> (0.589)	40.09% -0.158 <sup>b</sup> (0.875)
<b>OPM</b>	11.49%	12.60% -0.869 <sup>a</sup> (0.385)	4.66% -1.613 <sup>b</sup> (0.107)	6.15% -1.805 <sup>b</sup> (0.071)*	6.64% -1.560 <sup>b</sup> (0.119)

Pengujian statistic menggunakan wilcoxon signed ranks test

<sup>a</sup> nilai z statistic berdasarkan negative ranks

<sup>b</sup> nilai z statistic berdasarkan positive ranks

\*signifikan pada level 10%

\*\* signifikan pada level 5%

\*\*\* signifikan pada level 1%

**a) Operating Return On Asset**

Penulis melakukan pengujian terhadap variabel kinerja operasi yaitu *operating return on asset* (disingkat OROA). Seperti yang ditunjukkan dalam tabel IV.9 Telah terjadi penurunan kinerja OROA dari dari T-1 ke T0 sebesar -1.97%. penurunan tersebut terus terjadi hingga tahun ke-3 setelah IPO. hasil uji wilcoxon menunjukkan hasil yang signifikan pada tahun T+1, T+2, dan T+3.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya, yaitu Jain dan Kini (1994). Pada penelitian Jain dan Kini (1994) juga ditemukan penurunan median OROA dari tahun T-1 ke T0 sebesar -3.58%. penurunan median OROA terjadi

sampai tahun ke 2 setelah IPO, dimana pada tahun pertama setelah IPO OROA menurun sebesar -7.60% dan kemudian menurun kembali sebesar -10.53%.

Penelitian ini juga mendukung penelitian yang dilakukan Hasyim (2004) dimana variabel OROA mengalami penurunan yang cukup signifikan dari T0 sampai T+3 jika dibandingkan dengan T-1.

**b) *Cashflow From Operating Deflated By Total Asset***

Untuk variabel *cashflow deflated total asset*, penulis menemukan bukti-bukti yang berbeda dibandingkan dengan penelitian-penelitian terdahulu. Penulisan yang dilakukan oleh Jain dan Kini (1994) menunjukkan bahwa terjadi penurunan signifikan untuk variabel ini. Kim et al (2003) juga menemukan penurunan median yang signifikan untuk variabel ini. Bahkan penurunan yang ditemukan lebih dramatis.

Pada penelitian ini Penulis menemukan bahwa dari sampel-sampel yang digunakan dalam penulisan ini, variabel ini hanya mengalami penurunan median pada T0. Untuk tahun-tahun berikutnya median OCDTA perusahaan sampel mengalami kenaikan. Tetapi tidak terdapat hasil yang signifikan. Ini terlihat dari median variabel yang justru naik untuk tahun pengamatan dari T-1 ke T0 sebesar 2.02%. Tapi kenaikan ini tidak signifikan berdasarkan uji Wilcoxon. Kemudian penurunan terjadi lagi sebesar -1.18% (dari T-1 ke T2) dan sebesar 5.18% (dari T-1 ke T+3) dimana kedua penurunan itu juga tidak signifikan berdasarkan uji Wilcoxon.



**c) *Operating Profit Margin***

penelitian yang dilakukan terhadap *operating profit margin* (disingkat OPM) menunjukkan bahwa telah terjadi penurunan dalam kinerja operasi. Median dari OPM untuk perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2000-2002. pada T0 terjadi kenaikan nilai OPM dibandingkan tahun T-1. namun nilai tersebut kembali menurun pada T+1. pada T+2 dan T+3 nilai OPM kembali meningkat. Hasil statistik menunjukkan penurunan yang signifikan pada T+2.

Kesimpulan dari penulisan ini adalah bahwa kinerja operasi dalam industry manufaktur yang ditentukan melalui tiga variabel (OROA, CFDTA, dan OPM) menunjukkan adanya penurunan (*underperformance*) untuk tiga variabel tersebut. Namun ada suatu periode dimana nilai variabel pada suatu periode lebih tinggi daripada nilai variabel tersebut sebelum melakukan IPO. Namun kenaikan tersebut tidak ada yang signifikan secara statistik.

**d) *Asset Turnover***

Variabel *asset turnover* (AT) digunakan oleh penulis untuk melihat apakah penurunan kinerja operasi tersebut disebabkan oleh ketidakpastian penggunaan asset oleh perusahaan. Maka variabel ini pun perlu dijadikan sebagai ukuran untuk melihat apakah penurunan kinerja operasi itu disebabkan oleh penurunan dalam AT. Selain AT, penulis juga menggunakan variabel *revenue (sales)* untuk melihat apakah penurunan itu mungkin disebabkan karena adanya penurunan dalam penjualan perusahaan setelah melakukan IPO.

Penulis menemukan bahwa median ATO tidak mengalami penurunan, bahkan justru mengalami kenaikan pada T0. Walaupun kenaikan tersebut tidak signifikan berdasarkan uji wilcoxon. Penurunan AT terjadi pada tahun T+1, T+2, dan T+3 setelah IPO.

#### **e) Revenue (Sales)**

Dari variabel sales (penjualan) juga ditemukan adanya bukti bahwa terjadi kenaikan signifikan untuk semua waktu pengamatan dengan menggunakan uji wilcoxon. Pertumbuhan penjualan yang dialami oleh perusahaan-perusahaan sampel ini sebanding dengan apa yang ditemukan oleh Jain dan Kini (1994) yang juga menemukan adanya pertumbuhan yang signifikan dalam penjualan dan menguatkan dugaan bahwa penurunan dalam variabel kinerja operasi pada perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO bukan dikarenakan hilangnya kesempatan dalam penjualan. IPO justru semakin memberikan kesempatan bagi perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO untuk mendapatkan pertumbuhan yang signifikan.

Penelitian untuk variabel penjualan ini menggunakan nilai nominal (dalam juta rupiah) sehingga kenaikan yang terjadi dapat disebabkan oleh adanya kenaikan inflasi dan faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan untuk melihat kenaikan ini. Tetapi kenaikan yang sangat besar ini menunjukkan bahwa kinerja operasi yang turun tidak disebabkan oleh tidak adanya kesempatan untuk melakukan penjualan setelah perusahaan melakukan IPO.

#### 4.3.2 Korelasi Antara Return Awal dengan kinerja Operasi Perusahaan

Dari uji korelasi yang telah dilakukan untuk melihat hubungan antara perubahan *Initial Return* (IR) dan median OROA dengan menggunakan uji korelasi pearson memperlihatkan bahwa tidak terdapat hubungan yang kuat antara IR dengan perubahan OROA dari tahun T-1 ke T0, T-1 ke T+1, T-1 ke T+2, dan T-1 ke T+3.

Hasil yang sama juga terlihat dari hubungan antara IR dengan perubahan OCDTA, OPM, dan Revenue/Sales Perusahaan, yakni tidak adanya hubungan yang signifikan. Hubungan yang signifikan hanya terjadi antara IR dengan perubahan AT pada tahun T0 dan T+2.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Jain dan Kini (1994), dimana tidak terdapat hubungan yang signifikan antara *return awal* saham dengan kinerja operasi perusahaan pasca-IPO

**Tabel 4.15**

**Hasil Uji Korelasi Antara IR Dan Perubahan Dalam Kinerja Operasi**

<b>Panel A korelasi antara IR dan perubahan dalam OROA</b>				
	Dari T-1 ke T0	Dari T-1 ke T+1	Dari T-1 ke T+2	Dari T-1 ke T+3
<b>Pearson correlation</b>	.162	.147	.140	.150
<b>Sig (2-tailed)</b>	.209	.254	.278	.246

<b>Panel B korelasi antara IR dan perubahan dalam OCDTA</b>				
	Dari T-1 ke T0	Dari T-1 ke T+1	Dari T-1 ke T+2	Dari T-1 ke T+3
<b>Pearson correlation</b>	.056	-.093	-.075	-.110
<b>Sig (2-tailed)</b>	.665	.470	.561	.397

<b>Panel C korelasi antara IR dan perubahan dalam AT</b>				
	Dari T-1 ke T0	Dari T-1 ke T+1	Dari T-1 ke T+2	Dari T-1 ke T+3
<b>Pearson correlation</b>	.460	-.010	.276	.020
<b>Sig (2-tailed)</b>	.000***	.938	.030**	.880

<b>Panel D korelasi antara IR dan perubahan dalam OPM</b>				
	Dari T-1 ke T0	Dari T-1 ke T+1	Dari T-1 ke T+2	Dari T-1 ke T+3
<b>Pearson correlation</b>	.137	.173	.131	.156
<b>Sig (2-tailed)</b>	.289	.179	.311	.225

<b>Panel E korelasi antara IR dan perubahan dalam REVENUE</b>				
	Dari T-1 ke T0	Dari T-1 ke T+1	Dari T-1 ke T+2	Dari T-1 ke T+3
<b>Pearson correlation</b>	.068	.048	-.064	-.023
<b>Sig (2-tailed)</b>	.599	.713	.620	.858

\*\*signifikan pada level 5%

\*\*\*signifikan pada level 1%