

**ANALISA PENGARUH PROSENTASE SAHAM YANG DIJUAL,
LEVERAGE DAN BESARNYA RETURN HARI PERTAMA TERHADAP
KUALITAS PERUSAHAAN YANG *GO PUBLIC* DI BURSA EFEK
JAKARTA PADA TAHUN 1996 SAMPAI DENGAN TAHUN 1999**



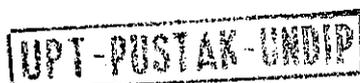
TESIS

Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat Sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro

Oleh :

Adilita Surbakti
NIM C4A097001

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2001**



PERSETUJUAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa Tesis berjudul :

**ANALISA PENGARUH PROSENTASE SAHAM YANG DIJUAL,
LEVERAGE DAN BESARNYA RETURN HARI PERTAMA TERHADAP
KUALITAS PERUSAHAAN YANG *GO PUBLIC* DI BURSA EFEK
JAKARTA PADA TAHUN 1996 SAMPAI DENGAN TAHUN 1999**

yang disusun oleh Adilita Surbakti, N I M : C4A097001
telah disetujui oleh Dosen Pembimbing pada tanggal Desember 2001
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diuji

Pembimbing Utama


Dr..Imam Ghazali, M.Com, Akt

Pembimbing Anggota


Dra. Irene Rini DP, ME

Semarang, Desember 2001
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen



Ketua Program


Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo



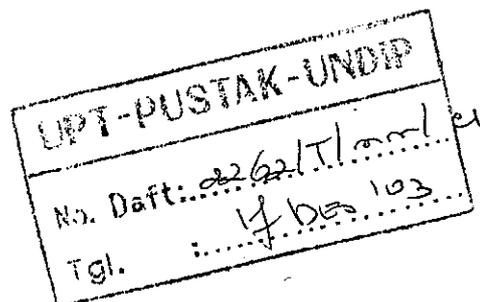
Sertifikasi

Saya, **Adilita Surbakti**, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya.

Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggung jawabannya berada di pundak saya.

Adilita Surbakti

Desember 2001



KATA PENGANTAR

Puji dan syukur kehadiran Tuhan Yang Maha Esa atas berkat dan rahmatNya saya telah dapat menyelesaikan Tesis yang berjudul :

ANALISA PENGARUH PROSENTASE SAHAM YANG DIJUAL, LEVERAGE DAN BESARNYA RETURN HARI PERTAMA TERHADAP KUALITAS PERUSAHAAN YANG *GO PUBLIC/IPO* DI BURSA EFEK JAKARTA PADA TAHUN 1996 SAMPAI DENGAN TAHUN 1999.

Tesis ini diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna memperoleh derajat Sarjana S-2 Magister Manajemen Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

Ucapan terima kasih dan hormat saya sampaikan kepada :

1. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, Direktur Bidang Akademik
2. Bapak Dr. Imam Ghozali, M.Com, Akt, Pembimbing Utama
3. Ibu Dra. Irene Rini DP, ME., Pembimbing Anggota
4. Bapak Dr. Augusty Ferdinand, MBA, Deputy Direktur Bidang Akademik
5. Seluruh Dosen pengampu Program Studi Magister Manajemen Program – Pascasarjana, Universitas Diponegoro.
6. Seluruh rekan-rekan yang telah terlibat dan turut berpartisipasi atas segala bimbingan dan bantuannya, sampai tesis ini dapat selesai dengan baik.

Semarang, Desember 2001

Penulis

ABSTRACT

I test and integrate winner's curse hypothesis and signalling hypothesis of initial public offerings (IPOs), using data of 57 firm in various sector, comitment IPO between January 1996 and December 1999. To test those hypotheses, two stage regression analysis was used. Based on the econometric analysis of this research, some conclusions can be drawn that (1) Ratio of fixed asset between the number of employee, as a proxy for the size of the firm, is negatively related to IPO initial return, as a proxy of the degree of underpricing, (2) The Age of the Firm, as a proxy for the size of the firm, is negatively related to IPO initial return, (3) Sale's variance, as a proxy for the Business Risk, is negatively related to IPO initial return, (4) Ratio of fixed asset between the number of employee, as a proxy for the size of the firm, is negatively related to the percentage of share issued and (5) Operating Leverage, as a proxy for the business risk, is negatively related to the precentage of shared issued. My results are largely consistent with "winner's curse", but not with signalling hypotheses.

ABSTRAK

Penelitian ini menguji dan mengintegrasikan hipotesa winner's curse dan hipotesa signalling terhadap perusahaan-perusahaan yang go public dari tahun 1996 sampai dengan tahun 1999, yang jumlahnya sebanyak 57 buah perusahaan yang terdiri dari beberapa sektor. Untuk menguji hipotesa tersebut digunakan metoda analisa regresi linier dua tahap (two stage linear regression analysis). Berdasarkan hasil analisa ekonometri dari penelitian ini, beberapa kesimpulan yang dapat ditarik adalah (1) Ratio fixed asset dengan jumlah karyawan, sebagai proxy dari besar perusahaan, berhubungan negatif dengan return hari pertama, (2) Umur perusahaan, sebagai proxy dari besar perusahaan, berhubungan negatif dengan return hari pertama, (3) Variansi penjualan, sebagai proxy dari resiko Bisnis, berhubungan positif dengan return hari pertama, (4) Ratio fixed asset dengan jumlah karyawan, sebagai proxy dari besar perusahaan, berhubungan negatif dengan negatif dengan prosentase saham yang dijual (Pro_Saham) dan (5) Leverage Operasi, sebagai proxy dari resiko Bisnis, berhubungan negatif dengan prosentase saham yang dijual (Pro_Saham). Hasil penelitian ini sebagian besar sesuai dengan hipotesa winner's curse tetapi tidak dengan hipotesa signalling.

DAFTAR ISI

	Halaman
ABSTRACT.....	II
ABSTRAKSI.....	III
KATA PENGANTAR.....	I
DAFTAR ISI.....	II
DAFTAR TABEL.....	VI
DAFTAR GAMBAR.....	VII
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 LATAR BELAKANG.....	1
1.2 PERUMUSAN MASALAH.....	6
1.3 TUJUAN DAN KEGUNAAN PENELITIAN.....	7
1.4 METODOLOGI	
1.4 KETERBATASAN DAN ASUMSI DASAR.....	8
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS.....	9
2.1 PENELITIAN TERDAHULU.....	9

2.1.1	HUBUNGAN ANTARA BESAR PERUSAHAAN, RESIKO BISNIS, LEVERAGE DAN KONDISI PASAR TERHADAP RETURN HARI PERTAMA	9
2.1.2	HUBUNGAN ANTARA BESAR PERUSAHAAN, RESIKO BISNIS, DAN LEVERAGE TERHADAP PROSENTASE SAHAM YANG DIJUAL.....	12
2.1.3	HUBUNGAN ANTARA PROSENTASE SAHAM DIJUAL, RETURN HARI PERTAMA DAN LEVERAGE TERHADAP KUALITAS PERUSAHAAN	14
2.2	KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS	18
2.3	DEFINISI OPERASIONAL VARIABEL.....	20
BAB III METODE PENELITIAN.....		24
3.1	JENIS DAN SUMBER DATA.....	24
3.2	POPULASI PENELITIAN.....	25
3.3	METODE PENGUMPULAN DATA	25
3.4	TEKNIK ANALISIS	26
3.4.1	PEMBENTUKAN MODEL/PERSAMAAN REGRESSI	26
3.4.2	UJI ASUMSI KLASIK MODEL REGRESI.....	28
3.4.3	MENILAI GOODNESS OF FIT MODEL REGRESI	33
BAB IV GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN.....		35

4.1	JUMLAH PERUSAHAAN YANG <i>GO PUBLIC</i> PER TAHUN PER SEKTOR.....	35
4.2	STATISTIK DESKRIPSI VARIABEL.....	36
4.3	KONDISI PASAR SESAAT SEBELUM <i>IPO</i>	38
4.4	RETURN PER SEKTOR	39
4.5	RATA-RATA LEVERGAE PER SEKTOR	41
4.6	RATA-RATA PROSENTASE SAHAM DIJUALPER SEKTOR.....	42
4.7	RATA-RATA RETURN SAHAM SETELAH <i>IPO</i> PER SEKTOR .	43
BAB V PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN.. ..		45
5.1	UJI ASUMSI KLASIK MODEL REGRESI.....	45
5.1.1	UJI NORMALITAS... ..	45
5.1.2	UJI AUTOKORELASI.....	49
5.1.3	UJI LINEARITAS	51
5.1.4	UJI MULTIKOLINEARITAS.....	51
5.1.5	UJI HETEROSKEDASTISITAS	52
5.2	HUBUNGAN ANTARA BESAR PERUSAHAAN, RESIKO BISNIS, DAN LEVERAGE TERHADAP PROSENTASE SAHAM YANG DIJUAL.....	54

5.3	HUBUNGAN ANTARA BESAR PERUSAHAAN, RESIKO BISNIS, KONDISI PASAR DAN LEVERAGE TERHADAP RETURN HARI PERTAMA <i>IPO</i>	57
5.4	HUBUNGAN ANTARA RETURN HARI PERTAMA, PROSENTASE SAHAM YANG DIJUAL DAN LEVERAGE TERHADAP KUALITAS PERUSAHAAN	59
	BAB VI KESIMPULAN	62
	DAFTAR REFERENSI	64

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 3.1 Jumlah Perusahaan yang <i>IPO</i> Tahun 1996 s/d 1999.....	24
Tabel 3.2 Jumlah Perusahaan yang <i>IPO</i> menurut sektornya.....	25
Tabel 5.1 Uji Normalitas Variabel	45
Tabel 5.2 Tes Normalitas Variabel Bebas Setelah Transformasi	47
Tabel 5.3 Ringkasan Model Regresi Dan Statistik Durbin Watson Persamaan (1).....	49
Tabel 5.4 Ringkasan Model Regresi Dan Statistik Durbin Watson Persamaan (2)	51
Tabel 5.5 Uji Multikolinieritas Model Regresi Persamaan (1)	52
Tabel 5.6 Uji Multikolinieritas Model Regresi Persamaan (2)	53
Tabel 5.7 Hasil Regresi Menguji Hubungan Besar Perusahaan, Resiko Bisnis dan Leverage Terhadap Prosentase Saham Yang Dijual.....	56
Tabel 5.8 Hasil Regresi Menguji Hubungan Besar Perusahaan, Resiko Bisnis, Kondisi Pasar dan Leverage Terhadap Return Hari Pertama.	58
Tabel 5.9 Hasil Regresi Menguji Hubungan Return Hari Pertama, Prosentase Saham Yang Ditahan dan Leverage Terhadap Kualitas Perusahaan	61

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis Analisa Pengaruh Prosentase Saham Yang Dijual, Leverage Dan Return Hari Pertama Terhadap Kualitas Perusahaan.....	18
Gambar 2.2 Hubungan Antar Variabel	23
Gambar 5.1 Grafik Histogram Variabel Independen	46
Gambar 5.2 Grafik Histogram Variabel Bebas Setelah Transformasi.....	48
Gambar 5.3 Scatterplot Nilai Residual Dan Nilai Prediksi Variabel Terikat Model Regresi Persamaan (1).....	54
Gambar 5.4 Scatterplot Nilai Residual Dan Nilai Prediksi Variabel Terikat Model Regresi Persamaan (2).....	55

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 LATAR BELAKANG

Go public/IPO merupakan suatu keputusan yang penting bagi suatu perusahaan karena merupakan salah satu cara untuk mendapatkan dana segar untuk pertumbuhan perusahaan tersebut. Pandangan umum biasanya menyatakan bahwa perusahaan yang *go public* merupakan perusahaan yang memiliki prospek yang bagus karena perusahaan tersebut telah lolos dari beberapa persyaratan yang berat sebelum melaksanakan *go public*. Walaupun kenyataannya, cukup banyak perusahaan yang setelah *go public*, kinerjanya tidak sesuai dengan yang diharapkan oleh publik atau investor. Perusahaan-perusahaan memiliki motivasi/tujuan-tujuan tertentu mengapa mereka melakukan *go public*.

Perusahaan yang *go public* memiliki beberapa motivasi/tujuan antara lain:

- a. Untuk mengatasi kendala mendapatkan pinjaman/hutang.

Perusahaan-perusahaan yang belum *go public* biasanya mendapatkan pinjaman dari Bank. Pinjaman dari Bank ini tentu ada biayanya. Dengan masuk ke pasar modal, perusahaan-perusahaan yang *go public* mendapatkan sumber keuangan lain sebagai alternatif dari pinjaman bank. Menurut Marco Pagano (1997), perusahaan-perusahaan yang cenderung melakukan *go public* adalah perusahaan-perusahaan yang memiliki karakteristik seperti membutuhkan dana



investasi yang besar di masa sekarang maupun masa depan, memiliki leverage yang besar serta memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi

b. Untuk meningkatkan kekuatan tawar-menawar dengan bank

Perusahaan yang belum *go public* akan menemui kesulitan bila pada suatu saat akan meminjam kepada institusi keuangan lain karena institusi keuangan yang akan memberikan pinjaman tersebut akan dikenakan biaya oleh bank pemberi pinjaman sebelumnya bila meminta informasi mengenai kualitas pinjaman perusahaan tersebut. Menurut Rajan (1992), dengan masuk ke pasar modal, perusahaan secara kontinyu akan menyebarkan informasi-informasi kepada calon-calon investor, yang mana hal ini dapat membentuk kompetisi antara bank pemberi pinjaman sebelumnya dengan bank lain/calon investor sehingga dapat menguntungkan perusahaan tersebut dalam hal pemberian pinjaman dengan biaya yang lebih rendah atau sumber pendanaan alternatif yang lebih besar ataupun kedua-duanya.

c. Sebagai alat kontrol manajemen dalam pengambilan keputusan.

Pasar modal dapat berfungsi sebagai suatu perangkat manajerial, yang mana keputusan-keputusan manajemen dapat dinilai oleh pasar melalui turun naiknya harga saham dari perusahaan yang *go public* tersebut. Dalam sistem remunerasi misalnya, perusahaan dapat mengkaitkan pemberian numerasi tersebut dengan naik turunnya harga saham perusahaan di pasar modal.

Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu, seperti Rock(1986) dan Beatty dan Ritter (1986) terdapat bukti-bukti bahwa pada saat *IPO*, harga saham perusahaan yang *go public* mengalami *underpricing*, yaitu harga saham penutupan

yang dijual pada hari pertama di pasar sekunder lebih tinggi daripada harga di pasar primer (harga perdana). Penelitian-penelitian tersebut berusaha untuk mengungkapkan faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi besarnya tingkat *underpricing* tersebut. Faktor-faktor yang diteliti tersebut terkait dengan informasi *ex ante* dari suatu perusahaan sebagai pendekatan terhadap resiko yang melekat pada suatu perusahaan yang akan *go public*

Sejumlah teori yang berbeda telah diajukan oleh beberapa peneliti mengenai *IPO* yang *underpricing*. Teori-teori ini membahas hubungan antara investor, perusahaan yang akan *go public* serta bank/pihak yang mengorganisir proses *IPO* tersebut. Hipotesa yang diajukan antara lain :

a. Hipotesa *winner's curse*

Suatu alasan yang penting mengenai *IPO* yang *underpricing* adalah penjelasan *winner's curse*. Karena sejumlah saham dijual pada harga yang tetap, rationing akan terjadi jika demand sangat tinggi. Rationing itu sendiri tidak menyebabkan *underpricing*, tetapi karena beberapa investor berada dalam posisi yang lebih lemah dalam ketersediaan informasi, sejumlah investor akan menjadi lebih inferior. Apabila sejumlah investor berusaha untuk membeli saham yang *underpriced*, demand yang sudah besar tersebut akan semakin besar bila saham tersebut lebih *underpriced*. Investor yang lain akan mengalokasikan sebagai kecil dananya ke saham-saham yang bernilai, dan mengalokasikan sebagian besar dananya ke saham-saham yang kurang bernilai. Para investor menghadapi fenomena *winner's curse* : jika mereka mendapatkan semua saham yang mereka inginkan, hal itu disebabkan karena investor yang memiliki informasi yang lebih

baik tidak menginginkan membeli saham tersebut. *IPO* yang *underpriced* terjadi sebagai kompensasi terhadap investor yang kekurangan informasi tersebut.

b. Hipotesa Bandwagon

Jika investor yang potensial memberikan perhatian tidak hanya kepada informasi mengenai saham yang *IPO*, akan tetapi terhadap pembelian yang dilakukan oleh investor yang lain, efek *bandwagon* dapat terbentuk. Jadi apabila seorang investor melihat bahwa tidak ada seorangpun yang membeli, investor tersebut mungkin akan memutuskan untuk tidak membeli walaupun informasi yang baik mengenai perusahaan tersebut tersedia. Untuk mencegah hal ini, perusahaan yang *go public* akan melakukan *underpricing* untuk menarik minat investor untuk membeli sehingga hal ini dapat menarik investor-investor lainnya.

c. Hipotesa kekuatan monopsony bank investasi

Pada hipotesis ini diajukan bahwa *IPO* yang *underpricing* terjadi karena bank/pihak yang mengorganisir proses *IPO* memiliki keunggulan lebih terhadap kondisi pasar untuk melakukan penawaran yang *underpriced*, yang akhirnya menguntungkan pihak bank tersebut untuk mengeluarkan biaya pemasaran yang lebih sedikit.

d. Hipotesa Signalling

Perusahaan yang berkualitas, pada saat *IPO* dengan sengaja mengalami *underpricing* dengan tujuan untuk meninggalkan "rasa yang enak" bagi investor. Untuk menutupi biaya yang diakibatkan oleh *underpricing* tersebut, perusahaan berkualitas akan menawarkan kembali sahamnya dengan harga yang lebih tinggi

pada masa depan, yang tidak mungkin/sulit dilakukan oleh perusahaan yang berkualitas kurang.

e. Hipotesa Penyebaran Kepemilikan

Perusahaan dengan sengaja melakukan penawaran yang *underpriced* dengan tujuan untuk menumbuhkan demand/permintaan yang besar dan dengan demikian memiliki sejumlah besar pemilik saham. Penyebaran kepemilikan ini akan meningkatkan likuiditas saham perusahaan tersebut dan juga membuat pihak luar lebih sulit untuk mengendalikan perusahaan.

Beatty dan Ritter (1986) menghipotesakan bahwa besarnya underpricing (return hari pertama yang positif) berhubungan dengan ketidakpastian *ex ante* atau resiko yang terkait dengan perusahaan yang *go public*. *IPO* dengan ketidakpastian yang besar lebih sulit untuk dinilai. Untuk memberikan kompensasi kepada investor terhadap ketidakpastian tersebut, *IPO* dengan ketidakpastian yang besar diharapkan lebih besar return positif hari pertamanya. Beberapa peneliti terdahulu seperti Taylor dan Walter (1990) dan How (1994) mengajukan beberapa variabel sebagai proxy ketidakpastian *ex ante* yaitu nilai penjualan, standar deviasi dari return pasar dan arus kas (cash flow).

Ritter (1991), Loughran dan Ritter (1995) mendokumentasikan bahwa sebagian besar *IPO* mengalami underpricing dan berkinerja kurang baik pada tahun-tahun pertama sejak sahamnya diperjualbelikan. Yang mengherankan fenomena ini menyebar hampir di seluruh negara, yang meliputi berbagai jenis industri dan mekanisme kontrol perusahaan.

Untuk menjelaskan fenomena tersebut, Allen dan Faulhaber (1989), Grinblatt dan Huang (1989), dan Welch (1989) mengajukan suatu model, yaitu model signalling, yang menyatakan bahwa *insiders* memiliki informasi lebih banyak tentang nilai sebenarnya dan resiko perusahaan dibandingkan dengan pihak luar/investor, sehingga *IPO* yang underpriced merupakan suatu kesengajaan dan sebagai alat untuk meyakinkan investor akan nilai sebenarnya dari perusahaan dan dikemudian hari, perusahaan yang *IPO*nya underpriced akan melakukan penawaran ulang dengan harga yang lebih baik. Akan tetapi, penelitian Jegadesh, Weinstein dan Welch (1993) bertolak belakang dengan penelitian tersebut. Mereka menemukan bukti yang lemah bahwa perusahaan yang mengalami underpricing lebih besar kemungkinannya untuk melakukan penawaran ulang di kemudian hari. Penelitian mereka diperkuat juga dengan hasil penelitian Garfinkel (1993). Sedangkan penelitian Su dan Fleisher (1999) pada Bursa Efek Cina konsisten dengan model signalling yang diajukan oleh Allen dan Faulhaber (1989). Berkaitan dengan hipotesa signalling, penelitian-penelitian terdahulu menghasilkan hasil yang saling bertentangan.

1.2 PERUMUSAN MASALAH

Penelitian ini mengintegrasikan hipotesa winner's curse dan hipotesa signalling dengan obyek penelitian perusahaan-perusahaan yang *go public* pada tahun 1996 sampai dengan tahun 1999 di Bursa Efek Jakarta. Dengan penelitian ini akan dikaji apakah variabel-variabel yang diajukan sebagai proxy terhadap resiko berhubungan dengan besarnya underpricing dan besarnya prosentase saham yang dijual, dan apakah hipotesa signalling berlaku di Bursa Efek Jakarta.

Variabel-variabel yang diajukan sebagai proxy ketidakpastian ex ante pada penelitian ini merujuk kepada penelitian-penelitian terdahulu seperti (1) Besar Perusahaan; yang terdiri dari (a) rasio antara nilai asset tetap dengan jumlah dan (b) umur;); (2) Leverage dan (3) Kondisi Pasar. Selain dari variabel-variabel tersebut di atas, diajukan juga variabel lain sebagai proxy terhadap resiko bisnis (Reilly Frank K. dan Brown Keith C., 1977) yaitu (4) Resiko Bisnis; yang terdiri dari (a) variasi pendapatan operasi perusahaan, (b) variasi penjualan perusahaan dan (c) nilai mutlak prosentase perubahan pendapatan operasi relatif terhadap prosentase perubahan penjualan. Variabel-variabel tersebut dapat diperoleh semuanya dari prospektus perusahaan yang *go public* setelah dilakukan beberapa pengolahan data.

Permasalahan penelitian yang akan dicari jawabannya adalah :

- a. Bagaimana hubungan antara resiko dengan besarnya underpricing dan prosentase saham yang dijual.
- b. Bagaimana hubungan antara leverage (hutang) perusahaan, besarnya underpricing dan prosentase saham yang dijual pada saat IPO dengan kinerja perusahaan setelah IPO.

1.3 TUJUAN DAN KEGUNAAN PENELITIAN

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk :

- a. Menganalisa pengaruh variabel-variabel yang diajukan sebagai proxy ketidakpastian ex ante terhadap besarnya underpricing dan prosentase saham

yang dijual pemilik pada saat *IPO* di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1996 sampai dengan tahun 1999.

- b. Menganalisa hubungan/pengaruh return hari pertama, leverage dan besarnya saham yang dijual oleh pemilik pada saat *IPO* terhadap kualitas dari perusahaan setelah *IPO*.

Sedangkan kegunaan penelitian ini :

- a. bagi investor, penelitian ini dapat dipakai sebagai acuan untuk membuat keputusan investasi setelah ditemukannya variabel-variabel apa saja yang signifikan terhadap kualitas suatu perusahaan yang *go public*.
- b. bagi perusahaan yang akan melakukan *go public*, dengan penelitian ini perusahaan dapat mempelajari perilaku pasar dengan melihat tingkat signifikansi dari variabel-variabel yang diajukan terhadap kualitas perusahaan dan hubungan underpricing dengan kualitas perusahaan.

1.4 KETERBATASAN DAN ASUMSI DASAR

Pada penelitian ini data yang digunakan terdiri dari berbagai jenis perusahaan, yang walaupun demikian diasumsikan memiliki varians populasi yang homogen/sama. Hal ini terkait dengan ketersediaan data pada Bursa Efek Jakarta. Selain itu diasumsikan juga bahwa nilai saham perusahaan setelah setahun *go public* dapat mewakili nilai atau kualitas perusahaan, yang mana pada model-model awal hipotesis signalling, nilai atau kualitas perusahaan diproxy dengan terjadinya penawaran ulang oleh perusahaan tersebut di masa datang.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 PENELITIAN TERDAHULU

2.1.1 HUBUNGAN ANTARA BESAR PERUSAHAAN, RESIKO BISNIS, LEVERAGE DAN KONDISI PASAR TERHADAP RETURN HARI PERTAMA

Mamduh Hanafi (1998) meneliti hubungan antara besarnya kapitalisasi saham (sebagai proxy dari besar perusahaan), Security Return Variance (yang menggambarkan kondisi pasar), jenis industri serta adanya kebijakan Pemerintah dengan besarnya return hari pertama di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Sampel yang digunakan oleh Mamduh Hanafi adalah perusahaan-perusahaan sektor industri manufaktur yang listing di BEJ. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa faktor-faktor seperti yang disebutkan diatas tidak berpengaruh terhadap besarnya return hari pertama saham diperdagangkan di lantai bursa. Penelitian Mamduh Hanafi ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Chalk dan Peavy (1986) serta Wolfe dan Cooperman (1990), yang menyatakan bahwa ada hubungan yang negatif antara besarnya perusahaan (besarnya kapitalisasi saham) dengan besarnya underpricing.

Janice C.Y. How, H.Y. Izan dan Gary S. Monroe (1995) meneliti hubungan antara informasi ex ante dengan besarnya underpricing di pasar modal Australia dengan menggunakan sampel sebanyak 340 perusahaan sektor industri yang *go public* pada tahun 1980 samapai dengan 1990. Informasi ex ante yang diteliti

dibagi dalam 2 dimensi yaitu dimensi kuantitas dan kualitas. Informasi ex ante yang terkait dengan kualitas pada penelitian ini, adalah reputasi akuntan, underwriter dan para ahli yang mempersiapkan pelaksanaan *IPO* suatu perusahaan. Sedangkan informasi ex ante yang terkait dengan kuantitas adalah kapitalisasi saham (sebagai proxy terhadap besar perusahaan) dan umur perusahaan. Dalam penelitian ini juga digunakan variabel kontrol yaitu kondisi pasar modal, tingkat hutang perusahaan yang *IPO*, jumlah hari antara pendaftaran dengan pencatatan di bursa saham serta tingkat pertumbuhan perusahaan yang didefinisikan sebagai nilai selisih satu dengan ratio nilai asset bersih per saham dengan harga penawaran ($1 - \text{asset bersih persaham} / \text{harga penawaran}$). Penelitian mereka menunjukkan bahwa ada hubungan negatif yang kuat antara reputasi underwriter (dimensi kualitas) dengan besarnya underpricing, yaitu semakin baik/besar kualitas underwriter, semakin kecil nilai underpricingnya. Sedangkan dimensi kualitas lainnya, seperti reputasi akuntan dan ahli, walaupun menunjukkan hubungan yang negatif tetapi secara statistik tidak signifikan. Dimensi kuantitas yang memiliki hubungan yang kuat dengan underpricing adalah besar perusahaan, semakin besar suatu perusahaan akan semakin kecil nilai underpricingnya. Pada penelitian ini hubungan antara leverage dengan return hari pertama adalah signifikan negatif yang berarti semakin besar leverage suatu perusahaan akan semakin kecil return hari pertamanya yang mana hal ini konsisten dengan penelitian James dan Weir (1990). Penelitian ini juga mengungkapkan bahwa *IPO* yang terjadi pada saat kondisi pasar sedang bergairah menghasilkan return hari pertama yang lebih kecil.

Ljungqvist (1997) melakukan penelitian terhadap 189 perusahaan yang *go public* selama tahun 1970 sampai dengan tahun 1993 di Bursa Efek Jerman. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa ada hubungan yang positif antara return pasar, kondisi makro ekonomi, prosentase saham yang ditahan dengan besarnya return hari pertama.

Pada penelitian ini, diajukan hipotesa yang berbeda terhadap hubungan leverage dengan besarnya return hari pertama, yaitu perusahaan-perusahaan yang memiliki leverage yang besar akan dipersepsi oleh pasar sebagai perusahaan yang beresiko lebih besar, alasannya antara lain mekanisme kontrol terhadap perusahaan yang memiliki leverage belum berjalan dengan baik di Indonesia. Hal ini terlihat cukup banyaknya perusahaan-perusahaan yang bangkrut karena dibebani hutang yang besar.

Berdasarkan pada hasil temuan beberapa penelitian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis hubungan antara besar perusahaan, resiko bisnis, kondisi pasar sesaat sebelum *IPO*, dan besarnya leverage dengan return hari pertama :

H1 : Besar perusahaan berhubungan negatif dengan besarnya return hari pertama.

H2 : Resiko bisnis ($\text{ResikoBisnis}(l)$, $l = 1, \dots, 3$) berhubungan positif dengan besarnya return hari pertama.

H3 : Kondisi pasar berhubungan negatif dengan besarnya return hari pertama.

H4 : Leverage berhubungan positif dengan besarnya return hari pertama.

2.1.2 HUBUNGAN ANTARA BESAR PERUSAHAAN, RESIKO BISNIS, DAN LEVERAGE TERHADAP PROSENTASE SAHAM YANG DIJUAL

Besar perusahaan pada penelitian ini diduga memiliki hubungan yang negatif dengan besarnya prosentase saham yang dijual mengingat besarnya dana yang telah ditanam oleh pemilik perusahaan tersebut, yang akan mengakibatkan pemilik berusaha untuk tetap mengontrol perusahaan. Perusahaan yang intensif modal, pada umumnya, lebih besar kekayaannya dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang lebih intensif tenaga kerja, sehingga dana yang telah dikeluarkan oleh pemilik perusahaan juga lebih besar bagi perusahaan yang intensif modal dibandingkan dengan perusahaan yang intensif tenaga kerja sehingga pemilik perusahaan akan menjaga kepemilikan saham terbesar. Demikian juga perusahaan-perusahaan yang telah lama beroperasi juga memiliki kecenderungan sebagai perusahaan yang memiliki kekayaan yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang lebih muda. Dana yang dikeluarkan oleh pemilik pada perusahaan yang telah lama beroperasi pun cenderung lebih besar, sehingga pemilik perusahaan pun tetap berusaha untuk tetap memiliki sebagian besar sahamnya.

Pemilik perusahaan lebih mengenali resiko-resiko bisnis yang mereka kelola dibandingkan dengan pihak luar. Pada saat mereka menilai bahwa resiko dari bisnis mereka cukup kecil dan pada saat yang bersamaan perusahaan membutuhkan dana segar, pemilik perusahaan cenderung untuk berusaha agar memiliki sebagian besar sahamnya pada saat *go public*. Akan tetapi ketika mereka menilai bahwa resiko bisnis dari perusahaan mereka bertambah besar,

pemilik perusahaan cenderung untuk menjual sebagian besar dari sahamnya kepada pihak luar.

Perusahaan yang memiliki leverage yang besar, akan berusaha untuk menjaga citranya kepada para kreditor, yang mana hal ini dilakukan dengan tetap memiliki sebagian besar sahamnya. Dengan cara ini perusahaan berusaha untuk menunjukkan kepada publik bahwa mereka adalah perusahaan yang terpercaya karena diberikan pinjaman yang cukup besar dan ingin memberikan sinyal kepada publik bahwa pemegang saham terbesar tetap bertanggung jawab terhadap operasional perusahaan.

Berdasarkan pada uraian diatas maka dapat dirumuskan hipotesis hubungan antara besar perusahaan, resiko bisnis, dan besarnya leverage dengan besarnya prosentase saham yang dijual :

H5 : Besar perusahaan berhubungan negatif dengan prosentase saham yang dijual emiten.

H6 : Resiko bisnis ($\text{ResikoBisnis}(I)$, $I = 1, \dots, 3$) berhubungan positif dengan prosentase saham yang dijual emiten.

H7 : Leverage berhubungan negatif dengan prosentase saham yang dijual emiten.

2.1.3 HUBUNGAN ANTARA PROSENTASE SAHAM DIJUAL, RETURN HARI PERTAMA DAN LEVERAGE TERHADAP KUALITAS PERUSAHAAN

Hubungan antara jumlah saham yang masih ditahan oleh pemiliknya setelah *IPO* dengan kinerja perusahaan setelah *IPO* diteliti oleh Janice C.Y How dan Joy G. Low (1993) serta Marc Goergen (1998).

Penelitian Marc Goergen (1998) ini menggunakan sample sebanyak 764 perusahaan di Inggris dan 96 perusahaan di Jerman yang *go public* antara tahun 1981 sampai dengan 1988. Kinerja perusahaan pada penelitian ini diwakili oleh return saham yang dibeli dan ditahan (*buy and hold*) selama 3 tahun dan 5 tahun. Variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah negara dimana *IPO* berlangsung (variabel dummy), prosentase saham dengan hak voting yang dimiliki pendiri perusahaan sesaat sesudah *IPO*, prosentase saham yang dijual, dan jenis pasar pada saat *IPO* (variabel dummy). Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa semua variabel independen tersebut pada tingkat signifikansi 10% tidak berbeda dengan nol, yang berarti tidak ada hubungan yang signifikan antara saham yang masih ditahan oleh pendiri/pemilik perusahaan dengan kinerja perusahaan.

Penelitian Janice C.Y. How dan Joy G. Low (1993) menggunakan data-data pada Bursa Efek Australia. Penelitian mereka membuktikan bahwa ada hubungan yang positif antara prosentase saham yang ditahan oleh pemilik dengan kualitas perusahaan sedangkan hubungan antara besarnya return hari pertama dengan kualitas perusahaan tidak signifikan.

Slovin, Sushka dan Bendeck (1994) melakukan penelitian hubungan antara penawaran ulang dengan *IPO* awal terhadap perusahaan-perusahaan yang tercatat di NASDAQ. Penelitian mereka mengungkapkan bahwa rata-rata return dari penawaran ulang tersebut adalah -2.9% dan *IPO* yang underpriced akan mengurangi respon terhadap harga penawaran ulang tersebut. Hubungan antara return pada penawaran ulang dengan prosentase saham yang dijual adalah negatif.

Mark Grinblatt dan Chuan Yang Hwang (1989) mengembangkan sebuah model signalling untuk menerangkan *IPO* yang underpriced. Pada model ini emiten diasumsikan memiliki informasi yang lebih baik tentang masa depan perusahaannya (resiko) daripada pihak lain (investor). Untuk mengatasi masalah informasi asimetris, emiten memberikan sinyal terhadap nilai/kualitas sesungguhnya dari perusahaan dengan menawarkan sahamnya pada harga diskon dan tetap menahan sebagian saham yang *go public* tersebut. Model mereka berbeda dengan model yang dikembangkan oleh Leland dan Pyle (1977) dimana pada model Leland dan Pyle hanya menganalisa satu sinyal dan dengan demikian hanya satu parameter saja yang tidak diketahui sehingga varians cash flow dari perusahaan yang *go public* harus diobservasi. Pada model Grinblatt dan Hwang ini, varians dan rata-rata dari cash flow diasumsikan tidak diketahui, sehingga sinyal yang kedua yaitu harga penawaran pada saat *IPO*, diperlukan untuk menggambarkan nilai/kualitas perusahaan kepada pasar. Model mereka menghasilkan beberapa implikasi, yaitu :

Dengan besarnya underpricing ditentukan, varians cash flow memiliki hubungan yang negatif dengan prosentase saham yang ditahan emiten.

Nilai perusahaan berhubungan positif dengan varians cash flow, ceteris paribus prosentase saham yang ditahan emiten konstan.

Nilai perusahaan berhubungan positif dengan prosentase saham yang ditahan emiten, ceteris paribus varians cash flow konstan.

Prosentase saham yang ditahan emiten berhubungan negatif dengan varians cash flow, ceteris paribus nilai perusahaan konstan.

Dengan prosentase saham yang ditahan emiten ditentukan, besarnya underpricing berhubungan positif dengan varians cash flow,

Dengan varians cash flow ditentukan, besarnya underpricing berhubungan positif dengan prosentase saham yang ditahan emiten.

Dengan prosentase saham yang ditahan emiten ditentukan, nilai perusahaan berhubungan positif dengan besarnya underpricing

Dengan varians cash flow ditentukan, nilai perusahaan berhubungan positif dengan besarnya underpricing .

Paudyal, Saadouni dan Briston (1998) melakukan penelitian terhadap perusahaan-perusahaan diprivatisasi dan *go public* di bursa efek Malaysia. Penelitian mereka mengungkapkan bahwa (1) tidak ada perbedaan kinerja antara perusahaan-perusahaan yang diprivatisasi dan (2) perusahaan yang mengalami return hari pertama yang besar akan mengalami penurunan harga saham yang cukup besar setelah tiga tahun *go public*. Penelitian ini mengungkapkan bahwa ada hubungan yang negatif antara underpricing dengan kualitas perusahaan.

Dongwei Su (1999) melakukan penelitian terhadap 283 perusahaan non keuangan di Cina yang melakukan *IPO* antara tahun 1994 sampai dengan tahun

1997. Penelitiannya bertujuan untuk mengungkapkan hubungan antara besarnya leverage sebelum *IPO*, prosentase saham yang ditahan emiten dan besarnya underpricing dengan kualitas perusahaan yang *go public* tersebut. Penelitiannya mengungkapkan beberapa hal :

- a. Bertentangan dengan teori konvensional tentang struktur modal, leverage tidak memberikan gambaran yang baik bagi bursa di Cina. Nilai perusahaan berhubungan negatif dengan leverage sebelum *IPO*.
- b. Besarnya underpricing memberikan sinyal terhadap kualitas perusahaan, sedangkan prosentase saham yang ditahan emiten tidak memberikan sinyal.
- c. Emiten dengan leverage yang lebih kecil cenderung untuk memiliki saham yang ditahan lebih kecil juga, dan secara rata-rata, lebih kecil tingkat underpricingnya dibandingkan dengan emiten yang memiliki leverage yang lebih besar.
- d. Besarnya underpricing berkorelasi dengan ketidakpastian *ex-ante* seperti kondisi pasar pada saat *IPO*.

Hasil penelitian Su ini sebagian besar konsisten dengan hipotesa *winner's curse* dan *signalling model*.

Berdasarkan pada hasil temuan beberapa penelitian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis hubungan antara prosentase saham yang dijual, return hari pertama dan leverage dengan kualitas perusahaan :

H8 : Prosentase saham yang ditahan emiten berhubungan positif dengan kualitas perusahaan.

H9 : Leverage berhubungan negatif dengan kualitas perusahaan.

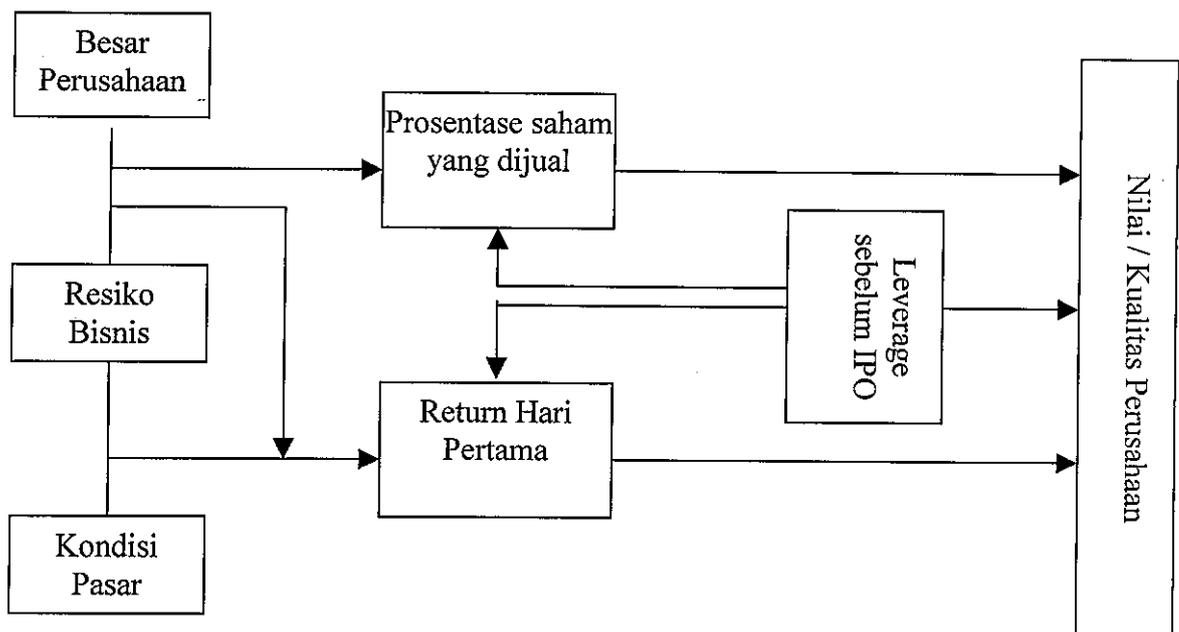
H10: Besarnya underpricing berhubungan positif dengan kualitas perusahaan.

2.2 KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS

Penelitian ini merujuk kepada model yang telah dibuat oleh Dongwei Su (2000) tetapi untuk variabel-variabel yang mewakili ketidakpastian ex-ante diajukan variabel bisnis resiko, varians penjualan dan leverage operasi sebagai proxy terhadap resiko bisnis (Reilly Frank K. dan Brown Keith C., 1977).

Berdasarkan perumusan masalah dan telaah pustaka yang telah dibahas didepan, maka kerangka pemikiran teoritis dari penelitian ini dapat digambarkan seperti di bawah ini :

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis Analisa Pengaruh Prosentase Saham Yang Dijual, Leverage Dan Return Hari Pertama Terhadap Kualitas Perusahaan



Kerangka pemikiran teoritis diatas menggambarkan bahwa besar perusahaan dan resiko bisnis perusahaan akan mempengaruhi prosentase saham yang ditahan

oleh pemilik perusahaan pada saat perusahaan akan melaksanakan *go public/IPO*. Besarnya modal/investasi yang telah ditanamkan oleh pemilik perusahaan akan memberikan kecenderungan kepada pemiliknya untuk tetap menahan sebagian besar sahamnya pada saat *IPO*. Demikian juga bila perusahaan sudah cukup lama beroperasi, pemilik perusahaan juga memiliki kecenderungan untuk menahan sebagian besar sahamnya dengan alasan pemilik masih ingin memiliki kontrol terhadap operasional perusahaan. Sedangkan resiko bisnis akan memberikan kecenderungan kepada pemilik untuk melepaskan sahamnya sebagian besar bila resiko bisnis tersebut dipandang oleh pemiliknya semakin besar. Resiko bisnis, bila dapat dikenali oleh investor, akan memberikan kecenderungan kepada investor untuk menginginkan kompensasi (diskon) yang lebih besar pada saat *IPO* bila resiko tersebut besar. Kondisi pasar modal pada saat perusahaan akan *go public*, mempengaruhi para investor untuk membeli saham perusahaan yang *go public* tersebut. Ketika pasar dalam keadaan lesu, ada kecenderungan emiten akan menurunkan harga penawarannya sehingga sahamnya dapat menarik minat para investor. Leverage (ratio hutang) perusahaan akan mempengaruhi prosentase saham yang ditahan emiten dan besarnya underpricing. Perusahaan yang memiliki leverage yang besar cenderung untuk menahan sebagian besar sahamnya dengan alasan untuk memberikan sinyal kepada publik bahwa perusahaan tersebut adalah perusahaan yang terpercaya karena dipandang mampu oleh kreditor untuk memenuhi kewajibannya. Perusahaan yang memiliki leverage yang besar, juga cenderung untuk mengalami underpricing yang lebih besar karena memberikan harga penawaran yang tidak sesuai dengan nilai

intrinsik perusahaannya sebagai usaha untuk menarik minat investor (Dongwei Su : 2000). Model signalling Grinblatt dan Hwang (1989) menghipotesakan bahwa perusahaan yang berkualitas cenderung untuk menahan sahamnya lebih besar, karena hanya emiten/pemilik yang mengetahui masa depan sesungguhnya dari perusahaan sehingga bila pemilik merasa masa depannya baik (berkualitas) akan menahan sebagian besar sahamnya. Perusahaan yang berkualitas juga akan mengalami underpricing yang lebih besar sebagai sinyal kepada publik bahwa hanya perusahaan yang berkualitaslah yang mampu untuk memberikan diskon kepada publik. Sedangkan perusahaan yang memiliki leverage yang besar cenderung dipersepsikan sebagai perusahaan yang kualitasnya kurang baik.

2.3 DEFINISI OPERASIONAL VARIABEL

Variabel-variabel yang digunakan pada penelitian ini dikelompokkan sesuai dengan kerangka pemikiran teoritis tersebut diatas, yaitu :

Besar Perusahaan :

Ass_Kar : adalah rasio antara nilai kekayaan/aset perusahaan dengan jumlah karyawan, yang menggambarkan apakah perusahaan modal intensif atautkah tenaga kerja intensif.

Umur : adalah jumlah hari sejak perusahaan berdiri sampai dengan *IPO*.

Resiko Bisnis :

ResikoBisnis (1)

Bis_Risk : adalah variabilitas pendapatan operasi perusahaan sepanjang waktu sebagai hasil dari ratio antara simpangan baku pendapatan

operasi dengan rata-rata pendapatam operasi, yang dapat dihitung dengan rumus :

$$\frac{\sqrt{\sum_{i=1}^n (\text{Pendapatan Operasi}_i - \text{Rerata Pendapatan Operasi})^2 / N}}{\sum_{i=1}^n \text{Pendapatan Operasi}_i / N}$$

ResikoBisnis (2)

Sale_Var : adalah variabilitas penjualan perusahaan sepanjang waktu sebagai hasil dari ratio antara simpangan baku pendapatan operasi dengan rata-rata pendapatam operasi, yang dapat dihitung dengan rumus :

$$\frac{\sqrt{\sum_{i=1}^n (\text{Penjualan}_i - \text{Rerata Penjualan})^2 / N}}{\sum_{i=1}^n \text{Penjualan}_i / N}$$

ResikoBisnis (3)

Op_Lev : adalah nilai mutlak prosentase perubahan pendapatan operasi relatif terhadap prosentase perubahan penjualan selama periode tertentu, yang dapat dihitung dengan rumus :

$$\frac{\sum_{i=1}^n \left| \frac{\% \Delta \text{ Pendapatan Operasi}}{\% \Delta \text{ Penjualan}} \right|}{N}$$

Kondisi Pasar :

Rtn_Pasar : adalah kumulatif return harian (IHSG) dari Bursa Efek Jakarta selama 30 hari perdangan, sebagai proxy kondisi pasar menjelang *IPO*.

Std_Pasar : adalah standar deviasi return harian (IHSG) dari Bursa Efek Jakarta selama 30 hari perdagangan, sebagai proxy kondisi pasar menjelang *IPO*.

Prosentase Saham yang ditahan emiten :

Pro_Saham : adalah prosentase saham yang dijual kepada publik

Besarnya underpricing :

Return : adalah return hari pertama setelah *go public* yang dihitung dengan rumus $(P_1 - P_0) / P_0$ dimana P_1 adalah harga penutupan saat saham diperdagangkan pertama kali, dan P_0 adalah harga perdana/penawaran saham. Bila $\text{Return} > 0$ dikatakan saham mengalami underpriced sedangkan bila $\text{Return} < 0$, saham dikatakan mengalami overpriced.

Leverage sebelum *IPO* :

Deb_Lev : adalah ratio total hutang jangka panjang dengan total kekayaan/aset.

Kualitas Perusahaan :

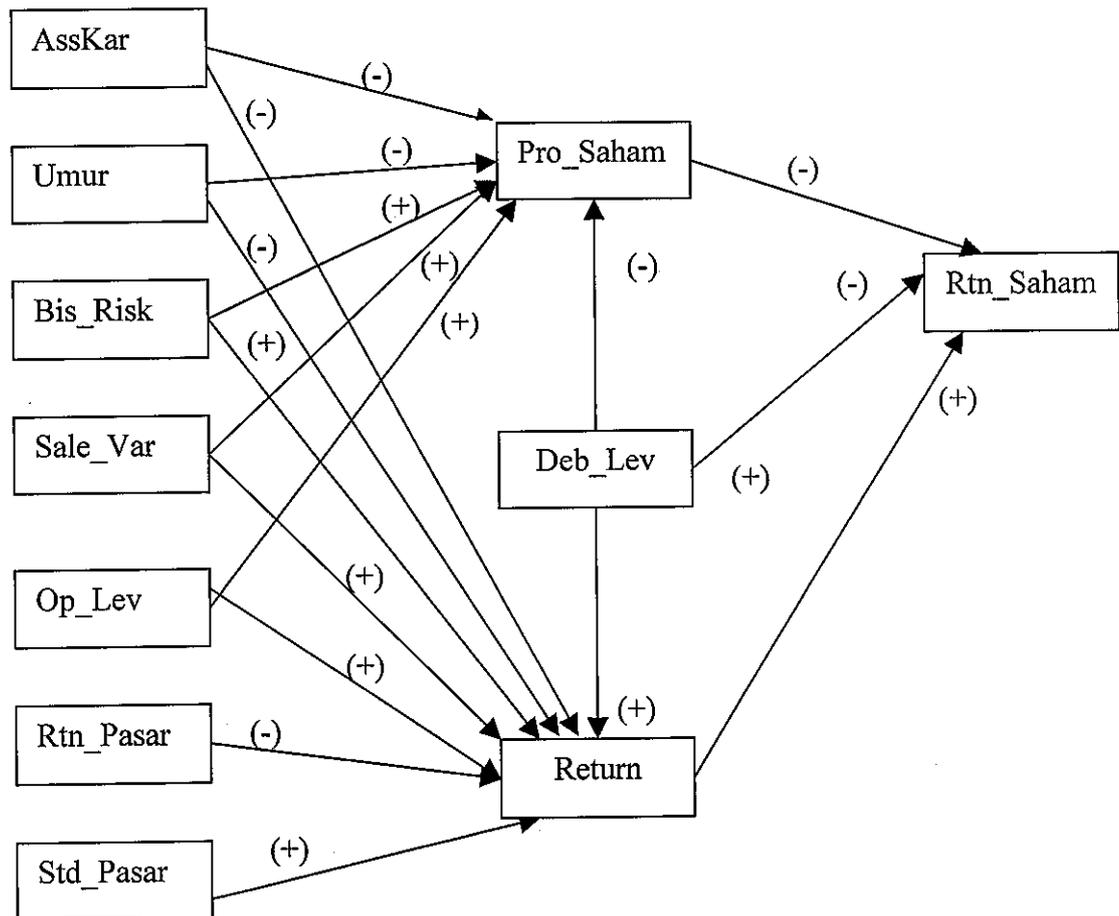
Rtn_Saham : adalah return *buy and hold* saham yang dihitung dengan rumus $(P_{250} - P_1) / P_1$, dimana P_{250} adalah harga saham pada hari yang ke 250 (kurang lebih setahun) sejak diperdagangkan dan P_1 adalah

harga saham pada saat diperdagangkan pertama kali (harga pembukaan).

Beta_Saham : adalah standar deviasi dari return saham sejak pertama kali diperdagangkan sampai dengan hari perdagangan ke 250 (kurang lebih setahun).

Bila variabel-variabel tersebut diatas digambarkan hubungannya seperti yang telah dibahas adalah sebagai berikut :

Gambar 2.2 Hubungan Antar Variabel



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 JENIS DAN SUMBER DATA

Data untuk penelitian ini adalah semua perusahaan-perusahaan yang melakukan *IPO* pada tahun 1996 sampai dengan tahun 1999. Data ini didapatkan dari Capital Market Directory, Prospektus Perusahaan dan Data DKE (data transaksi saham harian) yang didapatkan dari Bursa Efek Jakarta dan PIPM Jawa Tengah. Khusus untuk variabel yang menggambarkan kondisi pasar digunakan data-data transaksi saham tahun 1995 untuk perusahaan yang *go public* pada awal tahun 1996, dan untuk variabel yang menggambarkan kualitas perusahaan digunakan data-data transaksi saham tahun 2000 untuk perusahaan yang *go public* di tahun 1999.

Perusahaan yang *go public* dari tahun 1996 sampai dengan tahun 1999 sebanyak 57 perusahaan dengan distribusi per tahunnya sebagai berikut :

Tabel 3.1 Jumlah Perusahaan yang *IPO* Tahun 1996 s/d 1999

Tahun	Jumlah	Prosentase
1996	16	28%
1997	30	53%
1998	6	11%
1999	5	9%

Sumber : Data Sekunder Diolah

Sedangkan menurut sektornya, perusahaan yang *go public* dari tahun 1996 sampai dengan tahun 1999 adalah sebagai berikut :

Tabel 3.2 Jumlah Perusahaan yang IPO menurut sektornya

SEKTOR	Jumlah	Prosentase
Pertanian	4	7%
Pertambangan	3	5%
Industri Dasar & Kimia	8	14%
Aneka Industri	5	9%
Industri Barang Konsumsi	5	9%
Properti dan Real Estat	9	16%
Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi	2	4%
Keuangan	16	28%
Perdagangan, Jasa dan Investasi	5	9%

Sumber : Data Sekunder Diolah

3.2 POPULASI PENELITIAN

Populasi dari data pada penelitian ini adalah semua jenis perusahaan yang melakukan *go public* dari tahun 1996 sampai dengan tahun 1999 yang berjumlah 57 perusahaan dengan distribusi per jenis/sektornya seperti Tabel 3.2 di atas.

3.3 METODE PENGUMPULAN DATA

Data mengenai prosentase saham yang ditahan oleh emiten dan besarnya leverage dapat langsung didapatkan dari masing-masing prospektus emiten. Data-data lain yang bisa didapatkan dari prospektus tetapi masih harus dilakukan perhitungan, misalnya umur perusahaan, ratio asset dengan jumlah karyawan dan resiko bisnis. Sedangkan data lainnya didapatkan dari DKE atau IHSG dan dilakukan perhitungan seperti kondisi pasar sesaat sebelum *IPO*, besarnya underpricing serta kinerja saham perusahaan yang *IPO*.

UPT-PUSTAK-UNIDIP

3.4 TEKNIK ANALISIS

3.4.1 PEMBENTUKAN MODEL/PERSAMAAN REGRESI

Untuk menguji hipotesis H1, H2, H3, H4, H5, H6 dan H7 dilakukan pembentukan model dengan persamaan regresi sebagai berikut :

$$\text{Pro_Saham} = \alpha_1 + \alpha_2 \ln_AssKar + \alpha_3 \ln_Umur + \alpha_4 \text{ResikoBisnis}(I) + \alpha_5 \text{Deb_Lev} + \varepsilon \dots \dots \dots \text{Persamaan 1}$$

$$\text{Return} = \beta_1 + \beta_2 \text{ResikoBisnis}(I) + \beta_3 \text{Rtn_Pasar} + \beta_4 \text{Std_Pasar} + \beta_5 \text{Deb_Lev} + \beta_6 \ln_AssKar + \beta_7 \ln_Umur + \varepsilon \dots \dots \dots \text{Persamaan 2}$$

Sedangkan untuk menguji hipotesis H8, H9 dan H10 dibentuk model dengan persamaan regresi sebagai berikut :

$$\text{Pro_Saham}\hat{m} = \alpha_1 + \alpha_2 \ln_AssKar + \alpha_3 \ln_Umur + \alpha_4 \text{ResikoBisnis}(I) + \varepsilon \dots \dots \dots \text{Persamaan 3}$$

$$\text{Return}\hat{n} = \beta_1 + \beta_2 \text{ResikoBisnis}(I) + \beta_3 \text{Rtn_Pasar} + \beta_4 \text{Std_Pasar} + \varepsilon \dots \dots \dots \text{Persamaan 4}$$

$$\text{Rtn_Saham} = \delta_1 + \delta_2 \text{Deb_lev} + \delta_3 \text{Pro_Saham}\hat{m}(I) + \delta_4 \text{Return}\hat{n}(I) + \varepsilon \dots \dots \dots \text{Persamaan 5}$$

dimana $\text{Pro_Saham}\hat{m}$ dan $\text{Return}\hat{n}$ adalah variabel-variabel instrumen dari persamaan regresi 3 dan 4.

Berdasarkan kerangka pemikiran teoritis dan persamaan regresi tersebut diatas, penelitian ini menggunakan model simultan karena adanya variabel terikat (dependen) pada suatu persamaan (Persamaan 1 dan Persamaan 2) yang kemudian menjadi variabel bebas pada persamaan berikutnya (Persamaan 5). Pada penelitian ini, digunakan teknik analisa ekonometrik untuk menyelesaikan persamaan model simultan tersebut, yaitu dengan regresi two stage least square. Pemilihan teknik analisa ini dikarenakan pada masing-masing persamaan pada model simultan tersebut, terdapat persamaan yang *overidentified* sehingga persamaan simultan tersebut dapat diselesaikan dengan metoda regresi dua tahap (Supranto, 1984). Untuk menentukan apakah suatu persamaan di dalam model simultan *overidentified* atau tidak, ditentukan dengan cara sebagai berikut : apabila selisih antara banyaknya variabel yang ditentukan nilainya (*predetermined variables*) di dalam model dengan banyaknya variabel yang ditentukan nilainya di dalam persamaan lebih besar daripada selisih banyaknya variabel endogen dalam suatu persamaan dengan satu. Untuk menyelesaikan persamaan tersebut digunakan aplikasi SPSS 10.

Pada model dengan Persamaan 3 dan Persamaan 5, terdapat 3 variabel endogen yaitu Rtn_Saham , Pro_Saham dan $Retur$, sedangkan variabel eksogen ada 4 yaitu ln_AssKar , ln_Umur , $ResiokoBisnis$ dan Deb_Lev . Persamaan 3 adalah persamaan yang *overidentified*, karena selisih antara banyaknya variabel yang ditentukan nilainya (*predetermined variables*) di dalam model dengan banyaknya variabel yang ditentukan nilainya di dalam persamaan ($4 - 3 = 1$), lebih besar daripada selisih banyaknya variabel endogen dalam suatu persamaan dengan

satu ($1 - 1 = 0$). Demikian juga dengan Persamaan 5, dimana selisih antara banyaknya variabel yang ditentukan nilainya (predetermined variables) di dalam model dengan banyaknya variabel yang ditentukan nilainya di dalam persamaan ($4 - 1 = 3$), lebih besar daripada selisih banyaknya variabel endogen dalam suatu persamaan dengan satu ($3 - 3 = 0$). Sehingga untuk menyelesaikan persamaan 3, 4 dan 5 dilakukan teknik analisa regresi dua tahap, dengan langkah-langkah sebagai berikut :

Pertama-tama, variabel *Pro_Saham* diregresikan terhadap variabel eksogen *ln_AssKar*, *ln_Umur* dan *ResikoBisnis(I)*, sehingga didapatkan variabel instrumen *Pro_Saham* (Persamaan 3). Kemudian variabel *Return* juga diregresikan terhadap variabel eksogen *ResikoBisnis(I)*, *Rtn_Pasar* dan *Std_Pasar*, sehingga didapatkan variabel instrumen *Return* (Persamaan 4)

Kemudian pada langkah kedua, dilakukan regresi terhadap persamaan 5 tersebut diatas dengan memasukkan variabel *Pro_Saham* dan *Return* yang didapat dari persamaan 3 dan persamaan 4.

3.4.2 UJI ASUMSI KLASIK MODEL REGRESI

Agar suatu permasalahan dapat diselesaikan dengan model regresi linear, maka model regresi linear tersebut harus memenuhi beberapa asumsi utama, dengan melakukan beberapa uji (Gujarati) :

a. Uji Normalitas (uji distribusi normal).

Uji ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variable dependen dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Pada penelitian ini dilakukan beberapa cara, yaitu :

1. Analisa Grafik.

Analisa grafik yang dilakukan adalah dengan membandingkan distribusi kumulatif dari data sesungguhnya dengan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal dan plotting data sesungguhnya akan dibandingkan dengan garis diagonal. Jika distribusi data adalah normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya.

2. Analisa Statistik

Dengan uji test Kolmogorov-Sminorv dapat diketahui apakah suatu variabel memiliki distribusi normal atau tidak, yaitu dengan melihat nilai signifikansinya. Bila nilai signifikansinya lebih kecil dari nilai cutoff tertentu, maka dapat dikatakan bahwa variabel tersebut tidak berdistribusi normal.

Apabila dideteksi terdapat variabel yang tidak berdistribusi normal, maka cara untuk mengatasinya adalah dengan melakukan transformasi terhadap variabel tersebut, misalnya dengan melakukan transformasi logaritma atau invers dari variabel tersebut.

b. Uji Linearitas

Dalam penelitian ini dilakukan uji linearitas dengan tujuan untuk melihat apakah spesifikasi model yang digunakan sudah benar atau tidak. Uji linearitas yang digunakan adalah dengan membandingkan nilai statistik Durbin Watson dengan nilai tabel Durbin Watson. Jika signifikan atau berada pada daerah autokorelasi positif, maka spesifikasi model persamaan utama adalah salah.

c. Uji Heteroskedastisitas.

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut dengan homoskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas. Kebanyakan data cross-section mengandung situasi heteroskedastisitas karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran kecil. Ada beberapa cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas. Pada penelitian ini digunakan beberapa cara, yaitu :

1. Analisa grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan residualnya (SRESID). Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual ($Y \text{ prediksi} - Y \text{ sesungguhnya}$) yang telah di-studentized. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Bila tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas,
2. Uji Park. Pada uji Park ini dilakukan langkah-langkah sebagai berikut :
 - Lakukan regresi utama dan dapatkan variabel residual (U_i).
 - Kuadratkan nilai residual (U_i^2) dan hitung nilai logaritma dari kuadrat residual tersebut.

- Regresikan variabel $\ln U^2_i$ sebagai variabel dependen terhadap variabel bebas lainnya.

Apabila koefisien parameter beta dari persamaan regresi tersebut signifikan secara statistik, hal ini menunjukkan bahwa dalam data model empiris yang diestimasi terdapat heteroskedastisitas, dan sebaliknya jika parameter beta tidak signifikan secara statistik, maka asumsi homoskedastisitas pada model regresi tersebut tidak dapat ditolak.

d. Uji Autokorelasi.

Uji ini bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t_{-1} (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Pada data crossection, masalah autokorelasi jarang terjadi karena gangguan pada observasi yang berbeda berasal dari individu/kelompok yang berbeda. Pada penelitian ini digunakan uji Durbin-Watson (DW) untuk mendeksi ada tidaknya autokorelasi, dengan langkah-langkah pengambilan keputusan sebagai berikut :

- Bila nilai DW terletak antara batas atas atau upper bound (du) dan $(4 - du)$, maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi.
- Bila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau lower bound (dl), maka koefisien autokorelasi lebih besar daripada nol, berarti ada korelasi positif.

- Bila nilai DW lebih besar daripada $(4 - dl)$, maka koefisien autokorelasi lebih kecil daripada nol, berarti ada autokorelasi negatif.
- Bila nilai DW terletak di antara batas atas (du) dan batas bawah (dl) atau DW terletak antara $(4 - du)$ dan $(4 - dl)$, maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

e. Uji Multikolinearitas.

Uji ini bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas di dalam model regresi adalah sebagai berikut :

- Nilai R^2 yang dihasilkan oleh suatu estimasi model regresi empiris sangat tinggi, tetapi secara individual variabel-variabel bebas banyak yang tidak signifikan mempengaruhi variabel dependen.
- Menganalisa matriks korelasi variabel-variabel bebas. Jika antar variabel bebas ada korelasi yang cukup tinggi (umumnya diatas 0.90), maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinearitas. Multikolinearitas dapat disebabkan karena adanya efek kombinasi dua atau lebih variabel bebas.
- Multikolinearitas dapat juga dilihat dari (1) nilai tolerance dan lawannya (2) variance inflation factor (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel bebas manakah yang dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Nilai cutoff yang umum dipakai adalah nilai tolerance 0.10 atau sama dengan nilai VIF diatas 10. Walaupun multikolinearitas dapat dideteksi dengan nilai tolerance atau VIF, tetapi tetap tidak diketahui variabel-variabel bebas mana saja yang saling berkorelasi.

3.4.3 MENILAI GOODNESS OF FIT MODEL REGRESI

Ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual populasinya dapat diukur dari goodness of fitnya yang secara statistik nilai tersebut dapat diukur dari nilai statistik t , nilai statistik F , dan koefisien determinasinya.

a. Uji Statistik t (uji signifikansi parameter individual)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. *HIPotesis nol* (H_0) yang hendak diuji adalah apakah suatu parameter (b_1) sama dengan nol, yang berarti apakah suatu variabel independen bukan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Sedangkan *hIPotesis alternatifnya* (H_A) adalah suatu variabel independen tidak sama dengan nol. Cara melakukan uji statistik t adalah dengan membandingkan nilai statistik t dengan titik kritis menurut tabel. Apabila nilai statistik t hasil perhitungan lebih tinggi dibandingkan dengan nilai t tabel, maka *hIPotesis alternatifnya* diterima yang menyatakan bahwa suatu variabel independen secara individual mempengaruhi variabel dependen.

b. Uji Statistik F (uji signifikansi simultan)

Pada dasarnya uji statistik F ini menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependennya. *Hipotesis nol* (H_0) yang hendak diuji adalah apakah semua parameter dalam model sama dengan nol, yang artinya apakah suatu variabel independen bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependennya. Sedangkan *hipotesis alternatifnya* (H_A) adalah tidak semua

parameter secara simultan sama dengan nol, yang berarti semua variabel independen secara simultan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependennya. Cara melakukan uji statistik F ini adalah dengan membandingkan nilai F hasil perhitungan dengan nilai F menurut tabel. Bila nilai F hasil perhitungan lebih besar daripada nilai F menurut tabel, maka H_0 ditolak dan H_A diterima.

c. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah di antara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel independen. Secara umum koefisien determinasi untuk data silang (crosssection) relatif rendah karena adanya variasi yang besar antara masing-masing pengamatan, sedangkan untuk data runtun waktu (time series) biasanya mempunyai nilai koefisien determinasi yang tinggi.

BAB IV

GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN

4.1 JUMLAH PERUSAHAAN YANG *GO PUBLIC* PER TAHUN PER SEKTOR

Perusahaan yang *go public* pada penelitian ini terdiri dari 9 sektor, yaitu sektor Pertanian (1), sektor Pertambangan (2), sektor Industri Dasar dan Kimia (3), sektor Aneka Industri (4), sektor Industri Barang Konsumsi (5), sektor Properti dan Real Estat (6), sektor Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi (7), sektor Keuangan (8) serta sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi (9). Jumlah perusahaan yang *go public* per tahunnya per sektornya dapat dilihat pada Tabel 4.1 berikut. Pada tahun 1996, perusahaan yang melakukan *go public* sebagian besar pada sektor Industri Dasar dan Kimia serta Industri Barang Konsumsi dimana pada masing-masing sektor terdapat 4 perusahaan yang melakukan *go public*. Pada tahun 1996 ini tidak terdapat perusahaan pada sektor Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi yang melakukan *go public*. Pada tahun 1997, terdapat 12 perusahaan (40%) disektor Keuangan yang melakukan *go public* dan hampir pada semua sektor ada perusahaan yang melakukan *go public*. Pada tahun 1998, terdapat total 6 perusahaan yang melakukan *go public* dimana masing-masing 2 perusahaan berada pada sektor Aneka Industri dan sektor Properti dan Real Estat. Sedangkan pada tahun 1999, perusahaan yang melakukan *go public* sebesar 5 perusahaan dan 2 diantaranya terdapat pada sektor Properti dan Real Estat.

Table 4.1 Jumlah Perusahaan Yang Go Public

SEKTOR	TAHUN				Total	
	1996	1997	1998	1999		
1	Jumlah	2	1		1	4
	% Kolom	12.5%	3.3%		20.0%	7.0%
2	Jumlah	1	2			3
	% Kolom	6.3%	6.7%			5.3%
3	Jumlah	4	4			8
	% Kolom	25.0%	13.3%			14.0%
4	Jumlah	1	2	2		5
	% Kolom	6.3%	6.7%	33.3%		8.8%
5	Jumlah	4	1			5
	% Kolom	25.0%	3.3%			8.8%
6	Jumlah	1	4	2	2	9
	% Kolom	6.3%	13.3%	33.3%	40.0%	15.8%
7	Jumlah		1		1	2
	% Kolom		3.3%		20.0%	3.5%
8	Jumlah	2	12	1	1	16
	% Kolom	12.5%	40.0%	16.7%	20.0%	28.1%
9	Jumlah	1	3	1		5
	% Kolom	6.3%	10.0%	16.7%		8.8%
Total	Jumlah	16	30	6	5	57
	% Kolom	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Sumber : Data Sekunder Diolah

4.2 STATISTIK DESKRIPSI VARIABEL

Tabel 4.2 merupakan statistik deskriptif dari semua variabel yang terdapat dalam penelitian ini. Nilai maksimal underpricing adalah sebesar 104,17% yang dialami oleh PT Surya Inti Permata yang ada pada sektor Properti dan Real Estat (6), sedangkan perusahaan yang mengalami overpricing terbesar adalah PT Sunson Textile sebesar 73,53% pada sektor Aneka Industri (4). Perusahaan yang memiliki leverage tertinggi adalah PT Bank Bahari dengan leverage sebesar 139,7% dan perusahaan yang tidak memiliki leverage pada penelitian ini adalah PT Cahaya Kalbar dan PT Fiskaragung Perkasa. Prosentase saham yang dijual

berkisar antara 2,85% sampai dengan 54,1%. Perusahaan yang prosentase sahamnya dijual paling kecil adalah PT Bintuni Miniraya dan yang terbesar adalah PT Maharani Inti Finance.

Tabel 4.2 Statistisk Deskriptif Variabel dalam penelitian

	Variabel				
	Return	Deb_Lev	Pro Saham	Ln AssKar	Ln_Umur
N	57	57	57	57	57
Minimum	-.7353	.0000	.0285	.23404686	6.48768402
Maximum	1.0417	1.3970	.5410	7.41667910	9.82043198
Mean	.155890	.637333	.258182	4.084079295	8.459046649
Std. Deviation	.267327	.258554	9.77730E-02	1.491834280	.7499425991

	Variabel						
	Bis Risk	Sale Var	Op Lev	Rtn Pasar	Std Pasar	Rtn Saham	Beta Saham
N	57	57	57	57	57	57	57
Minimum	.1605	.1907	.0868	-.3064	.0057	-.9195	.0196
Maximum	11.9449	1.7845	146.5600	.3407	.0366	6.9000	.1465
Mean	.948398	.605565	7.857472	-2.59E-02	1.422E-02	-6.4890E-02	6.52425E-02
Std. Deviation	1.523333	.338069	21.220473	.128533	9.132E-03	1.120137	3.11483E-02

Sumber : Data Sekunder Diolah

Rasio antara nilai asset total dengan jumlah karyawan, sebelum dihitung nilai logaritmanya, berkisar antara Rp1,3 juta per karyawan sampai dengan Rp1.663,5 juta per karyawan. Perusahaan dengan ratio terendah adalah PT Bank Victoria International, sedangkan dengan ratio tertinggi adalah PT Humpuss Intermoda Transport.

Nilai resiko bisnis terletak antara 0.1605 sampai dengan 11.9449 dimana perusahaan yang memiliki resiko bisnis terkecil adalah PT Eterindo Wahanatama dan yang terbesar adalah PT Bank Arya Panduarta. Perusahaan yang mengalami penurunan harga sahamnya terbesar setelah setahun *go public* adalah PT Putra Surya Multi Dana dengan nilai sebesar 91,95% dan perusahaan yang mengalami kenaikan harga sahamnya terbesar setelah setahun *go public* adalah PT Samudera Indonesia dengan nilai sebesar 6900%.

4.3 KONDISI PASAR SESAAT SEBELUM *IPO*

Pada Tabel 4.3 dapat dilihat kondisi pasar sesaat sebelum *IPO*. Dari tabel ini terlihat bahwa pada tahun 1996, keadaan pasar modal pada saat itu cenderung tidak kondusif karena komulatif return pasar hampir pada semua sektor mengalami return negatif. Pada tahun 1997, kondisi pasar cenderung membaik dimana sebagian sektor mengalami kondisi pasar dengan return yang positif. Sedangkan pada tahun 1998, kondisi pasar memburuk yang disebabkan karena krisis ekonomi di Indonesia, dimana tidak satu sektorpun yang kondisinya mengalami return positif. Krisis ekonomi ini pun masih dirasakan pada tahun 1999, dimana sebagian sektor mengalami return pasar yang negatif.

Table 4.3a Rata-Rata Return Pasar Sesaat Sebelum *IPO*

TAHUN	SEKTOR	Rata-rata	TAHUN	SEKTOR	Rata-rata
1996	1	0.0240	1997	1	-0.2619
	2	-0.0368		2	0.0236
	3	-0.0238		3	0.0510
	4	-0.0898		4	0.0520
	5	-0.0137		5	0.0242
	6	-0.0465		6	-0.0161
	7	nil		7	0.0413
	8	0.0259		8	-0.0184
	9	-0.0551		9	-0.1104
Rata-Rata Tahun 1996		-0.0174	Rata-Rata Tahun 1997		-0.0153

Sumber : Data Sekunder Diolah

Table 4.3b Rata-Rata Return Pasar Sesaat Sebelum IPO

TAHUN	SEKTOR	Rata-rata	TAHUN	SEKTOR	Rata-rata
1998	1	nil	1999	1	-0.0552
	2	nil		2	nil
	3	nil		3	nil
	4	-0.1469		4	nil
	5	nil		5	nil
	6	-0.2356		6	0.2308
	7	nil		7	-0.1624
	8	nil		8	0.1542
	9	-0.1066		9	nil
Rata-Rata Tahun 1998		-0.1894	Rata-Rata Tahun 1999		0.0796

Sumber : Data Sekunder Diolah

4.4 RETURN PER SEKTOR

Pada Tabel 4.4 merupakan rata-rata return dari masing-masing perusahaan untuk setiap sektor selama periode penelitian. Terlihat bahwa sebagian besar sektor mengalami IPO yang underpriced, kecuali sektor Aneka Industri (4) yang mengalami overpricing. Sektor yang mengalami underpricing terbesar adalah sektor Keuangan rata-rata sebesar 27,49% sedangkan sektor yang mengalami underpricing terkecil adalah sektor Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi (7) rata-rata sebesar 3,19%.

Table 4.4 Rata-Rata Return Per Sektor

SEKTOR	Rata-Rata	SEKTOR	Rata-Rata
1	0.2118	6	0.2295
2	0.0638	7	0.0319
3	0.0976	8	0.2749
4	-0.1081	9	0.1469
5	0.0689		

Sumber : Data Sekunder Diolah

Tabel 4.5 merupakan penyebaran dari return perusahaan yang mengalami overpricing (Return < 0) dan underpricing (Return >= 0). Selama periode penelitian hanya terdapat 6 perusahaan yang mengalami overpricing sedangkan sisanya mengalami underpricing. Sektor yang tidak pernah mengalami overpricing selama periode penelitian ini adalah sektor Pertanian (1), sektor Pertambangan (2), sektor Industri Barang Konsumsi (5) dan sektor Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi (7).

Table 4.5 Distribusi perusahaan yang mengalami underpricing dan overpricing

TAHUN	SEKTOR	RETURN	
		< 0	=> 0
1996	Pertanian		2
	Pertambangan		1
	Industri Dasar & Kimia	1	3
	Aneka Industri		1
	Industri Barang Konsumsi		4
	Properti & Real Estat		1
	Keuangan		2
	Perdagangan, Jasa & Investasi		1
1997	Pertanian		1
	Pertambangan		2
	Industri Dasar & Kimia		4
	Aneka Industri	1	1
	Industri Barang Konsumsi		1
	Properti & Real Estat		4
	Infrastruktur, Utilitas & Transportasi		1
	Keuangan	2	10
1998	Perdagangan, Jasa & Investasi		3
	Aneka Industri	1	1
	Properti & Real Estat	1	1
	Keuangan		1
1999	Perdagangan, Jasa & Investasi		1
	Pertanian		1
	Properti & Real Estat		2
	Infrastruktur, Utilitas & Transportasi		1
	Keuangan		1

Sumber : Data Sekunder Diolah

4.5 RATA-RATA LEVERGAE PER SEKTOR

Rata-Rata leverage perusahaan per sektor dapat dilihat pada Tabel 4.6. Dari tabel ini terlihat bahwa sektor Keuangan (8) memiliki rata-rata leverage tertinggi sebesar 83,54% sedangkan sektor Industri Barang Konsumsi (5) memiliki rata-rata leverage yang terkecil sebesar 35,38%.

Table 4.6 Rata-Rata Leverage Per Sektor

SEKTOR	Rata-Rata
Pertanian	0.5708
Pertambangan	0.5327
Industri Dasar & Kimia	0.5651
Aneka Industri	0.6000
Industri Barang Konsumsi	0.3538
Properti & Real Estat	0.5936
Infrastruktur, Utilitas & Transportasi	0.6015
Keuangan	0.8354
Perdagangan, Jasa & Investasi	0.6490

Sumber : Data Sekunder Diolah

Pada Tabel 4.7 menyajikan distribusi leverage per tahun per sektor yang lebih kecil dan lebih besar dari rata-rata leveragenya dengan nilai sebesar 63,73%.

Table 4.7 Distribusi Leverage Per Tahun Per Sektor Terhadap Nilai rata-Ratanya

SEKTOR	Tahun 1996		Tahun 1997		Tahun 1998		Tahun 1999	
	< 63,73%	=> 63,73%	< 63,73%	=> 63,73%	< 63,73%	=> 63,73%	< 63,73%	=> 63,73%
1	2		1					1
2	1		2					
3	2	2	2	2				
4	1			2	1	1		
5	4		1					
6		1	3	1	1	1	1	1
7			1					1
8		2	2	10	1			1
9		1		3	1			
Jumlah	10	6	12	18	4	2	1	4

Sumber : Data Sekunder Diolah

4.6 RATA-RATA PROSENTASE SAHAM DIJUAL PER SEKTOR

Rata-rata prosentase saham yang dijual per sektor dapat dilihat pada Tabel 4.8 berikut ini. Sektor yang mengalami rata-rata prosentase saham dijual terbesar adalah sektor Pertambangan (2) dengan nilai sebesar 34,06%, sedangkan yang memiliki rata-rata terkecil adalah sektor Pertanian (1) dengan nilai sebesar 13,92%.

Table 4.8 Rata-Rata Prosentase Saham Yang Dijual Per Sektor

SEKTOR	Rata-Rata
Pertanian	0.1392
Pertambangan	0.3406
Industri Dasar & Kimia	0.2944
Aneka Industri	0.2408
Industri Barang Konsumsi	0.2866
Properti & Real Estat	0.1873
Infrastruktur, Utilitas & Transportasi	0.2674
Keuangan	0.2902
Perdagangan, Jasa & Investasi	0.2564

Sumber : Data Sekunder Diolah

Tabel 4.9 merupakan penyebaran/distribusi dari perusahaan-perusahaan yang nilai prosentase sahamnya lebih kecil dan lebih besar dari nilai rata-ratanya yaitu 25,82%. Jumlah perusahaan yang nilai rata-rata prosentase saham yang dijual lebih kecil dari nilai rata-ratanya paling banyak terdapat pada sektor Keuangan (8) demikian juga dengan jumlah perusahaan yang nilai rata-rata prosentase saham yang dijual lebih besar dari nilai rata-ratanya juga terdapat pada sektor Keuangan (8).

Table 4.9 Distribusi Prosentase Saham Yang Dijual Per Sektor Terhadap Nilai Rata-Ratanya

SEKTOR		Pro Saham		Total
		< 25,82%	=> 25,82%	
1	Jumlah	4		4
	% Kolom	14.81%		7.02%
2	Jumlah		3	3
	% Kolom		10.00%	5.26%
3	Jumlah	2	6	8
	% Kolom	7.41%	20.00%	14.04%
4	Jumlah	3	2	5
	% Kolom	11.11%	6.67%	8.77%
5	Jumlah	1	4	5
	% Kolom	3.70%	13.33%	8.77%
6	Jumlah	6	3	9
	% Kolom	22.22%	10.00%	15.79%
7	Jumlah		2	2
	% Kolom		6.67%	3.51%
8	Jumlah	8	8	16
	% Kolom	29.63%	26.67%	28.07%
9	Jumlah	3	2	5
	% Kolom	11.11%	6.67%	8.77%

Sumber : Data Sekunder Diolah

4.7 RATA-RATA RETURN SAHAM SETELAH IPO PER SEKTOR

Return saham setelah *IPO* (kurang lebih setahun sejak *IPO*) dapat dilihat pada Tabel 4.10. Pada tabel ini terlihat bahwa sebagian besar sektor mengalami penurunan harga sahamnya setelah satu tahun *IPO* dibandingkan dengan harga awal pada saat *IPO*. Sektor yang mengalami rata-rata penurunan prosentase harga saham terbesar adalah sektor Properti dan Real Estat (6) sebesar 45,58% dan yang mengalami prosentase penurunan terkecil adalah sektor Pertambangan (2). Sektor yang mengalami rata-rata prosentase kenaikan harga saham terbesar adalah sektor Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi (7).

Table 4.10 Rata-Rata Return Saham Setelah IPO Per Sektor

SEKTOR	Rata-Rata
Pertanian	0.2302
Pertambangan	-0.1747
Industri Dasar & Kimia	-0.2805
Aneka Industri	-0.2829
Industri Barang Konsumsi	0.3724
Properti & Real Estat	-0.4558
Infrastruktur, Utilitas & Transportasi	3.0777
Keuangan	-0.2768
Perdagangan, Jasa & Investasi	0.0152

Sumber : Data Sekunder Diolah

Pada Tabel 4.11 dapat dilihat penyebaran dari return saham per sektor setelah *Go public* selama setahun. Sebagian besar dari perusahaan yang *Go public* cenderung mengalami penurunan harga saham dibandingkan dengan harga saham pada saat pertama kali diperdagangkan di lantai bursa. Sektor yang mengalami penurunan harga saham terbanyak adalah sektor Keuangan (8) yaitu sebesar 11 perusahaan, sedangkan yang terkecil adalah sektor Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi (1)

Table 4.11 Distribusi Return Saham Setelah IPO

SEKTOR	Rtn_Saham	
	< 0	=> 0
Pertanian	2	2
Pertambangan	2	1
Industri Dasar & Kimia	7	1
Aneka Industri	3	2
Industri Barang Konsumsi	1	4
Properti & Real Estat	9	
Infrastruktur, Utilitas & Transportasi	1	1
Keuangan	11	5
Perdagangan, Jasa & Investasi	3	2
Jumlah	39	18

Sumber : Data Sekunder Diolah

BAB V
PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

5.1 UJI ASUMSI KLASIK MODEL REGRESI

5.1.1 UJI NORMALITAS

Sebelum dilakukan analisa regresi terhadap model yang telah dibentuk, terlebih dahulu dilakukan salah satu uji persyaratan model regresi yaitu uji distribusi normal terhadap variabel-variabel regresi. Hasil uji statistik Kolmogorov-Sminorv adalah sebagai berikut :

Tabel 5.1 Uji Normalitas Variabel

Tests of Normality			
	Kolmogorov-Smirnov ^a		
	Statistic	df	Sig.
Return	.193	57	.000
Bis_Risk	.340	57	.000
Sale_Var	.177	57	.000
Op_Lev	.369	57	.000
Deb_Lev	.126	57	.025
Pro_Saham	.069	57	.200*
Rtn_Pasar	.111	57	.075
Std_Pasar	.317	57	.000
Rtn_Saham	.223	57	.000
Beta_Saham	.108	57	.096
Ass_Kar	.292	57	.000
Umur	.170	57	.000

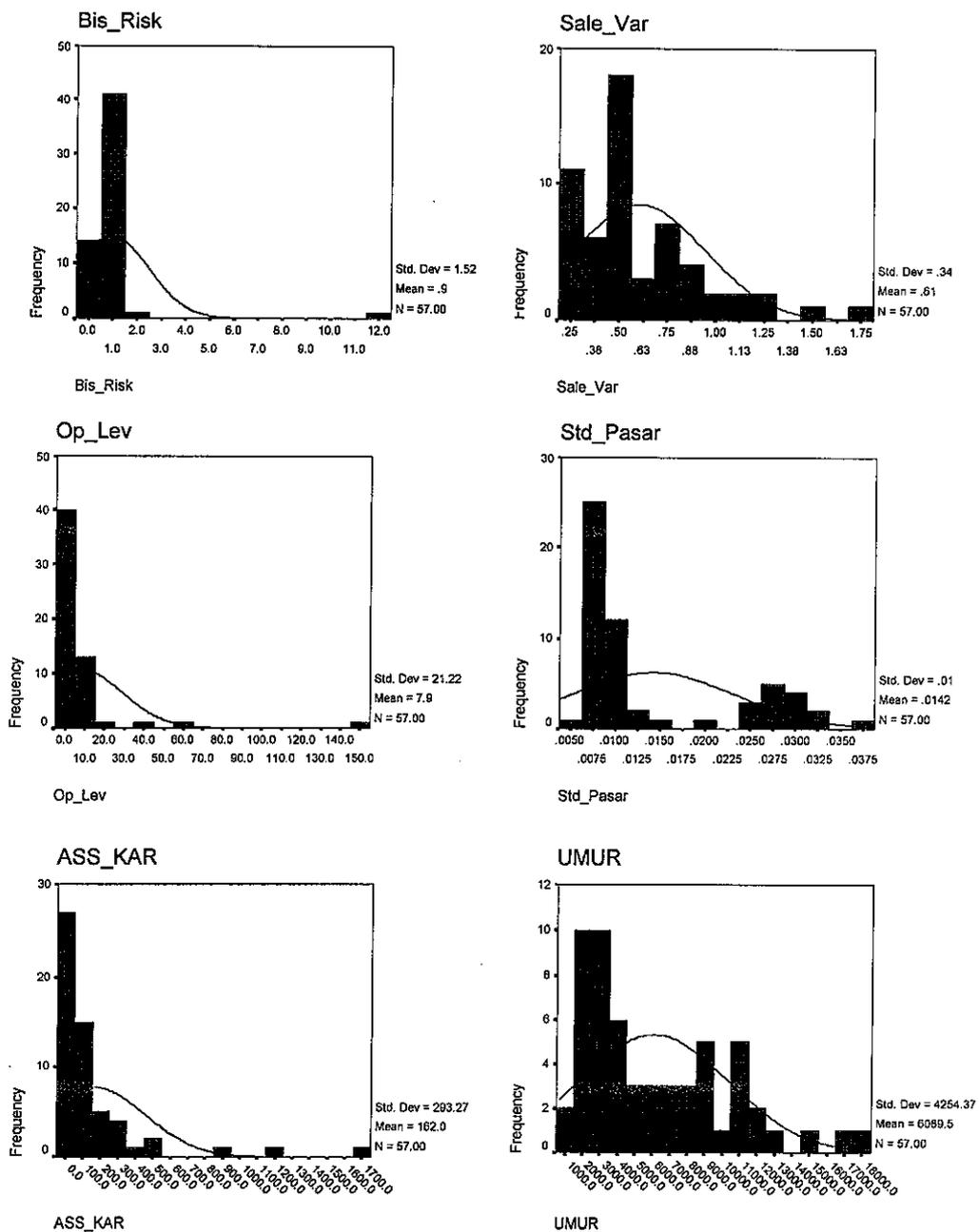
*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Sumber : Data Sekunder Diolah

Dari Tabel 5.1 terdapat beberapa variabel independen yang tidak berdistribusi normal (signifikansinya lebih kecil dari 0.05), antara lain Bis_Risk, Sale_Var, Op_Lev, Std_Pasar, Ass_Kar dan Umur. Bahwa variabel-variabel tersebut di atas tidak berdistribusi normal dapat juga dilihat dari grafik histogramnya seperti di bawah ini :

Gambar 5.1 Grafik Histogram Variabel Independen



Agar variabel-variabel tersebut dapat menghasilkan model regresi yang baik, maka variabel-variabel tersebut perlu ditransformasikan agar berdistribusi normal. Terhadap variabel-variabel bebas tersebut dilakukan transformasi logaritma natural (ln) terhadap variabel Bisk_Risk, Sale_Var, Op_Lev, Ass_Kar dan Umur serta transformasi inverse akar terhadap variabel Std_Pasar dan analisa statistik serta grafik histogram dari transformasi tersebut dapat dilihat pada pada tabel dan gambar berikut.

Tabel 5.2 Tes Normalitas Variabel Bebas Setelah Transformasi

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a		
	Statistic	df	Sig.
ln(Bis_Risk)	.100	57	.200*
ln(Sale_Var)	.083	57	.200*
ln(Op_Lev)	.117	57	.049
1/sqrt(Std_Pasar)	.194	57	.000
ln(Ass_Kar)	.082	57	.200*
ln(Umur)	.099	57	.200*

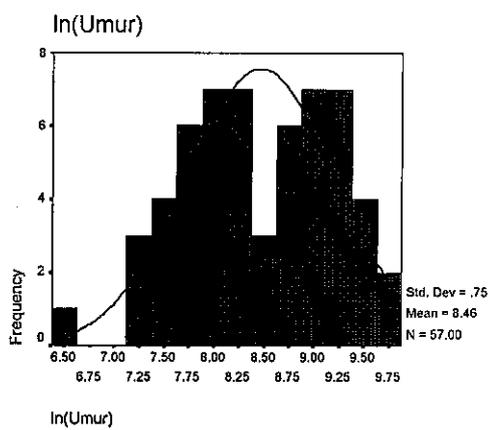
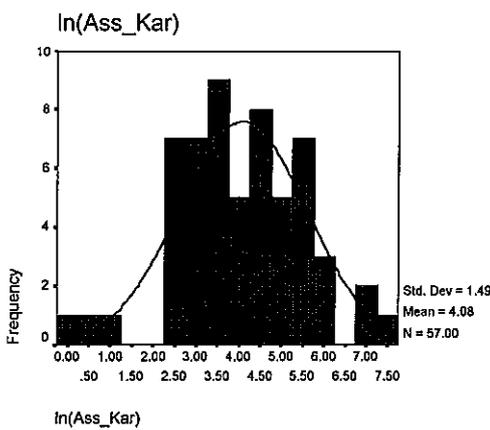
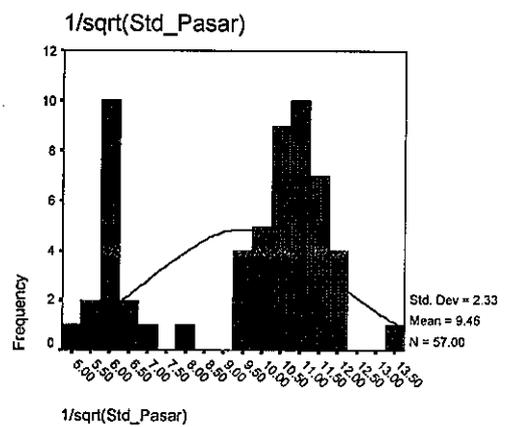
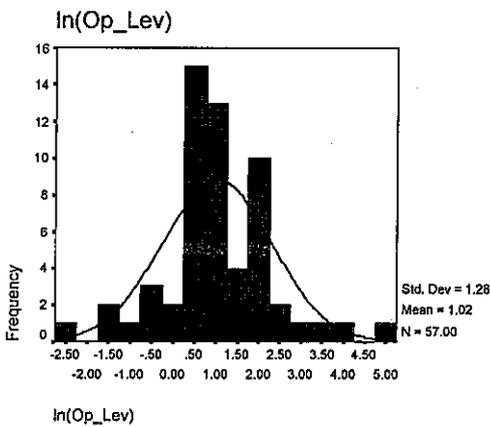
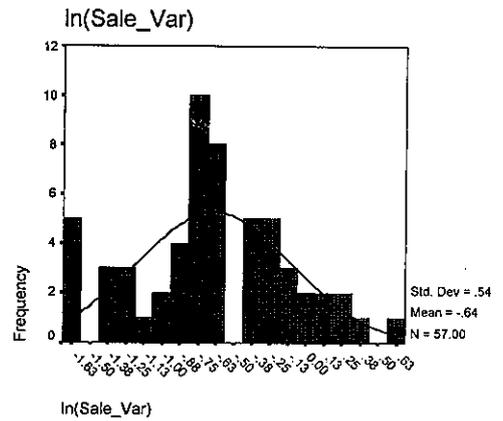
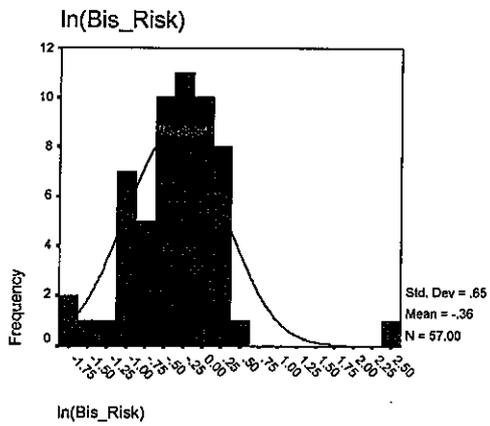
*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Sumber : Data Sekunder Diolah

Pada Tabel 5.2 diatas, walaupun telah dilakukan transformasi, terdapat dua variabel bebas yang signifikansinya lebih kecil dari 5% yaitu variabel Op_Lev dan Std_Pasar. Pada penelitian ini, variabel-variabel bebas tersebut tetap dimasukkan dalam model regresi, karena bila dilihat dari grafik histogramnya setelah dilakukan transformasi cenderung lebih mendekati distribusi normal seperti gambar berikut ini.

Gambar 5.2 Grafik Histogram Variabel Bebas Setelah Transformasi



Variabel Op_Lev dan Std_Pasar pada Gambar V.2 diatas "lebih" berdistribusi normal bila dibandingkan dengan Gambar 5.1 sehingga asumsi normalitas untuk model regresi Persamaan (1) dan Persamaan (2) dapat dipenuhi.

5.1.2 UJI AUTOKORELASI

Setelah variabel-variabel bebas pada model diuji normalitasnya, kemudian dilakukan analisa regresi terhadap persamaan (1) dan persamaan (2). Ringkasan model dan nilai statistik Durbin Watson terhadap analisa regresi persamaan (1) dapat dilihat pada tabel berikut dimana pada model 1, variabel Resiko Bisnis adalah $\ln(\text{Bis_Risk})$, pada model 2 adalah $\ln(\text{Sale_Var})$ dan pada model 3 adalah $\ln(\text{Op_Lev})$.

Tabel 5.3 Ringkasan Model Regresi Dan Statistik Durbin Watson Persamaan (1)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.323	.104	.035	9.60240E-02	2.045
2	.299	.089	.019	9.68296E-02	1.896
3	.421	.177	.114	9.20554E-02	2.105

Sumber : Data Sekunder Diolah

Untuk mendeteksi apakah pada model regresi persamaan (1) terdapat autokorelasi dapat dilihat pada angka statistik Durbin Watson. Nilai tabel Durbin Watson dengan menggunakan derajat kepercayaan 5%, jumlah sample 55¹ dan jumlah

variabel bebas 4, maka didapatkan nilai batas atas (du) sebesar 1,64. Karena nilai DW pada Tabel 5.3 untuk semua model lebih besar daripada du, maka dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi positif pada model regresi.

Ringkasan model regresi persamaan (2) dapat dilihat pada tabel berikut dimana pada model 1, variabel Resiko Bisnis adalah $\ln(\text{Bis_Risk})$, pada model 2 adalah $\ln(\text{Sale_Var})$ dan pada model 3 adalah $\ln(\text{Op_Lev})$.

Tabel 5.4 Ringkasan Model Regresi Dan Statistik Durbin Watson Persamaan (2)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.486	.236	.145	.247215	.506
2	.523	.273	.186	.241188	.566
2	.523	.273	.186	.241188	.566
3	.478	.229	.136	.248442	.498

Sumber : Data Sekunder Diolah

Nilai tabel Durbin Watson batas bawah (dl) dengan menggunakan derajat kepercayaan 5%, jumlah sample 55 dan jumlah variabel bebas 6 adalah sebesar 1,33. Karena nilai DW pada Tabel 5.4 untuk semua model lebih kecil dari 1,33, maka dapat disimpulkan terdapat autokorelasi positif pada model regresi persamaan (2). Walaupun demikian, pada penelitian ini terhadap persamaan (2) dianggap tidak terjadi autokorelasi.

UPT-PUSTAK-UNDIP

5.1.3 UJI LINEARITAS

Pada Tabel 5.3 dan Tabel 5.4 dapat dilihat nilai statistik Durbin Watson untuk masing-masing model regresi persamaan (1) dan persamaan (2). Berdasarkan nilai-nilai tersebut dapat disimpulkan bahwa spesifikasi model persamaan (1) sudah sesuai, sedangkan spesifikasi model persamaan (2) belum sesuai.

5.1.4 UJI MULTIKOLINEARITAS

Hasil output SPSS untuk model regresi persamaan (1) adalah sebagai berikut :

Tabel 5.5 Uji Multikolineraitas Model Regresi Persamaan (1)

		Collinearity Statistics	
Model		Tolerance	VIF
1	Deb_Lev	.984	1.016
	ln(AssKar)	.953	1.049
	ln(Umur)	.990	1.010
	ln(Bis_Risk)	.956	1.046
2	Deb_Lev	.983	1.017
	ln(AssKar)	.983	1.017
	ln(Umur)	.892	1.121
	ln(Sale_Var)	.887	1.127
3	Deb_Lev	.983	1.017
	ln(AssKar)	.993	1.007
	ln(Umur)	.930	1.075
	ln(Op_Lev)	.930	1.075

Sumber : Data Sekunder Diolah

Pada Tabel 5.5 tersebut diatas, tidak satupun angka VIF yang lebih besar dari 10 sehingga dapat disimpulkan bahwa pada model regresi persamaan (1) tidak terdapat multikolinearitas di antara variabel bebasnya.

Uji multikolinearitas untuk model regresi persamaan (2) dapat dilihat dari hasil output SPSS seperti Tabel 5.6 dan pada tabel tersebut tidak satupun angka VIF

yang lebih besar dari 10 sehingga dapat disimpulkan juga bahwa pada model regresi persamaan (2) tidak terdapat multikolinearitas di antara variabel bebasnya.

Tabel 5.6 Uji Multikolinearitas Model Regresi Persamaan (2)

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	ln(AssKar)	.830	1.204
	Deb Lev	.965	1.037
	ln(Umur)	.876	1.141
	Rtn Pasar	.605	1.652
	ln(Bis Risk)	.950	1.053
	1/sqrt(Std Pasar)	.604	1.654
2	ln(AssKar)	.847	1.181
	Deb Lev	.960	1.042
	ln(Umur)	.782	1.278
	Rtn Pasar	.587	1.702
	1/sqrt(Std Pasar)	.604	1.656
	ln(Sale Var)	.857	1.166
3	ln(AssKar)	.866	1.155
	Deb Lev	.961	1.040
	ln(Umur)	.844	1.185
	Rtn Pasar	.584	1.714
	1/sqrt(Std Pasar)	.593	1.688
	ln(Op Lev)	.891	1.123

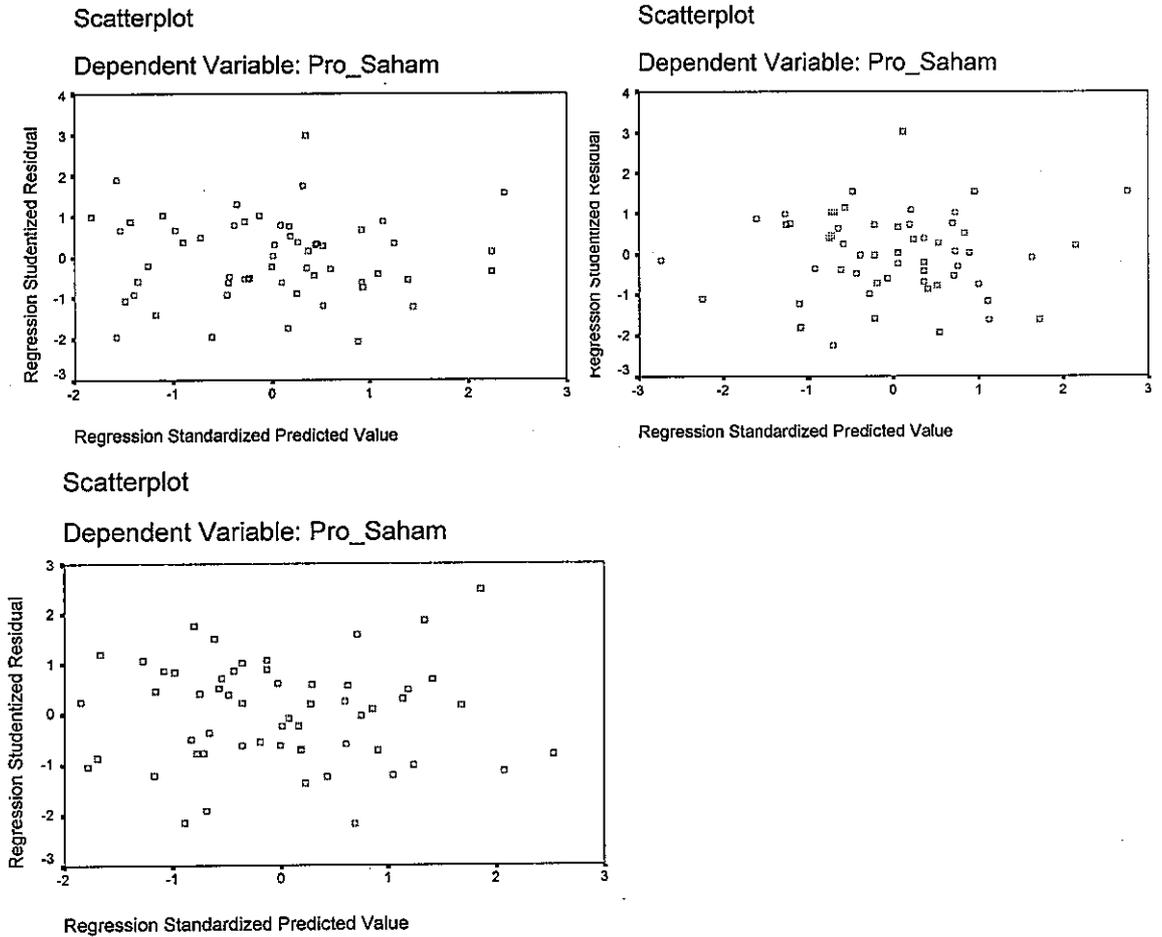
Sumber : Data Sekunder Diolah

5.1.5 UJI HETEROSKEDASTISITAS

Pada penelitian ini digunakan analisa grafik untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas. Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas ditentukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada scatterplot antara nilai residual dengan nilai prediksi dari variabel terikat. Berikut adalah scatterplot untuk masing-masing model regresi.

Gambar 5.3 Scatterplot Nilai Residual Dan Nilai Prediksi Variabel Terikat

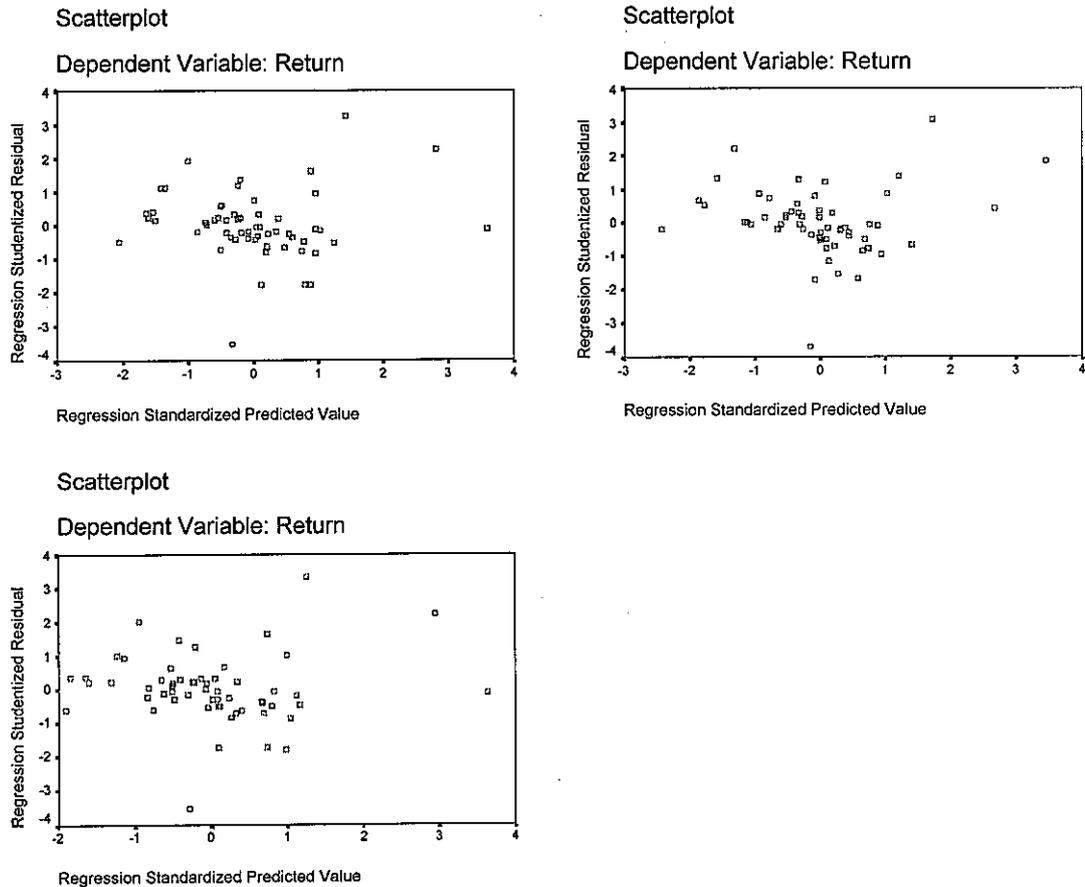
Model Regresi Persamaan (1)



Berdasarkan scatterplot tersebut di atas terlihat titik-titik menyebar secara acak serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi persamaan (1).

Hasil scatterplot nilai residual dan nilai prediksi variabel terikat pada model regresi persamaan (2) juga menunjukkan tidak adanya heteroskedastisitas pada model regresi tersebut, seperti terlihat pada gambar berikut :

Gambar 5.4 Scatterplot Nilai Residual Dan Nilai Prediksi Variabel Terikat Model Regresi Persamaan (2)



5.2 HUBUNGAN ANTARA BESAR PERUSAHAAN, RESIKO BISNIS, DAN LEVERAGE TERHADAP PROSENTASE SAHAM YANG DIJUAL

Hasil regresi dari model regresi persamaan (1) terlihat pada Tabel 5.7. Variabel-variabel yang signifikan secara statistik adalah variabel AssKar dan Op_Lev. Variabel AssKar yang sebagai proxy besarnya perusahaan secara statistik signifikan negatif untuk semua jenis variabel Resiko Bisnis, yang mana hal ini berarti semakin intensif modal suatu perusahaan yang *go public* akan semakin sedikit sahamnya yang dijual atau semakin besar sahamnya yang ditahan

oleh pemiliknya. Hal ini dapat dijelaskan bahwa perusahaan yang intensif modal relatif lebih besar mengeluarkan banyak uang untuk invesatsi dibandingkan dengan perusahaan intensif tenaga kerja, sehingga pemilik perusahaan berusaha untuk tetap memiliki sebagian besar dari saham perusahaan tersebut sebagai kompensasi dari modal yang telah dikeluarkannya.

Tabel 5.7 Hasil Regresi Menguji Hubungan Besar Perusahaan, Resiko Bisnis dan Leverage Terhadap Prosentase Saham Yang Dijual.

Intercept	.308 (2.039)	.291 (1.868)	.245 (1.662)
ln(AssKar)	-2.077E-02* (-2.357)	-1.812E-02* (-2.071)	-1.855E-02* (-2.242)
ln(Umur)	4.111E-03 (0.239)	6.991E-03 (0.383)	1.359E-02 (0.799)
ln(Bis_Risk)	-2.339E-02 (-1.156)		
ln(Sale_Var)		1.720E-02 (0.672)	
ln(Op_Lev)			-2.439E-02* (-2.456)
Deb_Lev	-1.216E-02 (-0.243)	-1.110E-02 (-0.220)	-1.419E-03 (-0.030)
R Square	0.104	0.089	0.177
F statistik	1.515	1.274	2.793*

Keterangan : Tanda * menunjukkan tingkat signifikansi sebesar 5% dan + menunjukkan signifikansi sebesar 10%. Angka di dalam kurung adalah nilai t statistik masing-masing parameter.
Sumber : Data Sekunder Diolah

Dari semua variabel yang mewakili Resiko Bisnis hanya variabel Op_Lev yang signifikan negatif secara statistik, yang berarti semakin besar resiko suatu perusahaan yang *go public* akan semakin kecil saham yang dilepas ke publik atau semakin besar saham yang ditahan oleh pemiliknya. Berdasarkan hasil regresi pada tabel di atas, variabel-variabel yang mewakili Resiko Bisnis cenderung memiliki koefisien negatif, yang mana hal ini tidak konsisten dengan yang dihipotesakan. Hal ini mungkin disebabkan karena perusahaan-perusahaan yang

memiliki resiko bisnis yang besar berusaha untuk memberikan sinyal sebagai perusahaan yang berkualitas dengan cara menahan sebagian besar dari sahamnya.

Variabel Umur dan variabel *Deb_Lev* pada penelitian tidak memiliki hubungan dengan besarnya prosentase saham yang dijual perusahaan *go public* karena secara statistik tidak signifikan. Koefisien variabel Umur tidak konsisten dengan dihipotesakan dimana pada hasil penelitian ini tandanya adalah positif, yang berarti ada kecenderungan perusahaan-perusahaan yang telah lama beroperasi (*eksis*) untuk melepas sebagian besar sahamnya ke publik. Hal ini dimungkinkan karena perusahaan-perusahaan yang telah lama *eksis* membutuhkan sejumlah uang yang besar untuk melakukan ekspansi perusahaannya dengan jalan menarik dana segar dari publik dengan menjual semakin besar sahamnya.

Variabel *Deb_Lev*, walaupun tidak signifikan sebagai penjelas hubungan dengan besarnya prosentase saham yang ditahan, tanda koefisiennya konsisten dengan yang dihipotesakan, yaitu negatif yang mana hal ini berarti ada kecenderungan pada perusahaan-perusahaan yang memiliki leverage yang besar untuk tetap menahan sebagian besar sahamnya sebagai upaya perusahaan tersebut untuk memberikan sinyal kepada publik bahwa perusahaan tersebut adalah perusahaan yang berkualitas.

5.3 HUBUNGAN ANTARA BESAR PERUSAHAAN, RESIKO BISNIS, KONDISI PASAR DAN LEVERAGE TERHADAP RETURN HARI PERTAMA IPO

Tabel 5.8 adalah hasil regresi model persamaan (2). Variabel AssKar secara statistik signifikan negatif pada tingkat signifikansi 5% sedangkan variabel Umur signifikan negatif pada tingkat signifikansi 10% dan variabel Sale_Var signifikan positif pada tingkat signifikansi 10%.

Tabel 5.8 Hasil Regresi Menguji Hubungan Besar Perusahaan, Resiko Bisnis, Kondisi Pasar dan Leverage Terhadap Return Hari Pertama.

Intercept	1.227 (3.155)	1.065 (2.741)	1.227 (3.076)
ln(AssKar)	-6.726E-02* (-2.768)	-6.438E-02* (-2.743)	-7.074E-02* (-2.957)
ln(Umur)	-8.894E-02+ (-1.890)	-6.021E-02 (-1.239)	-8.948E-02+ (-1.857)
Rtn_Pasar	6.247E-02 (0.189)	0.152 (0.464)	5.739E-02 (0.170)
1/sqrt(Std_Pasar)	-2.933E-03 (-0.161)	-4.578E-03 (-0.258)	-2.331E-03 (-0.126)
ln(Bis_Risk)	3.761E-02 (0.719)		
ln(Sale_Var)		.114+ (1.753)	
ln(Op_Lev)			3.877E-03 (0.142)
Deb_Lev	-1.845E-03 (-0.014)	-2.664E-02 (-0.209)	-8.464E-03 (-0.065)
R Square	0.236	0.273	0.229
F statistik	2.580*	3.133*	2.473*

Keterangan : Tanda * menunjukkan tingkat signifikansi sebesar 5% dan + menunjukkan signifikansi sebesar 10%. Angka di dalam kurung adalah nilai t statistik masing-masing parameter.
Sumber : Data Sekunder Diolah

Hasil regresi ini menunjukkan bahwa semakin intensif modal suatu perusahaan akan semakin kecil return hari pertamanya, yang mana hal ini menunjukkan

bahwa pasar mempersepsikan perusahaan yang lebih intensif modal (lebih produktif) memiliki resiko yang lebih kecil sehingga return hari pertamanya tidaklah terlalu besar. Demikian juga dengan umur perusahaan yang *go public*, semakin lama perusahaan telah beroperasi, semakin kecil return hari pertamanya, yang mana hal ini konsisten dengan hipotesa Rock (1986) yang menyebutkan bahwa underpricing terjadi sebagai kompensasi terhadap ketersediaan informasi; semakin besar ketersediaan informasi, akan semakin kecil besarnya underpricing atau return hari pertama. Berkaitan dengan Resiko Bisnis, hasil regresi menunjukkan bahwa hanya variabel Sale_Var yang signifikan positif, yang berarti semakin besar variasi penjualan suatu perusahaan akan semakin besar return hari pertamanya. Pasar akan mempersepsikan perusahaan yang memiliki variasi penjualan yang besar sebagai perusahaan yang berisiko sehingga resiko tersebut dikompensasikan pada return hari pertamanya.

Koefisien variabel Deb_Lev tidak konsisten (dan tidak signifikan) dengan yang dihipotesakan yang berarti ada kecenderungan di Pasar Modal Indonesia, perusahaan-perusahaan yang memiliki leverage yang besar dipersepsi sebagai perusahaan yang berisiko kecil. Pasar disini mempersepsikan bahwa perusahaan yang memiliki leverage yang besar dianggap perusahaan yang bonafid/terpercaya karena dipercaya oleh pihak kreditor untuk mendapatkan dana pinjaman yang besar.

Koefisien dari variabel Rtn_Pasar tidak konsisten dengan yang dihipotesakan. Hasil regresi menunjukkan bahwa ada kecenderungan di Indonesia, bila pasar semakin bergairah, perusahaan yang *go public* pada kondisi ini, return hari

pertamanya juga akan semakin besar. Jadi di sini investor termotivasi untuk membeli saham-saham perusahaan yang *go public* pada kondisi pasar yang bergairah dengan harapan akan mendapatkan nilai penjualan yang lebih baik pada hari pertama tersebut. Sedangkan variabel Std_Pasar walaupun hasil regresi menunjukkan koefisien yang tidak konsisten dengan yang dihipotesakan, tetapi memiliki arti yang sama karena nilai Std_Pasar disini merupakan resiprokal dari akar kuadratnya, yaitu semakin besar nilai Std_Pasar maka nilainya semakin kecil, tetapi karena tandanya negatif, maka semakin kecil nilai Std_Pasar maka nilainya semakin besar. Artinya semakin besar resiko dari pasar akan semakin besar return hari pertama dari perusahaan yang *Go public*.

5.4 HUBUNGAN ANTARA RETURN HARI PERTAMA, PROSENTASE SAHAM YANG DIJUAL DAN LEVERAGE TERHADAP KUALITAS PERUSAHAAN

Tabel 5.9 merupakan hasil regresi dari persamaan 5. Dari semua variabel yang dihipotesakan memiliki hubungan dengan kualitas perusahaan (Rtn_Saham), tidak satupun dari variabel tersebut yang memiliki hubungan signifikan dengan kualitas perusahaan. Dilihat dari tanda koefisien variabel, hanya variabel Deb_Lev yang tanda koefisiennya konsisten dengan yang dihipotesakan, yang berarti ada kecenderungan perusahaan yang memiliki leverage yang besar, harga-harga sahamnya akan mengalami penurunan (*overpriced*) setelah setahun *Go public*. Jadi ada kecenderungan perusahaan yang memiliki leverage yang besar akan dipersepsikan oleh pasar sebagai perusahaan yang berkualitas rendah

Tabel 5.9 Hasil Regresi Menguji Hubungan Return Hari Pertama, Prosentase Saham Yang Ditahan dan Leverage Terhadap Kualitas Perusahaan

Intercept	0.324 (0.221)	-1.516 (-0.723)	-0.369 (-0.348)
Return(1)	-1.822 (-1.258)		
Return(2)		-2.712 (-1.466)	
Return(3)			-2.549 (-1.893)
Pro_Saham(1)	1.437 (0.241)		
Pro_Saham(2)		9.093 (1.028)	
Pro_Saham(3)			4.552 (1.087)
Deb_Lev	-0.746 (-1.298)	-0.743 (-1.295)	-0.743 (-1.310)
R Square	0.066	0.070	0.092
F statistik	1.256	1.327	1.794

Sumber : Data Sekunder Diolah

Pada penelitian ini terlihat adanya kecenderungan, tetapi tidak signifikan, bahwa perusahaan yang *IPO*nya mengalami underpricing dipersepsikan oleh pasar sebagai perusahaan yang kurang berkualitas, hal ini juga terlihat pada periode penelitian ini bahwa sebagian besar perusahaan (sebanyak 51 perusahaan) mengalami underpricing. Hal ini mungkin disebabkan perusahaan-perusahaan tersebut tidak menetapkan harga penawarannya sesuai dengan nilai intrinsiknya.

Terhadap variabel prosentase saham yang ditahan, Pro_Saham, terlihat adanya kecenderungan, walaupun tidak signifikan, perusahaan yang melepas sebagian besar sahamnya dipersepsikan oleh pasar sebagai perusahaan yang berkualitas, hal ini mungkin disebabkan pasar menilai bahwa perusahaan yang melepas sebagian besar sahamnya telah siap untuk dikontrol oleh publik yang kemudian dikonotasikan oleh pasar sebagai perusahaan yang berkualitas.

BAB IV

KESIMPULAN

Pada penelitian ini telah diuji beberapa hipotesa yang berkaitan dengan hipotesa winner's curse dan hipotesa signalling terhadap perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1996 sampai dengan tahun 1999. Pada periode penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata, perusahaan yang *go public* mengalami underpricing sebesar 15,59% pada hari pertama *go public*. Penelitian ini juga mendukung hipotesa winner's curse yaitu perusahaan-perusahaan yang memiliki informasi lebih banyak atau ketidakpastian *ex antea* kecil, secara rata-rata, mengalami return hari pertama yang lebih kecil. Penelitian ini tidak mendukung hipotesa signalling karena dari semua variabel yang diajukan tidak satupun yang signifikan secara statistik.

Beberapa temuan dalam penelitian ini adalah :

1. Besar perusahaan yang diproxy oleh ratio fixed asset dengan jumlah karyawan (AssKar) berhubungan negatif dengan return hari pertama (Return).
2. Besar perusahaan yang diproxy oleh Umur perusahaan berhubungan negatif dengan return hari pertama.
3. Resiko Bisnis yang diproxy oleh varians penjualan (Sale_Var) berhubungan positif dengan return hari pertama.
4. Walaupun tidak signifikan, penelitian ini menunjukkan bahwa ada kecenderungan di Indonesia, bila pasar semakin bergairah, perusahaan yang *go public* pada kondisi ini, return hari pertamanya juga akan semakin besar.

Jadi di sini investor termotivasi untuk membeli saham-saham perusahaan yang *go public* pada kondisi pasar yang bergairah dengan harapan akan mendapatkan nilai penjualan yang lebih baik pada hari pertama tersebut.

5. Walaupun tidak signifikan, leverage berhubungan negatif dengan return hari pertama. Yang berarti ada kecenderungan di Pasar Modal Indonesia, perusahaan-perusahaan yang memiliki leverage yang besar dipersepsi sebagai perusahaan yang berisiko kecil.
6. Besar perusahaan yang diproxy oleh ratio fixed asset dengan jumlah karyawan (AssKar) berhubungan negatif dengan prosentase saham yang dijual (Pro_Saham).
7. Resiko Bisnis, yang diwakili oleh variabel Op_Lev berhubungan negatif dengan prosentase saham yang dijual (Pro_Saham).
8. Walaupun tidak signifikan, ada kecenderungan pada perusahaan-perusahaan yang memiliki leverage yang besar untuk tetap menahan sebagian besar sahamnya sebagai upaya perusahaan tersebut untuk memberikan sinyal kepada publik bahwa perusahaan tersebut adalah perusahaan yang berkualitas.
9. Return hari pertama, prosentase saham yang dijual serta besarnya leverage tidak signifikan sebagai variabel-variabel yang mempengaruhi kualitas suatu perusahaan.

DAFTAR REFERENSI

- Allen F. dan Faulgaber G.R (1989), "Signalling by Underpricing in the IPO Market", *Journal of Financial Economics*, p303-323.
- Beatty R.P. dan Ritter J.R. (1986), "Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Financial Economics*, p213-232.
- Chalk A.J. dan Peavy J.E. (1986), "Understanding the Pricing of Initial Public Offerings", *Working Paper*, Southern Methodist University.
- Grinblatt M. dan Hwang C.Y. (1989), "Signalling and the Pricing of New Issues", *The Journal of Finance*, p393-420.
- How J.C.Y. (1994), "Differential Information and the Underpricing of Initial Public Offerings", *Ph.D Thesis*, The University of Western Australia
- How J.C.Y. dan Low J.G (1993), "Fractional ownership and underpricing: signals of IPO firm value?", *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 1 p29-47.
- How J.C.Y., Izan H.Y. dan Monroe G.S. (1995), "Differential Information and the Underpricing of Initial Public Offerings", *Accounting and Finance*, Volume 35, p87-105.
- James C. dan Weir P. (1990), "Borrowing Relationships, Intermediation, and the Cost of Issuing Public Securities", *Journal of Financial Economics*, p149-171.
- Leland H. dan Pyle D. (1977), "Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation", *Journal of Finance*, p371-287.
- Ljungqvist A.P. (1997), "Pricing initial public offerings: Further evidence from Germany", *European Economic Review*, Volume 41, p1309-1320.
- Rock K. (1986), "Why New Issues are Underpriced", *Journal of Financial Economics*, p187-212.
- Slovin M.B, Sushka M.E. dan Bendeck Y.M. (1994), "Seasoned common stock issuance following an IPO", *Journal of Banking & Finance*, Volume 18, p207-226.
- Su Dongwei (1999), "Leverage, Insider Ownership, and the Underpricing of IPOs in China", *Working Paper*, University of Akron.

Taylor S. dan Walter T.S. (1990), "Instituional Aspects and Underpricing of Australian IPOs", *Paper presented at the Banking and Finance Conference.*

Wolfe G.A. dan Cooperman E.S. (1990), "A Reassement of the 'Excess Return Phenomenon' for Initial Public Offerings of Common Stock", *The Journal of Applied Business Research*, p40-50.