

BAB II

KERANGKA TEORI DAN METODE PENELITIAN

2.1 Tinjauan Pustaka

Initial Public Offering (IPO) telah menjadi objek penelitian yang menarik sejak beberapa tahun silam. Penelitian mengenai bagaimana kinerja saham IPO dan bagaimana kinerja perusahaan yang melakukan IPO telah banyak dilakukan oleh peneliti sebelumnya, diantaranya adalah: Ritter (1991), Jain dan Kini (1994), Kim et al (2002), Drobetz, Kammerman, Walchli (2003), Martani (2004), Kusumawardhani (2005), Suroso (2006), dan Hasyim (2006).

Ritter (1991) melakukan penelitian terhadap 1526 sampel perusahaan IPO di AS pada periode 1975-1984. Dalam penelitian tersebut Ritter (1991) meneliti bagaimana *initial return* dan kinerja saham IPO dalam jangka panjang. *Initial return* diukur dengan membandingkan antara harga saham pada hari perdagangan dengan harga saham saat IPO. Dari penelitian tersebut didapat *initial return* sebesar 16.4%. Dalam jangka panjang, Ritter (1991) menemukan rata-rata HPR (*Holding Period Return*) sebesar 34.47% dalam waktu 3 tahun setelah IPO, sedangkan rata-rata HPR dari *matching firm* adalah 61.86%. Perhitungan *return* dengan menggunakan CAR menghasilkan *return* yang negatif untuk 31 bulan dari 36 bulan. *Return* yang negatif ditunjukkan dengan penurunan secara terus

menerus pada jangka panjang dimana CAR pada akhir bulan 36 menjadi negatif sebesar 29.13%.²³

Jain dan Kini (1994) menemukan bahwa perusahaan yang melakukan IPO menunjukkan penurunan kinerja operasi dibandingkan sebelum melakukan IPO. berdasarkan sampel 682 perusahaan di AS dalam periode 1976-1988, Jain dan Kini (1994) menemukan bahwa nilai rata-rata ROA (*return on asset*) berada pada level minus yaitu -2.91%, -6.24%, -8.12%, -6.81% untuk tahun ke 0, +1, +2, +3. Penurunan kinerja operasi juga terlihat dari menurunnya variabel OCDTA (*operating cashflow deflated by total asset*) dan AT (*asset turnover*) pada T0, T+1, T+2 dan T+3 dibandingkan dengan sebelum IPO (T-1). Sementara itu nilai penjualan dan *capital expenditure* mengalami pertumbuhan jauh lebih cepat dibanding perusahaan sejenis dalam industri. Pertumbuhan *Sales* tiap tahun dibandingkan dengan T-1 adalah 19.80%, 38.70%, 60.97%, dan 80.67%. sedangkan *capital expenditure* adalah 75.52%, 109.09%, 107.13%, dan 111%.²⁴

Kim et al (2002) meneliti kinerja operasi perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana di Thailand. Secara keseluruhan Kim et al (2002) menemukan kalau kinerja perusahaan tersebut menurun. Selain itu, Kim et al (2002) juga meneliti hubungan antara kepemilikan manajemen dan perubahan pada kinerja perusahaan. Dalam penelitian tersebut ditemukan bahwa perusahaan dengan tingkat kepemilikan manajemen berpengalaman yang rendah dan tinggi memiliki hubungan yang positif dengan perubahan kinerja. Dan ketika perusahaan

²³ Jay R. Ritter (1991). *Loc.cit*

²⁴ Bharat A. Jain and Omesh Kini (1994). *Loc.cit*

memiliki kemampuan manajemen yang menengah, terdapat hubungan yang negatif antara kepemilikan manajemen dengan perubahan kinerja. Penelitian mengenai kinerja operasi perusahaan di pasar Thailand ini dilakukan terhadap 133 sampel pada periode 1987-1993.²⁵

Drobetz, Kammerman, dan Walchli (2003) meneliti kinerja 150 saham IPO dengan periode 1983-2000. Drobetz et al (2003) mencoba meneliti pengaruh ketidakpastian (*uncertainty*) investor, reputasi *underwriter*, *signaling* emiten, dan *market cyclical* terhadap *initial return* saham. Selain itu mereka juga meneliti kinerja jangka panjang saham dengan menggunakan metode *Cumulative Abnormal return* (CAR) dan *Buy and Hold Return* (BHR). Dari hasil penelitiannya didapat rata-rata *market-adjusted initial return* sebesar 34.97%. Penelitiannya memberikan penjelasan yang dapat menerangkan *underpricing* di Switzerland, diketahui kalau *uncertainty* investor, *market cyclical*, dan *signaling* dari emiten mempengaruhi *initial return* saham. Untuk kinerja jangka panjang, dengan menggunakan CAR didapat return yang negatif sebesar -7.45% setelah 36 bulan, -31.15 setelah 60 bulan, dan menjadi -101.33 setelah 120 bulan. Jika menggunakan perhitungan BHR, return saham setelah 5 tahun menjadi -26.17%.²⁶

Martani (2004) meneliti Pengaruh Manajemen Informasi dan Determinan Lain Terhadap Harga Saham, *Initial Return*, dan Kinerja Jangka Panjang Saham. Manajemen informasi yang digunakan adalah indeks pertumbuhan penjualan

²⁵ Kenneth A. Kim, Pattanaporn Kitsabunnarat, John R. Nofsinger, *Ownership and Operating Performance in an Emerging Market: Evidence From Thai IPO Firms*. Journal of corporate finance, No. 10, 2002, 355-381.

²⁶ Drobetz, Kammerman, and Walchli (2003). *Op.cit.* p 8-31

sebelum IPO, indeks pertumbuhan sesudah IPO, dan pergantian auditor. Untuk melihat pengaruh hubungan tersebut digunakan data empiris perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1989-2000. Hasil penelitiannya menguatkan dugaan munculnya initial return yang positif sebesar 15,297%. Perusahaan terbukti melakukan manajemen informasi dengan menunjukkan tingkat pertumbuhan penjualan secara rata-rata lebih tinggi pada periode sebelum IPO dibandingkan pertumbuhan penjualan pada periode setelah IPO. secara rata-rata perusahaan mengalami penurunan kinerja saham dalam jangka panjang. Kinerja operasi yang diukur dengan tingkat pertumbuhan penjualan, *net profit margin*, *operating profit margin*, *return on investment*, *return on equity*, *operating profit to tal asset*, *earning per share* dan *price to book value* mengalami penurunan pada periode setelah IPO sampai dengan tahun kelima pengamatan dengan tingkat kinerja operasi tertinggi pada tahun IPO, kecuali untuk ROE dan OPTA pada periode sebelum IPO.²⁷

Kusumawardhani (2005) meneliti Pengaruh Underwriter dan Informasi Perusahaan Terhadap *Underpricing*. Dari sampel sebanyak 56 perusahaan diketahui bahwa selama tahun 2000-2003 tingkat *underpriced* yang terjadi rata-rata sebesar 68.14%. Kusumawardhani (2005) juga meneliti faktor-faktor yang dapat mempegaruhi tingkat *underpricing* saham, diantaranya adalah pengaruh dari reputasi underwriter yang ternyata memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap tingkat *underpriced* saham. Variabel lain seperti umur perusahaan,

²⁷ Dwi Martani (2004). *Op.cit.* h 160-173

prosentase saham yang ditahan pemilik lama. ROA, leverage, ukuran perusahaan, dan PER tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *underpricing* saham.²⁸

Penelitian yang dilakukan oleh Suroso (2006) -dengan mengambil periode pada tahun 1992-2002 dan membagi sampel kedalam 3 kondisi yang berbeda, yaitu sebelum krisis ekonomi (1992-1996), masa krisis ekonomi (1997-1999), dan setelah krisis ekonomi (2000-2002)- menemukan adanya rata-rata *initial return* yang positif sebesar 30.09%. Return awal terendah terjadi pada saham-saham yang melakukan IPO pada tahun 1992-1996, sedangkan return awal tertinggi terjadi pada saham-saham yang melakukan IPO pada tahun 2000-2002. Dengan menggunakan metode BHR selama 6 dan 12 bulan, Suroso (2006) menemukan adanya *overpricing* saham sebesar 6.08% dan 14.92%. *overpricing* tersebut terlihat lebih tinggi ketika return dikoreksi dengan return pasar (10.94% dan 18.95%).²⁹

Penelitian Hasyim (2006) dilakukan untuk melihat ada/tidaknya penurunan kinerja operasi manufaktur pada perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2000-2002. Dari hasil pengujian yang telah dilakukan atas kinerja operasi perusahaan, ditemukan adanya penurunan kinerja operasi (*operating underperformance*) yang signifikan untuk beberapa kinerja operasi yaitu variabel *operating return on asset* dan *operating profit margin*. *Underperformance* tersebut dimulai dari waktu pengamatan T-1 ke T+1, dari T-1 ke T+2, dan T-1 ke

²⁸ Dhina Susanti Kusumawardhani, “*Analisis Pengaruh Underwriter Dan Informasi Perusahaan Terhadap Underpricing*.” Thesis Magister Management Universitas Indonesia. 2005.

²⁹ Suroso. *Loc.cit*

T+3, sedangkan untuk waktu pengamatan T-1 ke T0 tidak ditemukan penurunan yang signifikan.³⁰

Pada penelitian ini, penulis tidak hanya ingin menganalisis bagaimana return awal (jika investor membeli saham saat penawaran dan menjualnya pada harga penutupan hari pertama perdagangan) dan return jangka panjang saham IPO, tetapi juga melihat bagaimana kinerja operasi perusahaan pasca IPO. Penghitungan return dalam jangka panjang akan menggunakan dua metode, yaitu CAR dan BHR (raw dan market adjusted). Penulis akan menganalisis faktor-faktor apa saja yang berpengaruh terhadap return awal saham IPO (penulis akan menguji beberapa variabel yang pernah diteliti oleh Drobetz, Kammerman, Dan Walchli (2003)). Selain itu, penulis akan melihat korelasi antara return awal saham dengan return jangka panjang saham serta korelasi antara return awal dengan kinerja operasi pasca IPO.

³⁰ Arief Rahman Hasyim. *loc.cit*

2.1 Konstruksi Model Teoritis

2.2.1 Initial Public Offerings (IPO)

a. Definisi

Penawaran umum perdana atau Initial Public Offerings (IPO) adalah kegiatan penawaran saham yang dilakukan oleh emiten kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur oleh Undang-Undang Pasar Modal dan Peraturan Pelaksanaannya.³¹

Penawaran umum adalah kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten kepada masyarakat dengan menggunakan media massa kepada lebih dari 100 (seratus pihak) atau telah dijual kepada lebih dari 50 (lima puluh pihak) dalam batas waktu tertentu.³²

An initial public offering (IPO) occurs when a security is sold to the general public for the first time, with the expectation that a liquid market will develop.³³

Dari definisi-definisi *initial public offering* atau penawaran saham perdana di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa IPO atau penawaran saham perdana adalah sekuritas yang ditawarkan kepada masyarakat luas untuk pertama kalinya dengan syarat-syarat yang telah ditetapkan oleh undang-undang pasar modal, seperti menggunakan media massa kepada lebih dari 100 (seratus pihak) atau telah dijual kepada lebih dari 50 (lima puluh pihak) dalam batas waktu tertentu dengan harapan akan meningkatkan likuiditas pasar.

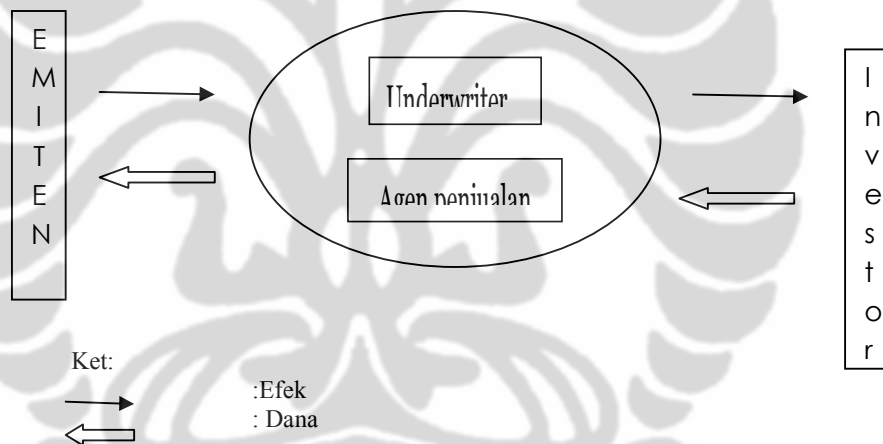
³¹ Tjiptono Darmadji dan Hedy M Fakhruddin. *Loc.Cit*

³² Undang-Undang Pasar Modal pasal 1

³³ Jay R. Ritter. *Initial Public Offering*. Contemporary Finance Digest, Vol. 2, 1998, p 1

b. Aktivitas Perdagangan Saham Pada Pasar Perdana Dan Pasar Sekunder³⁴

Pasar perdana merupakan pasar dimana efek-efek diperdagangkan untuk pertama kalinya, sebelum dicatatkan di bursa efek. Disini saham dan efek lainnya untuk pertama kalinya ditawarkan kepada investor oleh pihak penjamin emisi (*underwriter*) melalui perantara pedagang efek (*broker-dealer*) yang bertindak sebagai agen penjual saham. Proses ini biasa disebut dengan penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*). Pada umumnya proses perdagangan saham pada pasar perdana dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.1³⁵

Proses perdagangan saham pada pasar perdana

Sumber: Rusdin. *Pasar Modal: Teori, Masalah, Dan Kebijakan Dalam Praktik*

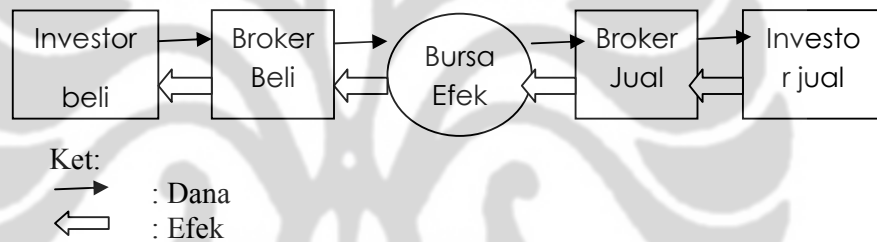
Pada penawaran umum awalnya saham diperdagangkan di pasar perdana . pasar perdana merupakan pasar dimana saham baru dijual kepada investor untuk pertama kali. Saham baru tersebut akan dibeli oleh individu, perusahaan bisnis

³⁴ Rusdin. *Pasar Modal: Teori, Masalah, Dan Kebijakan Dalam Praktik*. Bandung, Alfabeta, 2006, h.115-119

³⁵ *Ibid.*

lain, atau pemerintah. Pada pasar perdana dana mengalir dari pemodal (investor) kepada pengguna (emiten).

Pasar sekunder merupakan pasar dimana efek-efek yang telah dicatatkan dibursa efek diperjual-belikan. Pasar sekunder memberikan kesempatan kepada para investor untuk membeli dan menjual efek-efek yang tercatat di bursa, setelah terlaksananya penawaran saham perdana. Di pasar ini, efek-efek diperdagangkan dari satu investor ke investor lain. Proses perdagangan saham di pasar sekunder dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.2³⁶

Proses Perdagangan Saham Pada Pasar Sekunder

Sumber: Rusdin. Pasar Modal: Teori, Masalah, Dan Kebijakan Dalam Praktik

Dengan kata lain pasar sekunder merupakan pasar dimana pemodal dapat melakukan jual beli efek setelah efek tersebut dicatatkan di bursa. Jadi pasar sekunder merupakan kelanjutan dari pasar perdana. Perbedaan yang paling penting antara pasar perdana dan pasar sekunder adalah penerimaan dana. Dalam pasar perdana dana mengalir dari pemodal kepada pengguna sedangkan dalam pasar sekunder dana mengalir dari pemodal yang satu ke pemodal yang lain.

³⁶ *Ibid.*

Dari sisi kepentingan pemodal dalam hal membeli dan menjual saham maka terdapat beberapa perbedaan antara pasar perdana dengan pasar sekunder, yaitu:

Tabel 2.1³⁷

Perbedaan Pasar Perdana dan Pasar Sekunder

| Pasar Perdana | Pasar Sekunder |
|--|--|
| Harga Saham tetap | Harga saham berfluktuasi sesuai kekuatan demand dan supply |
| Tidak dikenakan komisi | Dibebankan komisi |
| Hanya untuk pembelian saham | Berlaku untuk pembelian maupun penjualan saham |
| Pemesanan dilakukan melalui agen penjualan | Pemesanan dilakukan melalui anggota bursa |
| Jangka waktu terbatas | Jangka waktu tidak terbatas |

Sumber: Frank J Fabozzi, *Investment Management*, 2nd Edition, Prentice Hall, 1999

c. Manfaat pelaksanaan IPO bagi perusahaan³⁸:

Dengan menjadi perusahaan publik, banyak sekali manfaat yang dapat diperoleh perusahaan, di antaranya: perusahaan dapat memperoleh sumber pendanaan baru untuk pengembangan, baik untuk penambahan modal kerja maupun untuk ekspansi usaha. Dengan menjadi perusahaan publik kendala pendanaan tersebut akan lebih mudah diselesaikan.

Memberikan *Competitive Advantage* untuk pengembangan usaha. Dengan menjadi perusahaan publik, perusahaan akan memperoleh banyak *competitive advantages* untuk pengembangan usaha di masa yang akan datang, yaitu antara

³⁷ Frank J Fabozzi, *Investment Management*, 2nd Edition, Prentice Hall, 1999

³⁸ www.bei.co.id

lain: Melalui penjualan saham kepada publik perusahaan berkesempatan untuk mengajak para partner kerjanya seperti pemasok (*supplier*) dan pembeli (*buyer*) untuk turut menjadi pemegang saham perusahaan.

Peningkatan Kemampuan *Going Concern* (kemampuan untuk tetap dapat bertahan dalam kondisi apapun termasuk dalam kondisi yang dapat mengakibatkan bangkrutnya perusahaan). Dengan menjadi perusahaan publik, kemampuan perusahaan untuk dapat mempertahankan kelangsungan hidupnya akan jauh lebih baik dibandingkan dengan perusahaan tertutup.

Meningkatkan Citra Perusahaan. Dengan *go public* suatu perusahaan akan selalu mendapat perhatian media dan komunitas keuangan. Hal ini berarti perusahaan tersebut mendapat publikasi secara gratis, sehingga dapat meningkatkan citranya. Peningkatan citra tersebut tentunya akan memberikan dampak positif bagi pengembangan usaha di masa depan.

Meningkatkan Nilai Perusahaan, dengan menjadi perusahaan publik yang sahamnya diperdagangkan di Bursa, setiap saat dapat diperoleh valuasi terhadap nilai perusahaan. Setiap peningkatan kinerja operasional dan kinerja keuangan umumnya akan mempunyai dampak terhadap harga saham di Bursa, yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan.

d. Tujuan Investor dalam IPO

Tujuan investor melakukan investasi adalah untuk mendapatkan imbal hasil (*return*) yang dapat meningkatkan kesejahteraan mereka. Return adalah

motivasi bagi investor dalam proses investasi, walaupun mungkin pada saat melakukan investasi mereka harus menghadapi berbagai risiko.

Return atas suatu investasi dapat dibagi menjadi 2 jenis, yaitu *Yield* dan *Capital Gain*.³⁹ *Yield* merupakan pendapatan yang didapat oleh seorang investor secara periodik yang dapat berupa pembayaran dividen ataupun bunga. Sedangkan *Capital Gain* merupakan pendapatan yang diterima investor dari hasil selisih antara harga beli dan harga jual.

Pengukuran return sangat penting bagi investor, karena dengan melihat return yang diperoleh, investor dapat menilai seberapa baik investasi yang dilakukan. Return dan abnormal return dapat diukur dengan menggunakan beberapa pendekatan, diantaranya adalah:⁴⁰

1) Pendekatan Actual Return

Pendekatan ini adalah pendekatan yang paling sederhana karena pendekatan ini mengasumsikan *expected return* selama *event window* adalah nol. Dengan demikian menurut pendekatan ini abnormal return adalah sama dengan total return. Total return dapat dihitung sebagai perubahan harga dibagi dengan harga pada awal periode. Jika terdapat pembayaran dividen maka pembayaran dividen tersebut akan ditambahkan pada selisih perubahan harga

³⁹ Charles P Jones, *Loc. Cit*

⁴⁰ Untung Affandi dan Sidharta utama, *Uji Efisiensi Bentuk setengah Kuat pada bursa Efek Jakarta*, Manajemen Usahawan Indonesia, No. 3, Th XXVII, Maret 1998. (dikutip dari penelitian Emilia Kristanti Yudhi)

2) Pendekatan Adjusted Market Return

Menurut pendekatan ini return suatu saham dipengaruhi oleh return pasar (*market return*), dimana pengaruh pasar adalah sama untuk semua saham. Oleh karenanya menurut pendekatan ini, *abnormal return* adalah sama dengan total return dikurangi return pasar. Return pasar pada suatu periode dihitung sebagai selisih dari IHSG pada akhir dan awal periode yang dibagi dengan IHSG awal periode.

e. Kinerja Saham IPO dalam Jangka Pendek dan Jangka Panjang

Berkaitan dengan kinerja saham IPO sejumlah studi mencatat beberapa anomali yang mengikuti pelaksanaan IPO, yaitu: *Short-Term Underpricing* dan *Long-Term Overpricing*. Anomali pertama dalam pelaksanaan IPO adalah *Underpricing*. Fenomena *underpricing* adalah fenomena dimana investor yang membeli saham pada saat penawaran dan menjualnya kembali pada hari perdagangan pertama akan memperoleh *initial return* yang positif⁴¹. *Initial return* merupakan perubahan harga yang dihitung dengan membandingkan *offering price* dengan *market price* pada saat perdagangan hari pertama⁴². Beberapa penelitian sebelumnya yang menemukan adanya *underpricing* pada saham (lihat Tabel 2.2):

Kebalikan dengan *underpricing*, dalam jangka panjang saham IPO akan memberikan return yang negatif kepada investor. Dalam beberapa literature, fenomena *overpricing* ini juga disebut dengan *underperformance* (Rajan dan Servaes, 1997).

⁴¹ Shinta D. Y Rotty. *Investigasi Anomali IPO Di Bursa Efek Jakarta*, 2002, (dikutip dari penelitian Arief Rahman Hasyim h. 13.

⁴² Jay R. Ritter. 1998. *Loc.Cit*

Tabel 2.2⁴³
Rata-Rata *Underpricing* di 28 Negara

| Country | Reference | period | Sample size | Mean <i>underpricing</i> |
|---------------|---|-----------|-------------|--------------------------|
| ▪ Australia | Lee, et. al (1999) | 1976-1994 | 328 | +15.2% ^a |
| ▪ Austria | Aussenegg (2000B) | 1984-1999 | 76 | +6.5% |
| ▪ Belgium | Rogiers et al (1993), Manigart ^b | 1984-1999 | 69 | +15.7% |
| ▪ Brazil | Leal (1998) | 1979-1992 | 66 | 74.1% |
| ▪ Chile | Aggarwal et al, maturan | 1982-1997 | 5 | 8.8% ^a |
| ▪ Denmark | Jakobsen dan Sorensen (1999) | 1984-1998 | 117 | 5.4% ^a |
| ▪ Finland | Keloharju (1993) dan Rimpi (1998) | 1984-1997 | 102 | 9.9% |
| ▪ Germany | Ljungqvist (1999) | 1987-1994 | 407 | 27.7% |
| ▪ Hongkong | Zhao dan Wu b | 1990-1996 | 334 | 15.9% ^a |
| ▪ Indonesia | Hanafi (1997) | 1989-1994 | 106 | 15.1% |
| ▪ Italy | Giudici dan Paleari (1999) | 1985-1998 | 135 | 20.3% |
| ▪ Japan | Fukuda et al Harnao et al ^b | 1970-1996 | 975 | 24.0% ^a |
| ▪ Korea | Dhatt et all, Choi dan Heo ^b | 1980-1996 | 477 | 74.3% ^a |
| ▪ Malaysia | Isa dan Yong ^b | 1980-1998 | 401 | 104.1% |
| ▪ Mexico | Aggarwal et al | 1987-1990 | 37 | 33.0% |
| ▪ Netherland | Wessels Jenkinson et al ^b | 1982-1999 | 143 | 10.2% ^a |
| ▪ Nigeria | Ikoku ^b | 1989-1993 | 63 | 19.1% |
| ▪ Norway | Emilsen et al ^b | 1984-1996 | 68 | 12.5% |
| ▪ Philipina | Sullivan dan Unite ^b | 1987-1997 | 104 | 22.7% ^a |
| ▪ Poland | Ausseneg (2000a) | 1991-1998 | 159 | 33.1% |
| ▪ Singapore | Lee et al ^b | 1973-1992 | 128 | 31.4% ^a |
| ▪ Spain | Otero dan Fernandez (2000) | 1985-1997 | 58 | 12.8% ^a |
| ▪ Sweden | Holmen dan Hogfeldt (1999) | 1979-1997 | 233 | 29.3% ^a |
| ▪ Switzerland | Ogna et al (1999) | 1985-1994 | 55 | 34.6% |
| ▪ Taiwan | Lin dan Sheu ^b | 1986-1995 | 241 | 34.6% ^a |
| ▪ Tailand | Wetyavivorn dan Koo-Smith ^b | 1987-1997 | 292 | 46.7% ^a |
| ▪ UK | Loughran et al (1994 Upd 2000) | 1959-1999 | 2,802 | 13.9% |
| ▪ USA | Ibbotson et al | 1960-1999 | 14,376 | 17.4% ^a |

Catatan:

a. raw return hari pertama

b. dari loghran, ritter, dan Rydgvist (1994)

Beberapa penelitian empiris telah dilakukan di beberapa negara di dunia, seperti yang pernah dilakukan oleh Ritter (1991) dan Lougran and Ritter (1995).

⁴³ Roberto Arosio, Giancarlo Giudici, and Stefano Paleari, *What Drives the initial market cyclical of Italian IPOs? An Empirical Investigation on Underpricing and Price Support*, Working Paper. 2000 (dikutip dari penelitian Suroso)

Penelitian yang dilakukan Ritter (1991) terhadap 1526 sampel saham perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1975-1984 menemukan adanya penurunan kinerja saham dalam jangka waktu 3 tahun setelah IPO. Penurunan kinerja tersebut diukur dengan dua metode, yaitu *Cumulative Abnormal Return (CAR)* dan *Buy and Hold Return (BHR)*. Perhitungan dengan menggunakan CAR menghasilkan return yang negatif pada bulan ke-36 sebesar -29.3%. sedangkan ketika menggunakan metode BHR, return perusahaan IPO adalah 34.47%. return tersebut lebih kecil dibandingkan dengan return dari *matching firm*, yaitu 61.86%.

Kinerja jangka panjang yang rendah masih ditemukan ketika Loughran dan Ritter (1995) meneliti kinerja saham setelah lima tahun diperdagangkan di bursa. Penelitian yang dilakukan oleh Loughran dan Ritter (1995) ini mendokumentasikan bahwa investor yang membeli saham IPO pada tahun 1970-1990 hanya mendapatkan average return sebesar 5% per tahun.⁴⁴

Dalam menilai kinerja jangka panjang saham IPO, terdapat dua metode yang biasa digunakan oleh penelitian sebelumnya, yaitu: 1) keuntungan kumulatif saham, 2) keuntungan beli dan menahan saham

1) Keuntungan Kumulatif Saham

Ritter (1991) mengukur kinerja jangka panjang saham pasca IPO dengan penjumlahan rata-rata return saham yang dikoreksi dengan return pasar, dengan rumusan sebagai berikut:

⁴⁴ Tim Loughran and Jay R. Ritter. *The New Issues Puzzle*. Journal of Finance. Vol. 50 No. 1. Maret 1995. P 23-51

$$CAR_{q,s} = \sum_{t=q}^s ART \quad (2.1)^{45}$$

Dimana:

$CAR_{q,s}$ = return kumulatif yang dikoreksi dengan return pasar dari bulan q ke bulan bulan s. Ritter (1991) menyebutnya sebagai *cumulative adjusted after market cyclical*.

$Art = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ar_{it}$, yaitu rata-rata return portfolio sejumlah n saham pada bulan t yang dikoreksi dengan return pasar ($ar_{it} = r_{it} - r_{mt}$)

Ar_{it} = market adjusted return saham I pada bulan t, r_{it} = return saham I pada bulan t; dan r_{mt} = return portofolio pasar pada bulan t.

2) Keuntungan Beli dan Menahan Saham

Keuntungan saham karena membeli dan menahan untuk periode waktu tertentu didefinisikan sebagai buy and hold return (BHR). Banyak peneliti mengukur kinerja jangka panjang saham-saham IPO dengan metode buy and hold return (diantaranya: Ritter, 1991; Drobetz et al, 2003; Martani, 2004). Terdapat beberapa model penghitungan BHR, yaitu:

$$a. R_i = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) \quad (2.2)^{46}$$

Dimana:

R_i = raw return perusahaan i pada bulan t

T = Jumlah Bulan.

$$b. ABH_t = \sum_{t=1}^N \frac{[\prod_{t=0}^T (1+r_{it}) - \prod_{t=0}^T (1+m_{it})]}{N} \quad (2.3)^{47}$$

⁴⁵ Ritter (1991). *Op.Cit.* p 7

⁴⁶ *Ibid.* p 14

⁴⁷ Dikutip dari penelitian Suroso (2006). *Op.Cit.* h 32

Dimana:

ABH_t = average return sekuritas karena menahan selama periode T (T₀-T₁),
yang dikoreksi dengan return pasar.

R_{it} = raw return sekuritas pada saat t

M_{it} = return pasar pada saat t sebagai benchmark

N = jumlah perusahaan

c. $BHAR_{IPO,T} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N BHAR_{i,T}$

Dengan,

$$BHAR_{i,T} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{Bt}) \quad (2.4)^{48}$$

Dimana,

BHAR = Buy and Hold Abnormal Return

N = Jumlah Sampel

T = waktu pengukuran (periode pengukuran)

R_{it} = return saham *i* pada waktu *t*

R_{Bt} = Return pasar saat waktu *t*

d. $BHR = \frac{P_t + D - P_i}{P_i}$ dan $BHAR = \frac{P_t + D - P_i}{P_i} - \frac{I_t - I_i}{I_i}$ (2.5)⁴⁹

Dimana,

P_t : Harga saham pada periode *t*

D : kumulatif deviden yang dibagikan selama periode pengamatan.

P_i : harga saham pada saat hari pertama perdagangan di bursa.

I_t : indeks harga saham gabungan pada periode *t*

I_i : indeks harga saham pada saat saham tersebut listing di bursa (hari pertama diperdagangkan di bursa).

f. Kinerja Operasi Perusahaan

⁴⁸ Drobetz, Kammerman, and Walchli (2003). *Op. cit.* p 25

⁴⁹ Dwi Martani (2004). *Op.Cit.* h 79

Selain penurunan kinerja saham, beberapa peneliti sebelumnya juga telah meneliti kinerja operasi perusahaan pasca IPO (Jain dan Kini, 1994; Kim et al, 2004; Martani, 2004; Hasyim, 2006).

Rasio-rasio kinerja operasional mengindikasikan seberapa baik manajemen mengoperasikan bisnisnya. Rasio-rasio ini dapat dibagi menjadi dua kategori : *Operating Efficiency ratios* dan *Operating Profitability Ratios*. *Operating efficiency* terdiri dari *Total Asset Turnover*, *Net Fixed Asset Turnover*, dan *Equity Turnover*. Semua rasio tersebut akan melibatkan beberapa pos asset dan equitas, yang dibagi dengan penjualan untuk menentukan efisiensi perusahaan dalam menggunakan asset dan modalnya. Rasio-rasio *operating profitability* meliputi *Gross profit margin*, *Basic Earning Power*, *Operating Profit Margin*, *Net Profit Margin*, *Return on Total Capital*, dan *Return on total Equity*⁵⁰.

▪ *Total Asset Turnover*

Rasio ini digunakan untuk mengukur seluruh efektivitas perusahaan dalam menggunakan total asset-nya untuk menghasilkan sales (penjualan).

$$\text{Total Asset Turnover} = \frac{\text{Net Sales}}{\text{Total net Asset}} \quad (2.6)^{51}$$

⁵⁰ Andy Porman Tambunan. *Menilai Harga Wajar Saham (Stock Valuation)*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo, 2007. h.139

⁵¹ Eugene F. Brigham and Philip R Daves. *Intermediate Financial Management*, 8th, USA: Thomson, South Western, 2004, p 235 (dikutip dari Tambunan, 2007)

▪ **Net Fixed Asset Turnover**

Rasio ini digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan dalam menggunakan *fixed asset*-nya untuk menghasilkan sales (penjualan).

$$\text{Fixed Asset Turnover} = \frac{\text{Net Sales}}{\text{Net Fixed Asset}} \quad (2.7)^{52}$$

▪ **Equity Turnover**

Rasio ini digunakan untuk mengukur pendayagunaan modal ekuitas dalam menghasilkan sales.

$$\text{Equity Turnover} = \frac{\text{Net Sales}}{\text{Total Equity}} \quad (2.8)^{53}$$

▪ **Gross profit margin**

Rasio ini digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan dalam memanfaatkan sumber daya material dan buruh untuk menghasilkan sales.

$$\text{Gross Profit Margin} = \frac{\text{Gross Profit}}{\text{Net Sales}} \quad (2.9)^{54}$$

▪ **Basic Earning Power**

Digunakan untuk mengukur kemampuan dasar total asset perusahaan dalam menghasilkan laba sebelum dipengaruhi pajak dan hutang.

$$\text{Basic Earning Power} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Asset}} \quad (2.10)^{55}$$

⁵² *Ibid*, p 234

⁵³ *ibid*

⁵⁴ A.A Groppelli, Ehsan Nikbakht, Finance, 4th, Newyork, USA: Baron's Educational Series Inc, 2000, p.442 (dikutip dari Tambunan, 2007)

▪ **Operating Profit Margin**

Rasio ini digunakan untuk mengukur keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan melalui operasi usaha. Rasio ini memberikan informasi atas keuntungan perusahaan dari kegiatan utamanya (*core Business*) dan tidak dipengaruhi oleh investasi lain (seperti pendapatan melalui perusahaan afiliasi ataupun penjualan asset), *interest* (biaya ataupun pendapatan bunga), serta posisi perpajakan. Jadi murni berasal dari operasi perusahaan.

$$\text{OPM} = \frac{\text{Operating Profit}}{\text{Net Sales}} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Net Sales}} \quad (2.11)^{56}$$

EBIT (*Earning Before Interest and Tax*) adalah laba yang tersisa setelah mengurangi *Cost Of Goods Sold* (harga pokok penjualan) dan operating expense dari sales. EBIT sering juga disebut dengan *Operating Profit*.

▪ **Net Profit Margin**

Net Profit Margin dihasilkan dari seluruh tahapan usaha. Rasio ini didapat dengan membandingkan net income (laba bersih) dengan sales (penjualan)

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Net Sales}} \quad (2.12)^{57}$$

⁵⁵ Eugene F. Brigham dan Philip R. Daves, *Op.Cit.* p 239

⁵⁶ A.A. Groppelli, Ehsan Nikbakht, *Op. Cit* p 443

⁵⁷ Eugene F. Brigham dan Philip R. Daves, *Op.Cit.* p 238

▪ **Return on Equity (ROE)**

Rasio ini digunakan untuk mengukur *rate of return* (tingkat imbal hasil) ekuitas.

Net income juga sering disebut *Earning After Tax* (EAT).

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Equity}} = \frac{\text{EAT}}{\text{Total equity}} \quad (2.13)^{58}$$

▪ **Return on Asset**

Rasio ini digunakan untuk mengukur imbal hasil perusahaan yang diperoleh melalui pendayagunaan total assetnya.

$$\text{Return on Asset} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}} \quad (2.14)^{59}$$

Penelitian yang dilakukan oleh Jain dan Kini (1994) mengambil sampel perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1976-1988 di New York Stock Exchange (NYSE). Dari hasil penulisannya yang telah dilakukannya terhadap 682 sampel, ditemukan bahwa telah terjadi penurunan dalam kinerja operasi pasca IPO yang diukur dengan *Operating Return On Asset*, *Operating Cashflow Deflated By Total Asset*, *Growth Sales*, *Asset Turn Over*, dan *Capital Expenditure*⁶⁰. Penurunan kinerja operasi terlihat hampir diseluruh variabel pengukuran, kecuali untuk nilai penjualan dan *capital expenditure* mengalami pertumbuhan jauh lebih cepat dibanding perusahaan sejenis dalam industri.

⁵⁸ *Ibid.* p 240, 248, 252

⁵⁹ *Ibid.* p 240, 247

⁶⁰ Bharat A. Jain and Omesh Kini (1994). *Loc.cit*

Martani (2004) melakukan penelitian pada perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana pada tahun 1989-2000. Kinerja operasi yang diukur dengan tingkat pertumbuhan penjualan, *net profit margin*, *operating profit margin*, *return on investment*, *return on equity*, *operating profit total asset*, *earning per share* dan *price to book value* mengalami penurunan pada periode setelah IPO sampai dengan tahun kelima pengamatan dengan tingkat kinerja operasi tertinggi pada tahun IPO, kecuali untuk ROE dan OPTA pada periode sebelum IPO.⁶¹

g. Hipotesis-Hipotesis terkait dengan *Underpricing*, *Overpricing* (*Stock Underperformance*), *Operating Underperformance*

1) Uncertainty Hypothesis

Beatty dan Ritter (1986) menggunakan model Rock (1986) untuk memperlihatkan bahwa terdapat hubungan langsung yang muncul antara IR positif dan tingkat ketidakpastian nilai perusahaan. Argumentasinya adalah semakin tinggi ketidakpastian mengenai nilai perusahaan dimasa mendatang maka semakin tinggi jumlah investor yang akan mencari informasi sebelum penawaran dilakukan. Semakin tinggi tingkat ketidakpastian maka semakin tinggi risiko yang harus ditanggung oleh investor yang tidak memiliki informasi. Tingginya risiko dan biaya untuk memperoleh informasi yang dikompensasi dengan IR yang diperoleh di pasar sekunder. Variabel yang digunakan untuk mewakili ketidakpastian adalah tingkat penjualan sebelum IPO, jumlah emisi saham dan umur perusahaan.

⁶¹ Dwi Martani (2004). *Op.cit.* h 160-173

Rock (1986) mengatakan bahwa tingkat undepricing akan meningkat sejalan dengan ketidakpastian investor akan nilai perusahaan. Drobetz, Kammermann, and Walchli (2002) mengikuti model yang digunakan oleh Ritter (1984), McGuinness (1992), dan Aussenegg dalam mengukur tingkat ketidakpastian investor pada saham yang melakukan IPO. mereka menggunakan ex post standar deviasi hari ke-2 sampai hari ke-21 setelah saham tersebut terdaftar di bursa. Volatilitas return yang tinggi diasumsikan akan menjadi indikator terhadap asimetris informasi. Ketidakpastian yang tinggi dan asimetri informasi yang lebih banyak akan membuat volatilitas yang tinggi.

2) *Signaling Hypotesis*

Dalam signaling hypothesis Allen dan Faulhaber (1989) mengasumsikan bahwa perusahaan memiliki informasi tentang kualitas proyek investasi yang dimiliki, sedangkan investor tidak memiliki informasi tersebut. Perusahaan yang memiliki proyek-proyek investasi yang bagus akan menarik perhatian investor dengan menetapkan harga saham yang rendah. Jika harga saham di pasar sekunder naik, maka diharapkan emiten dapat menikmati harga saham yang tinggi pada saat melakukan penawaran saham berikutnya (*seasoned equity offering*). Model ini merupakan formalisasi dari ide Ibbotson (1975) di mana IPO ditetapkan *underpriced* dengan tujuan mendapatkan harga saham yang lebih tinggi pada saat melakukan penawaran saham berikutnya (*seasoned equity offering*). Implikasi dari model ini, emiten hanya akan menjual saham yang relatif kecil pada saat IPO dan secara bertahap akan menambahnya pada saat *secondary offering*.

3) *Underwriter Reputation Hypotesis*

Dalam proses penawaran umum saham perdana underwriter memiliki peran yang sangat penting di samping profesi penunjang lainnya seperti auditor dan konsultan hukum, terutama dalam penentuan harga saham dan penjaminan atas penawaran saham tersebut. Underwriter sebagai pihak luar yang menjembatani kepentingan antara emiten dan calon investor di duga memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tinggi rendahnya tingkat underpriced. Hal ini terutama disebabkan karena *asymmetric information* yang ada antara underwriter, emiten, dan investor. dengan memanfaatkan kondisi yang terjadi tersebut, maka *underwriter* akan berusaha untuk mengurangi tingkat risiko yang harus dihadapi karena fungsi penjaminannya dengan menahan harga Penawaran serendah mungkin di bawah harga wajarnya, sehingga pada umumnya akan menciptakan harga yang *underpriced* di pasar sekunder. Semakin besar *underpriced* yang terjadi maka semakin besar kerugian yang harus diterima oleh emiten. Oleh karena itu, karena penentuan harga perdana saham ditentukan oleh calon emiten dan underwriter sebagai penjamin emisi, maka 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 dari hasil penjualan saham tersebut. Hasil penulisan Carter et al (1998) menunjukkan bahwa ukuran penjamin emisi MW, JM, dan CM berasosiasi secara statistik signifikan dan negatif dengan return awal, jika diuji secara sendiri-

sendiri. Jika semua variabel independen dimasukkan kedalam model, ukuran CM tetap secara statistik signifikan dan variabel umur perusahaan dan ukuran perusahaan secara statistik signifikan dan negatif dengan return awal. Hasil penulisan Carter et al (1998) menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang secara statistik signifikan. Reputasi penjamin emisi berdasarkan mean dan median return antar grup rendah, sedang, dan tinggi. Hasil ini menunjukkan bahwa risiko investasi relatif rendah untuk saham yang dikelola oleh penjamin emisi yang mempunyai reputasi lebih tinggi dalam konteks return awal.

4) *Overreaction* dan *Optimist Hypotesis*

De Bondt dan Thaler (1985) menjelaskan bahwa pelaku ekonomi cenderung bereaksi berlebihan (*overreact*) terhadap berita yang dramatis dan tidak diharapkan sebelumnya. Fenomena tersebut disebabkan karena investor cenderung menilai berlebihan informasi terkini dan cenderung menilai rendah informasi sebelumnya. Reaksi berlebihan seperti itu cenderung mendorong harga saham melewati harga pasar wajar atau rasionalnya. Hasil penulisan Ritter (1991) mengindikasikan bahwa harga penawaran perdana tidaklah terlalu rendah, tetapi harga pada awal perdagangan di pasar sekunder yang terlalu tinggi. Faktor ini disimpulkan oleh Ritter (1991) sebagai akibat dari reaksi investor yang terlalu Optimis. *Overreaction* merupakan perilaku investor yang ditunjukkan dengan meningkatnya demand akan suatu saham yang pada akhirnya dapat meningkatkan harga saham tersebut. Jakobsen dan Soronsen (1999) mengemukakan bahwa telah terjadi reaksi yang berlebihan (*overreaction*) pada awal-awal saham IPO

diperdagangkan. Hipotesis *overreaction* dan *overoptimism* dibuat berdasarkan argumentasi bahwa para pelaku pasar hanya memperhatikan periode jangka pendek saham IPO yang ditunjukkan dengan besarnya *underpricing*. Para investor mengabaikan prospek jangka panjang, terutama mengenai kemungkinan arah penurunan profitabilitas perusahaan. Dengan berjalannya waktu, pasar memberikan informasi lebih lengkap mengenai prospek yang sebenarnya kurang prospektif. Hal inilah yang dianggap dapat menjadi penyebab turunnya harga saham IPO dalam jangka panjang.

5) *Market Cyclical*

Market Cyclical merupakan hipotesis yang memandang peran dari keadaan suatu pasar modal terhadap besaran *underpricing* saham. Penelitian mengenai hubungan antara *underpricing* dengan keadaan pasar pernah diteliti oleh Ibbotson dan Jaffe (1975), Ritter (1984) dan Lerner (1994) untuk pasar AS dan Uhlir (1989) untuk pasar modal Jerman. Ibbotson dan Jaffe (1975) menemukan bahwa IPO yang dilakukan pada periode *bullish* memiliki tingkat *underpricing* yang lebih tinggi dibandingkan dengan periode *bearish*. Dari hasil penelitian tersebut didapatkan hubungan yang positif antara nilai *underpricing* dan *market performance* sebelum IPO.

6) *Hipotesis Accounting Window Dressing*

Dalam penulisannya, Teoh, Welch, dan Wong (1998) menyatakan bahwa perusahaan sebelum IPO dapat melaporkan labanya dengan arus kas yang lebih

dari biasanya. Berdasarkan penulisannya, TWW menemukan bahwa perusahaan yang melaporkan laba yang lebih dari biasanya akan mengalami kinerja saham yang buruk. Hal ini karena seiring berjalannya waktu kinerja jangka panjang saham pasca-IPO terkoreksi ke yang lebih rendah (Jain dan Kini, 1998).

7) Hipotesis *Agency Cost*

Dalam teori *Agency problem* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), makin tinggi retensi kepemilikan para manajer perusahaan akan menyebabkan makin rendahnya insentif bagi para manajer perusahaan untuk menangani proyek-proyek yang tidak memiliki nilai maksimal. Dengan terbatasnya proyek yang ditangani, maka keuntungan perusahaan juga tidak akan maksimal. Makin tinggi perbedaan kepentingan antar-pemilik saham dan manajemen perusahaan akan menyebabkan kinerja jangka panjang saham IPO makin rendah (Jain dan Kini, 1995).

2.2.2 Pengukuran Return Awal Saham serta Variabel-Variabel yang Mempengaruhinya

2.2.2.1 Return Awal Saham

Initial return diukur dengan menggunakan prosentase selisih harga saham. Sebagai alternatif pengukuran akan digunakan ukuran *Market Adjusted Return*, yaitu return saham IPO yang telah disesuaikan dengan return indeks harga saham gabungan (IHSG) yang merepresentasikan return pasar.

$$\text{RIR} = \frac{P_s - P_p}{P_p} \times 100\%$$

(2.15)⁶²

$$\text{MAIR} = \left[\frac{P_s - P_p}{P_p} - \frac{I_s - I_p}{I_p} \right] \times 100\%$$

(2.16)⁶³

Ket:

RIR : raw return (return saham sebelum disesuaikan dengan return pasar)

MAIR : market adjusted return (return saham IPO yang disesuaikan dengan return pasar)

P_s : harga saham penutupan (*closing price*) pada saat perdagangan hari pertama di bursa.

P_p : harga penawaran saham

I_s : IHSG pada saat perusahaan tersebut listing di bursa

I_p : indeks harga saham pada saat pendaftaran efektif.

Penggunaan tanggal saham perusahaan efektif didasarkan pada suatu kenyataan bahwa pada saat perusahaan pendaftarannya efektif, harga penawarannya telah diketahui oleh calon investor.⁶⁴

⁶² Drobotz, Kammerman, Walchli (2003). *Op.Cit.* p 7

⁶³ *Ibid*

⁶⁴ Dwi Martani. *Op.cit.* h 75

Untuk mencari kinerja seluruh saham IPO, maka dicari rata-rata initial return dari seluruh saham yang melakukan IPO (RIR maupun MAIR) yaitu:

$$AIR_i = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N IR_t \quad (2.17)^{65}$$

2.2.2.2 Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Return Awal Saham

a. VOLA

Dalam penelitian ini, penulis menggunakan istilah VOLA untuk variabel volatilitas saham yang dihitung dengan standar deviasi dari excess return pada perdagangan hari ke-2 hingga perdagangan hari ke-21 setelah saham tersebut listing (terdaftar) di bursa. Standar deviasi return dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$S^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}{n-1} \quad S^2 = \text{standar deviasi (S)} = \sqrt{S^2} \quad (2.18)^{66}$$

Ket:

X_i = harga saham pada hari ke i

\bar{X} = nilai tengah saham

n = banyaknya hari untuk menghitung standar deviasi

⁶⁵ Drobetz, Kammerman, dan Walchli. *Loc.Cit*

⁶⁶ Dergibson Siagian dan Sugiarto, *Metode Statistika (untuk bisnis dan ekonomi)*, Jakarta: Gramedia Pustaka Utama, 2006, h 52-53

Standar deviasi return digunakan sebagai proksi untuk mengetahui ketidakpastian investor akan nilai perusahaan IPO. Menurut Rock (1986), *underpricing* saham akan meningkat sejalan dengan ex ante ketidakpastian (*uncertainty*) investor akan nilai perusahaan (*firm value*). Volatilitas return yang tinggi diasumsikan sebagai indicator dari informasi asimetris, ketidakpastian yang tinggi. Adanya informasi asimetris akan mendorong tingginya volatilitas. Berdasarkan teori yang ada, penulis mengharapkan terdapatnya hubungan yang positif antara *underpricing* dengan ex post volatility (VOLA).

b. UNREP

Penulis menggunakan istilah UNREP untuk variabel reputasi underwriter. Beberapa penelitian sebelumnya (Carter, Dark, dan Singh (1998), Beatty dan Ritter (1986), dan Titman dan Trueman (1986)) memperlihatkan bahwa IPO yang menggunakan underwriter bereputasi akan menyebabkan terjadinya *underpricing* pada saham IPO dalam jangka pendek.⁶⁷ Pada penelitian ini penulis akan menggunakan cumulative saham yang dijamin oleh *lead underwriter* sebagai proksi untuk mengukur reputasi underwriter. Penulis menggunakan pengukuran reputasi underwriter seperti yang dilakukan oleh Drobetz et al (2003). Semakin besar cumulative saham yang dijamin berarti underwriter tersebut memiliki reputasi yang tinggi. Diharapkan akan terjadi hubungan yang negatif antara *underpricing* saham dengan variabel UNREP.

⁶⁷ Drobetz, Kammermann & Walchli, *Op.cit.*, h 16

c. SHARE

Penulis menggunakan istilah SHARE sebagai variabel yang mengukur persentase saham yang ditawarkan kepada masyarakat pada saat IPO. data yang digunakan oleh penulis untuk variabel SHARE ini didapat dari prospektus setiap perusahaan. Berdasarkan teori *Signalling Hypothesis*, penulis mengharapkan terjadinya hubungan yang negatif antara *underpricing* saham dengan variabel SHARE.

d. MARKET

Penelitian sebelumnya, Ritter (1984) dan Lerner (1994), menemukan adanya hubungan yang positif antara *underpricing* saham dengan *market cyclical* sebelum IPO. untuk menguji hipotesis tersebut, penulis menggunakan dua proksi, yaitu MARKET dan NIPO. Penulis menggunakan istilah MARKET untuk return pasar (*market index*) pada periode sebelum saham diperdagangkan (listing) di bursa. Return pasar yang dihitung merupakan *cumulative return* pada hari -20 hingga -1 sebelum saham diperdagangkan (listing).

e. Jumlah IPO (NIPO)

Proksi kedua untuk menguji hipotesis *market cyclical* di Indonesia adalah NIPO. Untuk variabel NIPO ini penulis menggunakan pengukuran yang sama seperti Drobotz, Kammerman & Walchli (2003), yaitu menghitung jumlah perusahaan yang melakukan IPO selama periode -20 hingga -1 sebelum suatu

perusahaan diperdagangkan (listing) di bursa. Secara intuisi, jumlah IPO yang besar dapat mengindikasikan pasar sedang dalam keadaan yang baik (*favourable market*). Sehingga, penulis mengharapkan terdapat hubungan yang positif antara *underpricing* dengan variabel NIPO.

Dalam penulisan ini penulis akan memakai dua (2) variabel kontrol sebagai variabel independen, yaitu LEVOL dan NR.

f. VOLISSUE

Penulis menggunakan istilah LEVOL untuk total saham yang di issued saat IPO. Berdasarkan penulisan yang dilakukan oleh Drobetz, Kammerman, dan Walchli (2003) terdapat hubungan yang negative antara total saham yang diissued saat IPO dengan *underpricing* saham.

g. NR

Penjelasan yang paling mendasar mengapa terjadi penurunan tingkat *underpricing* dari waktu ke waktu adalah adanya pembelajaran (*learning*). Semakin banyaknya perusahaan yang melakukan IPO, membuat para partisipan di pasar modal semakin banyak belajar dan karena itu rata-rata *underpricing* saham menjadi berkurang. Karena itu, penulis menggunakan variabel NR yang didefinisikan sebagai urutan dari setiap perusahaan IPO di dalam sampel sebagai prksi sederhana untuk pembelajaran (*learning*). Misalkan perusahaan A menjadi perusahaan pertama yang melakukan IPO pada periode penulisan, maka $NR = 1$,

sedangkan perusahaan Y merupakan perusahaan terakhir di dalam sampel (misalkan jumlah sampel adalah 50), berarti NR untuk perusahaan Y adalah 50. Dengan demikian, penulis menghendaki adanya hubungan yang negatif antara *underpricing* dengan variabel NR.

Tabel 2.3

Ringkasan Variabel-Variabel yang mempengaruhi Initial Return

| Simbol | Variabel Independen | Penjelasan | Hubungan yang diharapkan |
|------------|---------------------|--|--------------------------|
| γ_1 | VOLA | Standar deviasi return selama 20 hari (dari T+1 setelah listing hingga T+21) | positif |
| γ_2 | SHARE | Persentase kepemilikan masyarakat dalam perusahaan IPO | negatif |
| γ_3 | UNREP | Reputasi underwriter | negatif |
| γ_4 | MARKET | Return pasar 20 hari sebelum perusahaan tersebut listing di bursa | positif |
| γ_5 | NUMBER | Jumlah perusahaan yang melakukan IPO 20 hari sebelum perusahaan listing di bursa | positif |
| γ_6 | VOLISSUE | Volume issued (jumlah saham yang diterbitkan) | negatif |
| γ_7 | NR | Urutan dilakukannya IPO | negatif |

Untuk mencari bagaimana pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap return awal saham, maka akan digunakan persamaan regresi berganda.

2.2.3 Pengukuran Return Jangka panjang Saham

2.2.3.1 Cumulative Abnormal Return (CAR)

Kinerja harga saham dapat diukur dengan menggunakan *Cummulative Abnormal Return (CAR)*. CAR dihitung dari data perdagangan harian. Abnormal Return merupakan selisih return saham harian, sedangkan Abnormal Return-Adj merupakan selisih return harian saham dikurangi dengan return indeks harga saham pada tanggal yang sama.

Pengukuran CAR dan CAR-Adj dilakukan dengan menghitung abnormal return untuk masing-masing saham tiap hari, abnormal return harian dihitung dari selisih harga perhari dikurangi dengan selisih perubahan indeks harga saham dalam hari yang sama. Kumulatif abnormal return dihitung dengan menjumlahkan abnormal return harian sampai dengan waktu pengukuran dilakukan. Rata-rata kumulatif abnormal return dihitung secara cross sectional setiap perusahaan IPO.

Rumus untuk mencari *Cummulative Abnormal Return (CAR)* adalah sebagai berikut:

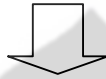
$$\boxed{AR_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}} \quad \Rightarrow \quad \boxed{AAR_i = \frac{1}{n} \sum_1^n AR_n} \quad \Rightarrow \quad \boxed{CAR_t = \sum_0^t AAR_i}$$

(2.19)⁶⁸

⁶⁸ *ibid*

Sedangkan untuk mencari CAR-Adj adalah sebagai berikut

$$\text{AR-Adj}_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} - \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \quad (2.20)^{69}$$



$$\text{AAR-Adj}_i = \frac{1}{n} \sum_1^n \text{AR} - \text{Adj}_n \quad (2.21)^{70}$$



$$\text{CAR-Adj}_t = \sum_0^t \text{AAR} - \text{Adj}_i \quad (2.22)^{71}$$

Keterangan:

$P_i - P_{i-1}$: Return harian saham IPO

$I_i - I_{i-1}$: Return harian pasar

T : Jangka waktu pengukuran

AR : Abnormal return harian saham

CAR : Cumulatif Abnormal Return yang dihitung dari hari pertama hingga dengan hari pengukuran, tetapi tidak termasuk return pada saat saham listing.

⁶⁹ *ibid*

⁷⁰ *ibid*

⁷¹ *ibid*

2.2.3.2 Buy and Hold Return (BHR)

Buy and hold abnormal return dihitung dari selisih antara return saham dengan return pasar yang diwakili dengan indeks harga saham gabungan. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ritter (1991), Suroso (2006) dan Martani (2006).⁷² Metode *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR) dihitung dari harga saham pada tanggal pengukuran ditambah dengan dividend lalu dikurangi dengan harga saham pada hari pertama saham listing dibagi dengan harga saat hari pertama listing. *Adjusted Buy And Hold Abnormal Return* (A-BHAR) dihitung dari buy and hold return (BHAR) dikurangi dengan *Buy And Hold Market Return* (BHMR) yang dihitung dengan jangka waktu yang sama. kinerja saham ini akan dilihat dalam jangka waktu yang berbeda, yaitu 120, 240, 360, 480, 600, dan 720 hari. Perhitungan BHR dilakukan dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{BHAR} = \frac{P_t + D - P_i}{P_i} \quad \text{A-BHAR} = \frac{P_t + D - P_i}{P_i} - \frac{I_t - I_i}{I_i}$$

(2.23)⁷³

Ket:

P_t : Harga saham pada tanggal pengukuran, yaitu pada t (120, 240, 360, 480, 600, dan 720 hari)

D : kumulatif deviden yang dibagikan selama periode pengamatan.

P_i : harga saham pada saat hari pertama perdagangan di bursa.

I_t : indeks harga saham gabungan pada waktu pengamatan (t=120, t= 240, t= 360, t= 480, t= 600, dan t= 720).

I_i : indeks harga saham pada saat saham tersebut listing di bursa (hari pertama diperdagangkan di bursa).

⁷² Dwi Martani, *Op.Cit*, h 79

⁷³ *ibid*

2.2.4 Pengukuran Kinerja Operasi Perusahaan

Dalam penulisan ini, penulis menggunakan beberapa variabel pengukuran seperti yang dilakukan oleh Hasyim (2004) yang merujuk pada Jain dan Kini (1994) dan Kim, Kitsabunnarat dan Nofsinger (2004) serta Martani (2004). Penulis hanya menggunakan ukuran yang melibatkan sisi kinerja operasi karena yang dijadikan objek penelitian adalah perubahan kinerja operasi dari perusahaan, sehingga ukuran yang digunakan pun adalah ukuran-ukuran yang dapat mengukur kinerja operasi dari suatu perusahaan. Penulis melakukan pemisahan antara aktifitas investasi dan operasi perusahaan karena kinerja investasi perusahaan dapat mendistorsi kinerja operasinya (Wild et al 2003). Semua keuntungan aktivitas investasi-seperti dividen, pendapatan bunga, dan realized serta unrealized gains-harus dihilangkan. Oleh karena itu, ukuran kinerja operasi yang digunakan dalam penulisan ini mengeluarkan seluruh aktivitas investasi agar dapat dilihat kinerja operasinya secara murni (Wild et al, 2003:219).⁷⁴

2.2.4.1 *Operating Return on Asset*

Operating Return on Asset (OROA) didefinisikan sebagai tingkat pengembalian yang dihasilkan dari asset total. *Operating return* dihitung dengan membagi *operating income* (sebelum depresiasi dan pajak) dibagi dengan jumlah total asset di akhir tahun fiscal. *Operating income* dihitung dengan mengurangi net sales dengan *cost of good sold* dan beban penjualan, administrasi dan umum

⁷⁴ Dikutip dari penulisan Arif Rahman Hasyim (2006)

sebelum depresiasi, depresi dan amortisasi. Operating return on asset dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Operating ROA} = \text{Operating Income/Total Asset} \quad (2.24)^{75}$$

Jika Operating ROA itu didekomposisi lagi, maka operating ROA akan sendiri dari Operating Profit margin dan Asset turnover.

$$\text{ORO} = \text{Operating profit margin} \times \text{Asset Turnover} \quad (2.25)^{76}$$

Dekomposisi ini berguna untuk melihat peran dari masing-masing komponen dalam menentukan OROA. Oleh Karena itu, maka dalam bagian berikutnya penulis juga menggunakan *asset turnover* untuk melihat kemungkinan penyebab dari adanya perubahan dalam OROA sebagai ukuran dalam kinerja operasi.

2.2.4.2 *Operating Cashflow deflated by Total Asset (OCDTA)*

Ukuran kinerja operasi kedua yang digunakan dalam skripsi ini adalah *operating cash flows deflated by total asset* pada akhir tahun fiscal. Rasio ini dihitung dengan *operating cash flow* yang terdapat dalam laporan arus kas dibagi dengan total asset (CF/TA).

$$\text{OCDTA} = \text{Operating Cashflow/Total Asset} \quad (2.26)^{77}$$

⁷⁵ Arif Rahman Hasyim (2006), *Op.Cit.* h 37

⁷⁶ Ibid.

⁷⁷ ibid

Variabel ini adalah suatu ukuran kinerja operasi alternative yang berguna karena operating cash flow adalah komponen utama dalam penghitungan net present value (NPV) yang digunakan dalam menghitung value dari sebuah perusahaan.

2.2.4.3 Operating Profit Margin (OPM)

Asset turnover adalah rasio yang membagi antara penjualan dan nilai asset. Rasio ini berguna untuk melihat seberapa efektif penggunaan asset yang digunakan oleh perusahaan untuk melakukan penjualan. Seperti yang telah dijelaskan di bagian awal, asset turnover, ini merupakan bagian dari operating ROA yang dijadikan ukuran untuk melihat adanya perubahan kinerja operasi.

Dengan melihat adanya hubungan antara operating ROA dan asset turnover, maka kita dapat menduga apakah terjadinya perubahan operaint ROA memiliki korelasi dengan perubahan yang terjadi dala efektifitas penggunaan asset perusahaan. Dengan demikian, fenomena underperformance yang dialami oleh perusahaan akan mungkin dapat dijelaskan melalui variabel ini..

$$\text{Operating profit Margin} = (\text{operating profit} / \text{Sales})$$

(2.27)⁷⁸

2.2.4.4 Asset Turnover

Asset turnover adalah rasio yang membagi antara penjualan dan nilai asset. Rasio ini berguna untuk melihat seberapa efektif penggunaan asset yang

⁷⁸ Ibid h 38

digunakan oleh perusahaan untuk melakukan penjualan. Seperti yang telah dijelaskan di bagian awal, asset turnover, ini merupakan bagian dari operating ROA yang dijadikan ukuran untuk melihat adanya perubahan kinerja operasi.

Dengan melihat adanya hubungan antara operating ROA dan asset turnover, maka kita dapat menduga apakah terjadinya perubahan operaint ROA memiliki korelasi dengan perubahan yang terjadi dala efektifitas penggunaan asset perusahaan. Dengan demikian, fenomena *underperformance* yang dialami oleh perusahaan akan mungkin dapat dijelaskan melalui variabel ini..

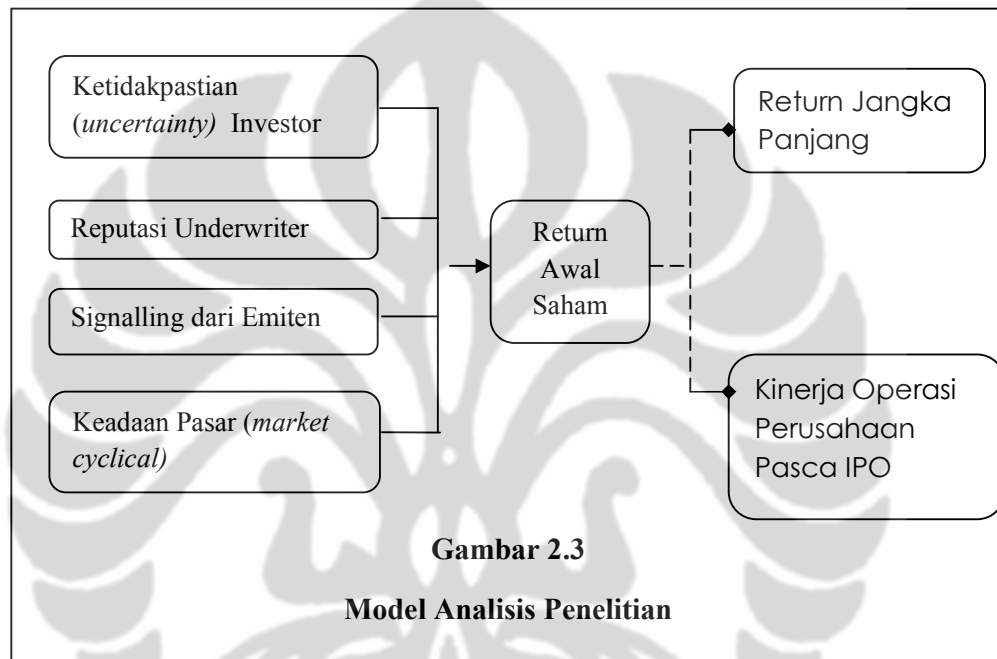
2.2.4.5 Revenue/Sales

Pertumbuhan dalam penjualan adalah salah satu kriteria yang penting untuk menilai profitabilitas dari suatu perusahaan dan indikator utama dari aktivitas sebuah perusahaan. pertumbuhan penjualan ini biasanya merupakan kombinasi dari berbagai hal termasuk: 1) perubahan harga, 2) perubahan dalam volume, 3) akuisisi atau divestasi, dan 4) perubahan dalam nilai tukar. Penjualan merupakan bagian yang juga tidak lepas dalam melakukan penghitungan operating ROA. Dengan demikian, kita pun dapat melakukan pendugaan apakah adaya perubahan dalam kinerja operasi disebabkan oleh penjualan. Perbedaan jenis perusahaan dapat menyebabkan pencatatan yang berbeda. Karena dalam penulisan ini penulis memasukkan semua sampel yang terdiri berbagai jenis perusahaan, maka untuk variabel Sales akan dilakukan penyesuaian jika dalam laporan keuangan suatu perusahaan tidak menggunakan terdapat akun Sales.

Maksud penyesuaian disini adalah akan dicari alternatif variabel lain yang memiliki kesamaan dengan *sales*, yaitu *Revenue*.

2.3 Model Analisis

Model analisis untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:



Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis bagaimana return awal saham dan mencari faktor-faktor yang dapat mempengaruhi return awal tersebut. Selain menganalisis bagaimana kinerja jangka pendek saham (return awal), penulis juga melihat bagaimana kinerja saham tersebut dalam jangka panjang (3 tahun) dan juga bagaimana kinerja operasi perusahaan pasca IPO. Terakhir, ingin diketahui apakah terdapat korelasi antara return awal saham dengan return jangka panjang saham dan korelasi antara return awal saham dengan kinerja operasi perusahaan pasca IPO.

2.4 Hipotesis

- a) Ho : Rata-Rata return awal saham sama dengan 0
Ha : Rata-Rata return awal saham tidak sama dengan 0
- b) Ho : Rata-rata return jangka panjang saham sama dengan 0
Ha: Rata-Rata return jangka panjang saham tidak sama dengan 0
- c) Ho: Faktor Ketidakpastian investor tidak mempengaruhi return awal saham
Ha: Faktor ketidakpastian investor dapat mempengaruhi return awal saham
- d) Ho: Faktor reputasi underwriter tidak mempengaruhi return awal saham
Ha: Faktor reputasi underwriter dapat mempengaruhi return awal saham
- e) Ho: Faktor sinyal dari emiten tidak mempengaruhi return awal saham
Ha: Faktor sinyal dari emiten dapat mempengaruhi return awal saham
- f) Ho: Faktor keadaan pasar sebelum IPO tidak mempengaruhi return awal saham
Ha: Faktor keadaan pasar sebelum IPO dapat mempengaruhi return awal saham.
- g) Ho: terdapat korelasi antara return awal dengan return jangka panjang saham
Ha: tidak ada korelasi antara return awal dengan return jangka panjang saham.
- h) Ho: kinerja operasi perusahaan setelah IPO = Kinerja Operasi Perusahaan Sebelum IPO.
Ha: kinerja operasi perusahaan setelah IPO \neq Kinerja Operasi Perusahaan Sesudah IPO.
- i) Ho: terdapat korelasi antara return awal dengan return jangka panjang saham
Ha: tidak ada korelasi antara return awal saham dengan return jangka panjang Saham.

2.5 Metode Penelitian

2.5.1 Pendekatan Penelitian

Berdasarkan pendekatan penelitian dalam penelitian mengenai IPO ini, maka penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif. Pendekatan tersebut digunakan karena penelitian ini dilakukan melalui proses pemikiran deduktif (melihat pola yang umum ke pola-pola khusus). Proses pemikiran ini diterapkan dengan mendasarkan penelitian pada teori/hipotesis-hipotesis yang telah ada sebelumnya terkait dengan peristiwa IPO.

2.5.2 Jenis/tipe Penelitian⁷⁹

Berdasarkan tujuannya, penelitian ini dikategorikan sebagai penelitian eksplanasi. Penelitian ini disebut sebagai penelitian eksplanasi karena terdapat pengujian hubungan antar variabel yang dihipotesiskan. Berdasarkan manfaatnya, penelitian ini merupakan penelitian murni karena memberikan dasar untuk pengetahuan dan pemahaman yang dapat digeneralisasi untuk berbagai aspek. Hal ini membuat penelitian kali ini dapat dijadikan sumber metode, teori dan gagasan, yang dapat diaplikasikan bagi penelitian selanjutnya. Berdasarkan dimensi waktu, penelitian ini dikategorikan sebagai penelitian *cross sectional*, karena hanya mengambil satu bagian dari gejala (populasi) pada satu waktu tertentu. Berdasarkan teknik pengumpulan datanya, penelitian ini menggunakan *existing statistic* yang dilakukan dengan menggunakan data statistik yang dikumpulkan dari BEJ (Bursa Efek Jakarta) yang kemudian akan diolah.

⁷⁹ Sanapiah Faisal, *Format-format Penelitian Sosial: Dasar-dasar dan Aplikasi*, CV Rajawali, Jakarta, 1992, h 20



2.5.3 Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penulisan ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) BEJ, Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM), website e-bursa (www.e-bursa.com), website yahoo.finance (www.finance.yahoo.com), serta data yang diperoleh melalui publikasi lain yang mendukung penulisan.

Data-data yang dikumpulkan meliputi:

1. Daftar perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana pada tahun 2000-2004.
2. Prospektus perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian.
3. Data mengenai harga penutupan saham perusahaan pada hari pertama listing di bursa.
4. Daftar harga saham harian perusahaan-perusahaan sampel di bursa efek Jakarta (BEJ) selama 3 tahun setelah listing..
5. Data mengenai ada/tidaknya pembagian dividen setiap perusahaan sampel.
6. Data corporate action yang dilakukan oleh perusahaan selama tiga tahun setelah listing di bursa.
7. Data resmi mengenai IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) untuk periode tahun 1999-2004.
8. Laporan keuangan perusahaan-perusahaan terkait dari 1 tahun sebelum IPO (T-1) hingga 3 tahun setelah IPO (T+3).

2.5.4 Populasi dan sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan *Initial Public Offerings* (IPO) di Bursa Efek Jakarta. Pada penelitian ini sampel ditentukan secara *purposive sampling*, dimana sampel yang diambil harus memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai dengan yang tujuan penelitian.⁸⁰

Beberapa kriteria yang digunakan untuk menentukan sampel, yaitu:

- a) Perusahaan yang melakukan IPO dari tanggal 1 Januari 2000- 31 Desember 2004. Tahun 2000 dipilih karena pada tahun tersebut kondisi perekonomian Indonesia sudah mulai membaik dari krisis ekonomi (lihat tabel 2.4). Sedangkan tahun 2004 dipilih karena dalam analisis diperlukan data laporan keuangan 3 tahun setelah IPO dan data perdagangan 3 tahun setelah IPO.
- b) Perusahaan tersebut tidak dikeluarkan (*delisting*) dari BEJ.
- c) Perusahaan tersebut tidak melakukan *corporate action* , seperti *stock split*, *reverse split*, *Merger-Acquitition* dan *right issue* dalam waktu 3 tahun setelah listing di BEJ.
- d) Data yang dibutuhkan tersedia (lengkap)

⁸⁰ Suharyadi dan Purwanta S.K. Statistika Untuk Ekonomi Dan Keuangan Modern. Jakarta: Salemba Empat: 2004, h 332

Tabel 2.4
Data Makro, Perbankan, dan Pasar Modal
1998-2004⁸¹

| Keterangan | 1998 ¹ | 1999 ¹ | 2000 ¹ | 2001 ¹ | 2002 ¹ | 2003 | 2004 |
|----------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| a) pertumbuhan ekonomi (%) | -13.1 | 0.8 | 4.9 | 3.3 | 3.7 | 4.10 ² | 5.13 ⁵ |
| b) inflasi (%) | 77.63 | 2.01 | 9.35 | 12.55 | 10.03 | 5.06 ² | 6.40 ⁵ |
| b) Suku bunga: | | | | | | | |
| K. Modal Kerja (%) | 32.27 | 28.89 | 18.43 | 19.19 | 18.25 | 15.07 ³ | 13.57 ⁶ |
| K. Investasi | 23.16 | 22.93 | 16.59 | 17.90 | 17.82 | 15.68 ³ | 14.18 ⁶ |
| Deposito bank | 51.77 | 24.09 | 11.43 | 16.59 | 12.84 | 7.14 ³ | 6.31 ⁶ |
| d) IHSG | 398.0 | 676 | 416.3 | 392.0 | 424.9 | 691.9 ⁴ | 979.2 ⁷ |
| e) Kapitalisasi (Rp Tril) | 175.7 | 451.8 | 259.6 | 239.3 | 268.4 | 460.4 ⁴ | 664.7 ⁷ |

Sumber:

1. Jurnal, media pasar modal dan pasar uang No. 3 tahun XIV maret 2003
2. Investor, No. 112 Tahun VI 9-29 November 2004
3. Laporan bulanan BI, januari 2004.
4. JSE (*Jakarta Stock Exchange*) volume 13 No. 3 maret 2004.
5. Investor, No. 119 tahun VI. 8-21 maret 2005
6. Laporan bulanan BI, Januari 2005.
7. Investor, No. 114 tahun VI 14 desember 2004-10 Januari 2005

⁸¹ Dikutip dari penulisan Suroso (2006). hal. 1

2.5.5 Metode Analisis dan Pengujian

Pada penelitian ini, data –data yang telah dikumpulkan oleh penulis diolah dengan menggunakan Microsoft Excel. Kemudian dilanjutkan dengan menganalisis data-data tersebut dengan software SPSS 13 dan Eviews 4.0. Metode statistic yang digunakan oleh penulis adalah:

- a. Pengujian rata-rata dengan menggunakan uji t statistic.
- b. Pengujian Wilkoxon Signed Rank Test.
- c. Regresi dengan menggunakan Ordinary Least Square.
- d. Pengujian korelasi dengan menggunakan *Pearson Correlation*

2.5.5.1 Pengujian Nilai Rata-Rata

Untuk menguji hipotesis 1 dan 6 penulis menggunakan pengujian terhadap nilai rata-rata (*mean*). Pengujian ini dilakukan untuk melihat apakah nilai rata-rata dari sampel penelitian yang ada sama dengan atau tidak sama dengan nilai tertentu. Pengujian ini akan dilakukan dengan menggunakan uji one-sample t-test yang terdapat dalam software SPSS 13. Dalam penelitian ini, penulis juga akan menggunakan uji t untuk menguji koefisien-koefisien regresi secara individual.

2.5.5.2 Regresi berganda dengan menggunakan OLS

▪ Pengujian asumsi klasik

Terhadap model regresi yang akan digunakan, penulis melakukan pengujian ada-tidaknya pelanggaran terhadap dua asumsi klasik regresi, yaitu: (1)

ada-tidaknya multikolinieritas; (2) ada-tidaknya heteroskedastisitas. Pengujian ini dilakukan agar model yang akan digunakan dapat dianalisis dan memberikan hasil yang representatif (*Best Linier Unbiased Estimator* = BLUE).

1) Multikolinearitas

Multikolinearitas adalah kondisi dimana terdapat hubungan linear antarvariabel independen. Bila kondisi ini terjadi, maka *variance* dan *kovariance* menjadi lebih besar dan berdampak terjadinya interval kepercayaan yang lebih besar pula sehingga koefisien regresi menjadi tidak stabil. Akibat adanya multikolinieritas ini, persamaan regresi menjadi bias untuk digunakan⁸².

Terdapat beberapa hal yang dapat menunjukkan ada/tidaknya multikolinearitas, yaitu terdapat nilai R^2 yang tinggi tetapi banyak variabel independen yang tidak signifikan. Koefisien korelasi antarvariabel independen juga dapat digunakan untuk mendeteksi ada/tidaknya multikolinearitas. Apabila koefisiennya rendah maka tidak terdapat multikolinearitas.⁸³ Selain itu untuk mengetahui keberadaan multikolinieritas dalam regresi maka dapat diuji dengan menggunakan nilai VIF (*Variance-Inflating Factor*) yang dihitung dengan persamaan berikut⁸⁴ :

$$VIF = \frac{1}{1 - r_j^2} \quad (2.28)$$

⁸² Said Kelana Asnawi dan Chandra Wijaya, Riset Keuangan: Pengujian-Pengujian Empiris. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama, 2005, h 204

⁸³ Wing Wahyu Winarno, *Analisis Ekonometrika Dan Statistik Dengan Eviews*, Yogyakarta, UPP STIM YKPN, 2007, h 5.1

⁸⁴ Jonni J Manurung, Adler H. Manurung, Ferdinand D. Saragih, *Ekonometrika: Teori dan Aplikasi*, Elex Media Komputindo, Jakarta, 2005, h.108-109

Dimana r_j^2 adalah koefisien dari *multiple determination* jika antara variabel bebas dikorelasikan. Jika nilai VIF > 10 maka model regresi yang digunakan terjadi multikolinieritas.

2) Heteroskedastisitas

Salah satu asumsi yang penting dari model regresi linear adalah varian residual yang bersifat homoskedastis atau bersifat konstan. Pada kenyataannya, nilai residual sulit memiliki varian yang konstan. Hal ini sering terjadi pada data yang bersifat silang (*cross section*) dibandingkan data runtut waktu (*time series*).

Pada penulisan kali ini asumsi heteroskedastisitas diuji dengan *White's Heteroskedasticity test* yang dapat dilakukan dengan menggunakan EViews 4.0. Pengujian tersebut dapat menghasilkan nilai probabilita dari F-statistics. Selanjutnya untuk mengetahui keberadaan heteroskedastisitas, dilakukan uji statistik dengan membandingkan nilai prob. F-stat dengan prob. tingkat kepercayaan (α) yang digunakan. Hipotesis yang digunakan adalah H_0 : tidak terjadi heteroskedastisitas dan H_a : terjadi heteroskedastisitas. Apabila nilai prob. F-stat $< \text{Prob } \alpha$ maka H_0 ditolak, sedangkan apabila nilai prob. F-stat $> \text{Prob } \alpha$ maka H_0 diterima atau dapat dikatakan data yang ada homoskedastisitas⁸⁵.

⁸⁵ Rus'an Nasrudin, *Basic Eviews 3.0*, Juli 2004, h. 11-12

- Setelah pengujian asumsi klasik dilakukan dan diperoleh kesimpulan model yang spesifik, maka barulah dilakukan pengujian statistik terhadap regresi yang ada.

Uji statistic t

Untuk melihat tingkat signifikansi pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat digunakan uji statistic t. signifikansi diketahui dengan membandingkan nilai probabilitas dan tingkat signifikansi, jika $\text{sig} < \alpha$ dan $t\text{-hitung} > t\text{-tabel}$ maka variabel independen tersebut berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Uji statistic F

Pengujian statistic F dilakukan pada model regresi berganda dan digunakan untuk uji signifikansi pengaruh semua variabel bebas terhadap variabel terikat secara bersama-sama. Signifikansi diketahui dengan membandingkan nilai probabilitas dan tingkat signifikansi, jika $\text{sig} < \alpha$ dan $F\text{-hitung} > F\text{-tabel}$ maka seluruh variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.

Uji R-Square (R^2)

Uji R-square untuk mengetahui seberapa besar variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen. Nilai R-square mempunyai interval dari 0-1, semakin besar R-square maka semakin baik model regresi.

2.5.5.3 Uji Wilcoxon Signed Rank Test.

Untuk menguji hipotesis 8 penulis menggunakan uji urutan bertanda wilcoxon. Pengujian ini bertujuan untuk melihat apakah kelompok populasi pertama memiliki nilai yang lebih besar atau lebih kecil dibandingkan dengan kelompok populasi lainnya. Pengujian ini dapat dilakukan dengan menggunakan SPSS 13. Adapun alasan pemilihan metode pengujian ini dikarenakan penelitian sebelumnya mengenai kinerja operasi yang dilakukan oleh Jain dan Kini (1994), Martani (2004), Kim et al (2004), dan Hasyim (2006) menggunakan metode yang sama, yaitu Uji Urutan bertanda Wilcoxon. Selain itu, Barber dan Lyon (1994) juga menyarankan penggunaan uji peringkat bertanda wilcoxon dalam mengukur kinerja operasi perusahaan karena berdasarkan penelitian yang telah ia lakukan, uji statistik nonparametric dengan menggunakan wilcoxon lebih baik daripada uji parametric t-satistik.

2.5.5.4 Korelasi Pearson

Untuk melihat apakah ada hubungan yang erat antara IR dan kinerja operasi perusahaan pasca IPO, penulis menggunakan uji korelasi Pearson dan Spearman. Uji korelasi Pearson dilakukan dengan mengkorelasikan antara variabel IR dengan CAAR_{120, 240, 360, 480, 600, 720} ; IR dengan BHR_{120, 240, 360, 480, 600, 720} serta IR dengan perubahan kinerja operasi untuk tahun T-1 ke T0, T-1 ke T+1, T-1 ke T+2, dan T-1 ke T+3.