

**ANALISIS FAKTOR – FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *INITIAL*
RETURN DAN *RETURN* 15 HARI SETELAH IPO DI BURSA EFEK**

JAKARTA



JURUSAN AKUNTANSI FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

2006

**ANALISIS FAKTOR – FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *INITIAL*
RETURN DAN *RETURN* 15 HARI SETELAH IPO DI BURSA EFEK**

JAKARTA

SKRIPSI

**Disusun dan diajukan untuk memenuhi sebagai salah satu syarat untuk
mencapai derajat Sarjana Strata-1 jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomi**

UII

Oleh :

Nama : Dinah Juma'atin

No. Mahasiswa : 01 312 431

Jurusan : Akuntansi

JURUSAN AKUNTANSI FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

2006

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“ Dengan ini saya menyatakan dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Dan apabila di kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman / sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku.”

Yogyakarta, Januari 2006

Penyusun,

(Dinah Juma'atin)

**ANALISIS FAKTOR – FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *INITIAL*
RETURN DAN *RETURN* 15 HARI SETELAH IPO DI BURSA EFEK**

JAKARTA

Hasil Penelitian



Diajukan oleh :

Nama : Dinah Juma'atin

No. Mahasiswa : 01 312 431

Jurusan : Akuntansi

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing

Pada tanggal ...23 Desember 2005

Dosen Pembimbing,

Handwritten signatures and initials:
Aae
mam
[Signature]

Handwritten signature of Noor Endah Cahyawati

(Noor Endah Cahyawati, SE. M.Si)

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI INITIAL RETURN DAN
RETURN 15 HARI SETELAH IPO DI BURSA EFEK JAKARTA**

Disusun Oleh: **DINAH JUMA'ATIN**
Nomor mahasiswa: 01312431

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**
Pada tanggal : 23 Januari 2006

Pembimbing Skripsi/Penguji : Dra. Noor Endah Cahyawati, M.Si

Penguji : Dra. Abriyani Puspaningsih, M.Si, Ak



Mengetahui

Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia



Drs. Suwasono, MA

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah Rabbil Alamin, puji syukur penulis panjatkan kehadiran Allah SWT, atas segala rahmat, karunia, dan hidayah-Nya yang telah diberikan kepada penulis sehingga penulis dapat menyelesaikan penyusunan skripsi ini. Mudah – mudahan rahmat yang telah diberikan membuat penulis semakin bersyukur dan rendah hati.

Skripsi ini merupakan tugas akhir yang harus dilaksanakan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar sarjana pada program studi akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.

Pada kesempatan kali ini, penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada berbagai pihak yang telah membimbing dan membantu dalam penyelesaian tugas akhir ini. Terima kasih yang sebesar-besarnya penulis ucapkan kepada :

1. Bapak Drs. Suwarsono, MA, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia karena telah memberi kesempatan kepada penulis untuk menimba ilmu di Universitas Islam Indonesia.
2. Ibu Dra. Noor Endah Cahyawati, M.Si selaku Dosen Pembimbing yang telah memberikan bimbingan dan pengarahan kepada penulis dengan penuh kesabaran dan perhatian sampai terselesaikannya skripsi ini.
3. Bapak serta Ibu Dosen di lingkungan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia yang telah mentransferkan ilmunya kepada penulis dari semester awal hingga selesainya studi ini.

4. Ayah dan Ibu tercinta yang telah memberikan motivasi, support, dan bantuan baik berupa material maupun spiritual. Semoga jasa baik yang telah penulis terima mendapatkan balasan dari Allah SWT.
5. *Sedulur – sedulurku* semua, mulai dari Mbah Payang, Mbah Tunjungrejo, Lek Yan *n* Bulek Is, Lek Tunik *n* Om Karno, Lek Kun *n* Mbak Tutik, yang telah memberikan dukungan baik doa maupun *sangunya, maturmuwun sanget*.
6. Seseorang yang teramat spesial, Chacha, yang selalu *mensupport* dan membantu memberikan fasilitas dalam pembuatan skripsi.
7. Adikku Ajeng dan Tyo, kalian cepet gede dan jangan nakal yach ?
8. Sahabatku Lita, Iis, Dewi, Neni yang menemaniku dan memberiku semangat dalam pembuatan skripsi ini. Kalian adalah teman seperjuangan dari awal, thanks ya !!
9. Teman – teman kos Desi, Frida, Arin, serta semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu yang telah membantu dalam menyelesaikan skripsi ini.

Akhir kata penulis mengucapkan banyak terima kasih, semoga laporan ini dapat bermanfaat bagi pembaca sekalian.

Yogyakarta, Januari 2006

Penulis

HALAMAN PERSEMBAHAN



Skripsi ini kupersembahkan untuk:

Kedua orang tuaku

Saudara – saudaraku

Serta

Seluruh insan yang telah membantu penulis

MOTTO

"Kesalahan terbesar dalam kehidupan adalah takut membuat kesalahan itu sendiri"
(ELBERT HUBBARD).

"Mampu mengatasi sesuatu yang terburuk, memungkinkan memperoleh sesuatu yang terbaik" (DONALD TRUMP).

"Usaha tanpa doa adalah hampa, doa tanpa usaha adalah sia-sia" (PENULIS).



DAFTAR ISI

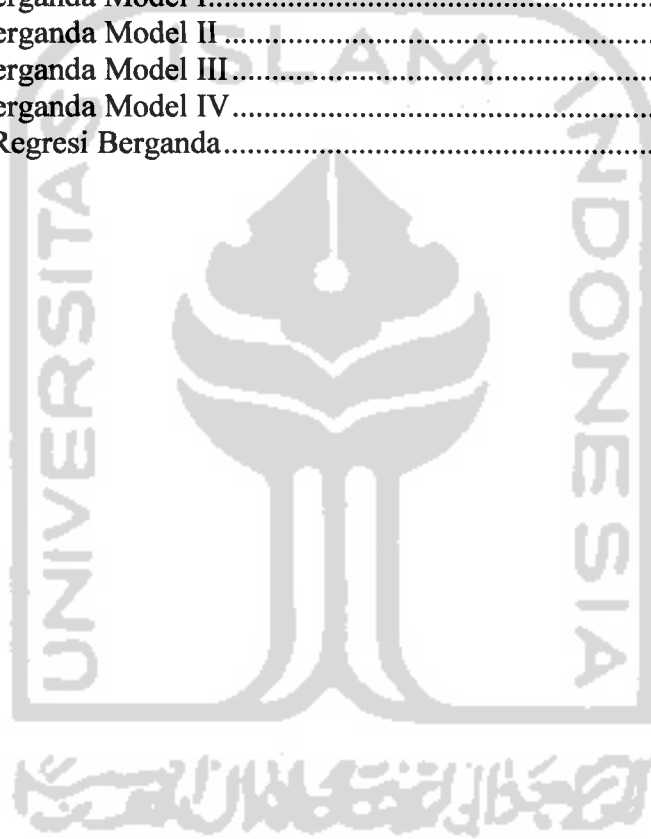
	Hal
Halaman Judul.....	i
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme	ii
Halaman Pengesahan.....	iii
Halaman Berita Acara Ujian	iv
Kata Pengantar	v
Halaman Persembahan	vii
Motto	viii
Daftar Isi.....	ix
Daftar Tabel.....	xi
Daftar Gambar.....	xii
Daftar Lampiran	xiii
Abstrack	xiv
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Masalah Penelitian.....	6
1.3 Tujuan Penelitian	6
1.4 Manfaat Penelitian	6
1.5 Sistematika Pembahasan.....	7
BAB II KAJIAN PUSTAKA	9
2.1 Landasan Teori	9
2.1.1 Pasar Modal	9
2.1.2 Jenis Pasar Modal	13
2.1.3 <i>Initial Public Offering (IPO)</i>	15
2.1.4 <i>Initial Return</i>	21
2.2 Penelitian Terdahulu	23
2.3 Pengembangan Hipotesis.....	26
BAB III METODE PENELITIAN.....	33
3.1 Populasi dan Sampel Penelitian.....	33
3.2 Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data	36
3.3 Identifikasi dan Pengukuran Variabel Penelitian.....	36
3.3.1 Variabel Dependen	36
3.3.2 Variabel Independen.....	37
3.3.2.1 Variabel Independen Keuangan	37
3.3.2.2 Variabel Independen Non-Keuangan	39
3.4 Hipotesis	40
3.5 Model Pengujian Hipotesis	41
3.5.1 Hipotesis I.....	41
3.5.2 Hipotesis II	43
3.5.3 Hipotesis III.....	44
3.5.4 Hipotesis IV.....	45
3.6 Uji Asumsi Klasik.....	47

BAB IV ANALISIS DATA	50
4.1 Deskripsi Sampel.....	50
4.2 Hasil Uji Asumsi Klasik.....	52
4.3 Analisis Persamaan Regresi Linier Berganda	57
4.4 Hasil Pengujian Hipotesis Secara Parsial (Uji t).....	66
4.4.1 Hipotesis I.....	67
4.4.2 Hipotesis II	68
4.4.3 Hipotesis III.....	69
4.4.4 Hipotesis IV.....	71
4.5 Hasil Uji Secara Simultan (Uji F)	72
4.6 Hasil Pengujian R ² (Koefisien Determinan)	73
BAB V KESIMPULAN	76
5.1 Kesimpulan.....	76
5.2 Keterbatasan.....	78
5.3 Saran.....	78
DAFTAR PUSTAKA	80



DAFTAR TABEL

Tabel	Hal
3.1. Proses Pemilihan Sampel	34
3.2. Daftar Perusahaan Sampel	34
4.1. Statistik Deskriptif.....	51
4.2. Hasil Uji Multikolinieritas.....	53
4.3. Hasil Uji <i>Durbin Watsion</i>	55
4.4. Regresi Berganda Model I.....	57
4.5. Regresi Berganda Model II.....	59
4.6. Regresi Berganda Model III.....	61
4.7. Regresi Berganda Model IV.....	64
4.8. Hasil Uji Regresi Berganda.....	67



DAFTAR GAMBAR

Gambar	Hal
4.1. Uji Heteroskedastisitas Model I.....	56
4.2. Uji Heteroskedastisitas Model II	56
4.3. Uji Heteroskedastisitas Model III	56
4.4. Uji Heteroskedastisitas Model IV.....	57



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Hal
1. Data perusahaan yang digunakan dalam penelitian (1996-2003)	83
2. Data perusahaan yang sudah diolah (1996-2003)	85



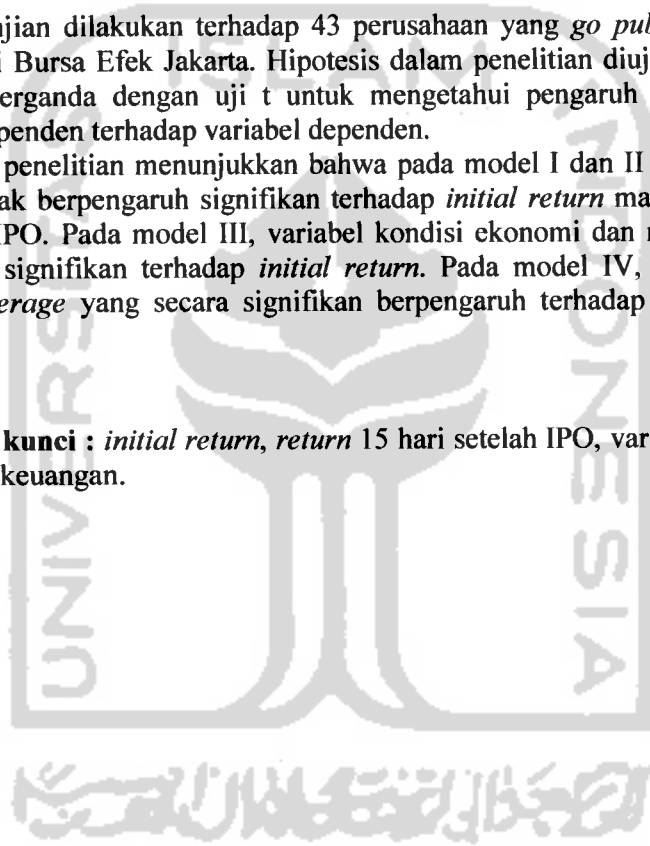
ABSTRACK

Penelitian ini bertujuan untuk (1) memberikan bukti empiris mengenai pengaruh variabel keuangan terhadap *Initial Return* dan *return* 15 hari setelah IPO; (2) memberikan bukti empiris mengenai pengaruh variabel keuangan dan non keuangan terhadap *Initial Return* dan *return* 15 hari setelah IPO di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Variabel keuangan tersebut adalah ROA, *financial leverage*, EPS, *proceeds*, pertumbuhan laba (NIG), *current ratio*, *size effect* (ukuran perusahaan). Sedangkan variabel non-keuangan tersebut adalah persentase penawaran saham, umur perusahaan, jenis industri, kondisi ekonomi, reputasi auditor dan reputasi *underwriter*.

Pengujian dilakukan terhadap 43 perusahaan yang *go public* pada tahun 1996-2003 di Bursa Efek Jakarta. Hipotesis dalam penelitian diuji menggunakan uji regresi berganda dengan uji t untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada model I dan II semua variabel keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return* maupun *return* 15 hari setelah IPO. Pada model III, variabel kondisi ekonomi dan reputasi auditor berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Pada model IV, hanya variabel *financial leverage* yang secara signifikan berpengaruh terhadap *return* 15 hari setelah IPO.

Kata kunci : *initial return*, *return* 15 hari setelah IPO, variabel keuangan, variabel non-keuangan.



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Permasalahan penting yang dihadapi oleh hampir semua perusahaan adalah bagaimana mendapatkan modal guna mendukung kegiatan operasionalnya. Pada perusahaan perseorangan, biasanya, para penyedia modal hanya terdiri dari beberapa investor (pemilik). Penambahan dana, misalnya dengan masuknya investor baru, tentu tidak secara langsung berarti peningkatan likuiditas kepemilikan, selama modal (saham) yang ada tidak secara bebas diperjualbelikan. Dalam perkembangannya, bila perusahaan menjadi lebih besar akan semakin membutuhkan tambahan modal untuk memenuhi peningkatan aktivitas operasionalnya.

Perusahaan yang belum menjadi perusahaan publik dapat meningkatkan kebutuhan dana dengan menempuh beberapa alternatif (Jogiyanto, 2000). Pertama, menjual langsung kepada pemegang saham yang sudah ada sebelumnya. Kedua, menjual kepada karyawan melalui *Employee Stock Ownership Plan (ESOP)*. Ketiga, menambah saham lewat dividen yang tidak dibagi (*dividend reinvestment plan*). Keempat, menjual langsung kepada pembeli tunggal (misalnya, investor institusional). Kelima, menjual kepada publik lewat pasar saham. Menjual saham kepada publik melalui pasar modal ini disebut juga dengan *go public*.

Initial Public Offerings (IPO) atau disebut juga *unseasoned equity offerings* adalah suatu peristiwa ketika untuk pertama kalinya suatu perusahaan menjual atau menawarkan sahamnya kepada khalayak ramai (publik) di pasar modal. Sebagian orang masih menganggap bahwa IPO merupakan salah satu cara termudah dan termurah bagi perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dana sebagai konsekuensi dari semakin besarnya atau berkembangnya perusahaan serta meningkatnya kebutuhan dana untuk investasi.

Ketika perusahaan akan melakukan IPO, perusahaan harus membuat prospektus yang merupakan ketentuan yang ditetapkan oleh BAPEPAM (Husnan, 2001). Informasi prospektus dapat dibagi menjadi dua, yaitu informasi akuntansi dan informasi non akuntansi. Informasi akuntansi adalah laporan keuangan yang terdiri dari neraca, perhitungan rugi/laba, laporan arus kas, dan penjelasan laporan keuangan. Informasi non akuntansi adalah informasi selain laporan keuangan seperti *underwriter* (penjamin emisi), auditor independen, konsultan hukum, nilai penawaran saham, persentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, dan informasi lainnya. Investor menggunakan informasi keuangan dan non-keuangan yang ada dalam prospektus ketika mereka membuat investasi di pasar modal.

Pada saat perusahaan melakukan IPO, investor belum dapat mengetahui banyak informasi mengenai perusahaan tersebut. Investor hanya memperoleh informasi dari prospektus yang diterbitkan perusahaan sebelum melakukan penawaran perdana. Dari informasi akuntansi dan non akuntansi dalam prospektus itulah investor dapat menganalisis atau melakukan penilaian terhadap perusahaan tersebut. Hasil analisis atau penilaian prospektus ini dapat digunakan investor

untuk membuat berbagai keputusan atau kesimpulan. Misalnya, apakah investor akan membeli saham perusahaan tersebut, apakah prospek perusahaan tersebut bagus, dan apakah harga saham perdana yang ditawarkan relatif sesuai atau wajar dengan kondisi perusahaan ?

Harga saham perdana biasanya dipengaruhi oleh biaya emisi di pasar modal. Biaya tersebut meliputi: biaya administrasi, biaya pencatatan awal, biaya untuk mengikuti peraturan pasar yang ditentukan, biaya penerbitan prospektus untuk publikasi, *public expose*, dan *fee* akuntan. Para emiten dengan bantuan pihak penjamin emisi mencoba untuk meyakinkan bahwa penetapan harga cukup tinggi untuk menutup biaya-biaya tersebut. Disamping juga punya alasan yang menarik yang dapat diterima oleh para penanam modal. Banyak penelitian telah dilakukan untuk menganalisis penetapan harga perdana, dan hasilnya menemukan bahwa harga saham perdana umumnya di bawah harga pasar (*underpriced*) (Martani, 2003). Kondisi ini mendorong para penanam modal untuk membeli saham. Selanjutnya harga akhirnya kuat pada suatu titik keseimbangan tertentu antara kekuatan permintaan dan penawaran.

Pada umumnya para pemilik perusahaan yang akan *go public* menginginkan agar dapat meminimalisir *underpricing*. Kondisi *underpricing* tidak menguntungkan bagi perusahaan yang melakukan *go public* karena dana yang diperoleh tidak maksimal. Sebaliknya bila terjadi *overpricing*, investor kehilangan kesempatan untuk mendapatkan *Initial Return* (*return awal*).

Pentingnya harga saham perdana ini memicu beberapa peneliti untuk menganalisis lebih lanjut faktor – faktor yang mempengaruhi *Initial Return*.

Mardiyah (2003) meneliti hubungan *excess demand*, *uncertainty*, kinerja jangka panjang, *seasoned equity offerings (SEO)*, dan *earnings management* dengan *initial return*. Hasil penelitiannya menemukan *initial return* berhubungan positif dengan *uncertainty*, *excess demand*, dan berhubungan negatif dengan kinerja jangka panjang. Daljono (2000) meneliti pengaruh variabel reputasi auditor, reputasi *underwriter*, *age*, persentase penawaran saham, ROA, *financial leverage*, dan *solvency ratio* terhadap *initial return*. Hasilnya *initial return* dipengaruhi oleh reputasi *underwriter* dan *financial leverage*. Nasirwan (2000) menguji pengaruh reputasi penjamin emisi, reputasi auditor, persentase penawaran saham, umur perusahaan, ukuran perusahaan, nilai penawaran saham, *deviasi standar return*, terhadap *initial return*, *return* 15 hari setelah IPO, dan kinerja perusahaan 1 tahun setelah IPO. Hasilnya menemukan bahwa; (1) variabel reputasi *underwriter*, persentase penawaran saham, dan nilai penawaran saham berpengaruh terhadap *return* 15 hari sesudah IPO dan kinerja perusahaan 1 tahun setelah IPO; (2) kinerja perusahaan 1 tahun setelah IPO mengalami penurunan, tapi relatif kurang begitu tajam untuk saham perusahaan yang dikelola *underwriter* yang mempunyai reputasi lebih tinggi. Ali dan Jogiyanto (2000) menganalisis pengaruh pemilihan metode akuntansi terhadap pemasukan penawaran perdana menegaskan bahwa persentase penawaran saham perlu diperhatikan sebagai dasar untuk meneliti perusahaan yang melakukan IPO.

Misnen (2003) menguji pengaruh variabel keuangan dan non-keuangan terhadap *return* awal dan *return* 15 hari setelah IPO di Bursa Efek Jakarta, dengan sampel 64 perusahaan non perbankan, lembaga keuangan dan sejenisnya, dengan

periode tahun 1995 – 2001. Variabel yang digunakan dalam penelitian adalah variabel keuangan *rate of return on total assets (ROA)*, *leverage*, *earning per share (EPS)*, *proceeds*, pertumbuhan laba, *current ratio*, besaran perusahaan, dengan variabel kontrol umur perusahaan, reputasi *underwriter*, reputasi auditor, jenis industri, kondisi perekonomian. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel keuangan dan non-keuangan mampu menjelaskan variabilitas *initial return* sekitar 60,2 %. Peneliti menemukan bahwa variabel yang terbukti berpengaruh terhadap *Initial Return*, hanya EPS dan kondisi perekonomian. Sedangkan *return* 15 hari setelah IPO, dipengaruhi oleh *leverage*, EPS, dan kondisi perekonomian. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Nasirwan (2000), yang mengungkapkan bahwa *return* 15 hari setelah IPO dipengaruhi oleh reputasi *underwriter*, persentase penawaran saham, dan nilai penawaran saham.

Perbedaan hasil penelitian – penelitian terdahulu mengenai faktor – faktor yang berpengaruh terhadap *initial return* mendorong penulis untuk melakukan kembali penelitian mengenai faktor – faktor yang mempengaruhi *initial return* dan *return* 15 hari setelah IPO. Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Misnen (2003) dengan menambah variabel persentase penawaran saham seperti yang disarankan oleh Ali dan Jogiyanto (2000). Berdasarkan latar belakang masalah di atas, maka judul penelitian ini adalah, **“Analisis Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi *Initial Return* dan *Return* 15 Hari Setelah *IPO* di Bursa Efek Jakarta.”**

1.2 Rumusan Masalah Penelitian

Berdasarkan latar belakang permasalahan di atas, maka masalah penelitian ini adalah :

1. Apakah variabel keuangan mempengaruhi *Initial Return* dan *Return* 15 hari setelah IPO ?
2. Apakah variabel keuangan dan non keuangan mempengaruhi *Initial Return* dan *Return* 15 hari setelah *Initial Public Offering* ?

Penelitian ini dibatasi pada variabel yang diteliti, yaitu variabel keuangan (ROA, *financial leverage*, EPS, *proceeds*, pertumbuhan laba, *current ratio*, besaran perusahaan) dan variabel non-keuangan (persentase penawaran saham, umur perusahaan, jenis industri, kondisi perekonomian, reputasi auditor, reputasi *underwriter*).

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk :

- a. Memberikan bukti empiris mengenai pengaruh variabel keuangan terhadap *Initial Return* dan *return* 15 hari setelah IPO.
- b. Memberikan bukti empiris mengenai pengaruh variabel keuangan dan non keuangan terhadap *Initial Return* dan *return* 15 hari setelah IPO di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan akan memberikan manfaat sebagai berikut :

- a) Dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan perusahaan dalam melakukan penawaran perdana (IPO) untuk memperoleh dana yang maksimal.
- b) Dapat digunakan oleh investor dan calon investor yang tertarik menanamkan modalnya melalui pasar modal, sebagai tambahan referensi dalam mempertimbangkan keputusan investasi.
- c) Menambah referensi penelitian pasar modal khususnya mengenai faktor – faktor yang mempengaruhi *initial return* dan *return* 15 hari setelah IPO.

1.5 Sistematika Pembahasan

BAB I : Pendahuluan

Bab ini menjelaskan latar belakang masalah penelitian, rumusan masalah penelitian, tujuan dan manfaat penelitian.

BAB II : Kajian Pustaka

Kajian pustaka berisi teori normatif yang relevan dengan penelitian, kajian hasil penelitian terdahulu pada area yang sama, dan formulasi hipotesis yang didasarkan pada kajian pustaka.

BAB III : Metode Penelitian

Bab tiga menjelaskan populasi dan sampel yang digunakan dalam penelitian, metode pengumpulan data, identifikasi dan pengukuran variabel, serta model penelitian.

BAB IV : Analisis dan Pembahasan

Bab ini berisi data deskriptif, meliputi nilai rata – rata, nilai maksimum dan minimum, nilai deviasi standar dari semua variabel penelitian yang akan dianalisis, dan lain – lain. Analisis data, berupa pengujian hipotesis maupun pengujian asumsi klasik, dan pembahasan hasil analisis.

BAB V : Penutup

Bab terakhir berisi tiga hal, yaitu kesimpulan penelitian, keterbatasan dan saran bagi penelitian berikutnya.



BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Pasar Modal

Pasar modal adalah suatu pasar (tempat, berupa gedung) yang disiapkan guna memperdagangkan saham – saham, obligasi – obligasi, dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa para perantara pedagang efek (Sunariyah, 2003). Jenis surat berharga yang diperjualbelikan di pasar modal memiliki jatuh tempo lebih dari satu tahun.

Transaksi investasi atau jual beli surat berharga di pasar modal dapat berbentuk (Sunariyah, 2003) :

- 1) Utang berjangka (jangka pendek / panjang). Utang berjangka (jangka pendek / panjang) merupakan salah satu bentuk pendanaan dalam suatu entitas (badan usaha) yang dilakukan dengan menerbitkan surat berharga dan dijual kepada para pemilik dana ataupun para pemodal. Penerbitan surat berharga tersebut, dilakukan dengan cara mengeluarkan janji secara tertulis (*notes*) kepada para pihak untuk meminjam dana dengan disertai kewajiban membayar sejumlah balas jasa berupa bunga. Dalam rangka pendanaan utang jangka panjang dikenal dua macam surat berharga, yaitu :
 - a) Surat obligasi, merupakan surat pengakuan utang oleh suatu entitas (biasanya berbentuk badan usaha perseroan terbatas) dengan disertai janji memberikan imbalan bunga dengan *rate* tertentu. Obligasi berjangka

biasanya mempunyai hari jatuh tempo yang relatif panjang, diatas tiga tahun.

b) Sekuritas lainnya, terdiri dari berbagai jenis sekuritas yang biasanya disebut sekuritas kredit, misalnya : *right*, *waran*, *opsi*, dan *future*. Sekuritas kredit mempunyai hari jatuh tempo relatif pendek, yang disebut berjangka menengah, yaitu antara 1 sampai 3 tahun.

2) Penyertaan, merupakan salah satu bentuk penanaman modal pada suatu entitas (badan usaha) yang dilakukan dengan menyetorkan sejumlah dana tertentu dengan tujuan untuk menguasai sebagian hak pemilikan atas perusahaan tersebut. Badan usaha yang membutuhkan pendanaan, menerbitkan surat berharga dan dijual kepada pemodal yang mengakibatkan para pemodal tersebut dapat memiliki sebagian perusahaan sebesar jumlah surat berharga yang dikuasainya.

Manfaat yang dapat diperoleh dari pasar modal, menurut Sartono (2000) adalah:

1) Bagi Emiten

Pasar modal sebagai alternatif untuk menghimpun dana masyarakat bagi emiten memberikan banyak manfaat. Dalam kondisi di mana *debt to equity ratio* perusahaan telah tinggi maka perusahaan sulit menarik pinjaman baru dari bank, oleh karena itu pasar modal menjadi alternatif lain. Adapun manfaat bagi emiten adalah :

a) Jumlah dana yang dapat dihimpun berjumlah besar dan dapat sekaligus diterima oleh emiten pada saat pasar perdana.

- b) Tidak ada *covenant* (kontrak/perjanjian) sehingga manajemen dapat lebih bebas atau mempunyai keleluasaan dalam mengelola dana yang diperoleh perusahaan.
 - c) Solvabilitas perusahaan tinggi sehingga memperbaiki citra perusahaan dan ketergantungan terhadap bank kecil. Jangka waktu penggunaan dana tak terbatas.
 - d) *Cash flow* hasil penjualan saham biasanya akan lebih besar daripada harga nominal perusahaan. Emisi saham sangat cocok untuk membiayai perusahaan yang berisiko tinggi.
 - e) Tidak ada beban finansial yang tetap, profesionalisme manajemen akan meningkat.
- 2) Bagi Pemodal
- Pasar modal yang telah berkembang baik merupakan sarana investasi lain yang dapat dimanfaatkan oleh masyarakat pemodal (investor). Bagi investor, investasi melalui pasar modal dapat dilakukan dengan cara membeli instrumen pasar modal seperti saham, obligasi, ataupun sekuritas kredit. Adapun manfaat pasar modal bagi investor adalah :
- a) Nilai investasi berkembang mengikuti pertumbuhan ekonomi. Peningkatan tersebut akan tercermin pada meningkatnya harga saham yang menjadi *capital gain*.
 - b) Sebagai pemegang saham investor memperoleh dividen dan sebagai pemegang obligasi investor memperoleh bunga tetap setiap tahun.

- c) Bagi pemegang saham mempunyai hak suara dalam RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham), dan hak suara dalam RUPO (Rapat Umum Pemegang Obligasi) bagi pemegang obligasi.
- d) Dapat dengan mudah mengganti instrumen investasi misalnya dari saham A ke saham B sehingga dapat mengurangi risiko dan meningkatkan keuntungan.
- e) Dapat sekaligus melakukan investasi dalam beberapa instrumen untuk memperkecil risiko secara keseluruhan dan memaksimalkan keuntungan.

3) Bagi Lembaga Penunjang

Berkembangnya pasar modal juga akan mendorong perkembangan lembaga penunjang menjadi lebih profesional dalam memberikan pelayanan sesuai dengan bidang masing – masing. Keberhasilan pasar modal tidak terlepas dari peran lembaga penunjang. Manfaat lain dari berkembangnya pasar modal adalah munculnya lembaga penunjang baru sehingga semakin bervariasi, likuiditas efek semakin tinggi.

4) Bagi Pemerintah

Perkembangan pasar modal merupakan alternatif lain sebagai sumber pembiayaan pembangunan selain dari sektor perbankan dan tabungan pemerintah. Pembangunan yang semakin pesat memerlukan dana yang semakin besar juga, untuk itu perlu dimanfaatkan potensi dana masyarakat.

Adapun manfaat yang langsung dirasakan oleh pemerintah adalah :

- a) Sebagai sumber pembiayaan BUMN (Badan Usaha Milik Negara) sehingga tidak lagi tergantung pada subsidi dari pemerintah.

- b) Manajemen BUMN menjadi lebih baik, manajemen dituntut untuk lebih profesional.
- c) Meningkatkan pendapatan dari sektor pajak, penghematan devisa bagi pembiayaan pembangunan serta memperluas kesempatan kerja.

2.1.2 Jenis Pasar Modal

Penjualan saham (termasuk jenis sekuritas lain) kepada masyarakat dapat dilakukan dengan beberapa cara. Umumnya penjualan dilakukan sesuai dengan jenis ataupun bentuk pasar modal dimana sekuritas tersebut diperjual-belikan. Jenis – jenis pasar modal tersebut ada beberapa macam (Sunariyah, 2003), yaitu :

1) Pasar Perdana (*Primary Market*)

Pasar perdana adalah penawaran saham dari perusahaan yang menerbitkan saham (emiten) kepada pemodal selama waktu yang ditetapkan sebelum saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder. Pengertian tersebut menunjukkan, bahwa pasar perdana merupakan pasar modal yang memperdagangkan saham – saham atau sekuritas lainnya yang dijual untuk pertama kalinya (penawaran umum) sebelum saham tersebut dicatatkan di bursa. Pada pasar perdana, hasil penjualan saham keseluruhannya masuk sebagai modal perusahaan.

2) Pasar Sekunder (*Secondary Market*)

Pasar sekunder didefinisikan sebagai perdagangan saham setelah melewati masa penawaran pada pasar perdana. Oleh karena itu pasar sekunder merupakan tempat di mana saham dan sekuritas lain diperjual-belikan secara luas, setelah melalui masa penjualan di pasar perdana. Harga saham di pasar sekunder

ditentukan oleh permintaan dan penawaran antara pembeli dan penjual. Besarnya permintaan dan penawaran ini dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu ; (a) faktor internal perusahaan, yang berhubungan dengan kebijakan internal pada suatu perusahaan beserta kinerja yang telah dicapai. Hal ini berkaitan dengan hal – hal yang seharusnya dapat dikendalikan oleh manajemen, seperti: pendapatan per lembar saham, besaran dividen yang dibagi, kinerja manajemen perusahaan, dan prospek perusahaan di masa yang akan datang, (b) faktor eksternal perusahaan, yaitu hal – hal lain yang tidak dapat dikendalikan manajemen perusahaan, seperti: munculnya gejolak politik pada suatu negara, perubahan kebijakan moneter, dan laju inflasi yang tinggi. Perdagangan pasar sekunder, bila dibandingkan dengan perdagangan pasar perdana mempunyai volume perdagangan yang jauh lebih besar. Hasil penjualan saham pada pasar sekunder biasanya tidak lagi masuk modal perusahaan, melainkan masuk ke dalam kas para pemegang saham yang bersangkutan.

3) Pasar Ketiga (*Third Market*)

Pasar ketiga merupakan pasar perdagangan surat berharga pada saat pasar kedua tutup (Jogiyanto, 2003). Pasar ketiga dijalankan oleh broker (dapat diterjemahkan sebagai makelar atau wali amanat atau pialang) yang mempertemukan pembeli dan penjual pada saat pasar kedua tutup.

4) Pasar Keempat (*Fourth Market*)

Pasar keempat merupakan bentuk perdagangan efek antar pemodal atau dengan kata lain pengalihan saham dari suatu pemegang saham ke pemegang lainnya tanpa melalui perantara pedagang efek. Pasar keempat umumnya

menggunakan jaringan komunikasi untuk memperdagangkan saham dalam jumlah blok yang besar (Jogiyanto, 2003).

2.1.3 *Initial Public Offering (IPO)*

Perusahaan yang pertama kali menawarkan sahamnya ke publik disebut melakukan penawaran perdana (IPO atau *go public*). Sebelum perusahaan *go public*, awalnya saham – saham perusahaan tersebut dimiliki oleh manajer – manajernya, sebagian lagi oleh pegawai – pegawai kunci dan hanya sejumlah kecil yang dimiliki oleh investor (Jogiyanto, 2003). Keputusan perusahaan untuk menjadi perusahaan publik (*go public*) merupakan suatu keputusan yang tidak tanpa perhitungan yang matang karena dengan *go public* perusahaan dihadapkan pada beberapa konsekuensi langsung baik yang bersifat menguntungkan (*benefits*) maupun yang merugikan (*costs*).

Keuntungan dari *going public* menurut Jogiyanto (2003) adalah :

- 1) Kemudahan meningkatkan modal di masa mendatang.

Untuk perusahaan yang tertutup, calon investor biasanya enggan untuk menanamkan modalnya disebabkan kurangnya keterbukaan informasi keuangan antara pemilik dan investor. Sedangkan untuk perusahaan yang sudah *go public*, informasi keuangan harus dilaporkan ke publik secara reguler yang kelayakannya sudah diperiksa oleh akuntan publik. Alasan lain dari keputusan *go public* adalah kemungkinan akses kepada pihak luar yang lebih baik. Dengan *go public*, suatu perusahaan akan otomatis lebih dikenal oleh khalayak ramai (publik), sehingga keberadaan perusahaan tidak lagi menjadi

sesuatu yang harus disembunyikan. Apabila sebelumnya akses perusahaan mungkin terbatas kepada pihak – pihak tertentu saja, maka dengan *go public* akan semakin memungkinkan perusahaan untuk bersosialisasi dengan lebih baik (Gumanti, 2002).

2) Meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham.

Untuk perusahaan yang masih tertutup yang belum mempunyai pasar untuk sahamnya, pemegang saham akan lebih sulit untuk menjual sahamnya dibandingkan jika perusahaan sudah *go public*.

3) Nilai pasar perusahaan diketahui.

Untuk alasan – alasan tertentu, nilai pasar perusahaan perlu diketahui. Misalnya jika perusahaan ingin memberikan insentif dalam bentuk opsi saham (*stock option*) kepada manajer – manajernya, maka nilai sebenarnya dari opsi tersebut perlu diketahui. Jika perusahaan masih tertutup, nilai dari opsi sulit ditentukan.

Disamping keuntungan dari *going public*, beberapa kerugiannya adalah sebagai berikut :

1) Biaya laporan yang meningkat.

Untuk perusahaan yang sudah *going public*, setiap kuartal dan tahunnya harus menyerahkan laporan – laporan kepada regulator. Laporan – laporan ini sangat mahal terutama untuk perusahaan yang ukurannya kecil.

2) Pengungkapan (*disclosure*).

Beberapa pihak di dalam perusahaan umumnya keberatan dengan ide pengungkapan. Manajer enggan mengungkapkan semua informasi yang

dimiliki karena dapat digunakan oleh pesaing. Sedang pemilik enggan mengungkapkan informasi tentang saham yang dimilikinya karena publik akan mengetahui besarnya kekayaan yang dipunyai.

3) Ketakutan untuk diambil alih.

Manajer perusahaan yang hanya mempunyai hak veto kecil akan khawatir jika perusahaan *going public*. Manajer perusahaan publik dengan hak veto yang rendah umumnya diganti dengan manajer baru jika perusahaan diambil alih.

Perusahaan yang memutuskan untuk *go public* dan melemparkan saham perdananya ke publik (IPO), isu yang muncul adalah tipe saham apa yang akan dilempar, berapa harga yang harus ditetapkan untuk selebar sahamnya, dan kapan waktunya yang paling tepat. Umumnya perusahaan menyerahkan permasalahan yang berhubungan dengan IPO ke banker investasi (*investment banker*) yang mempunyai keahlian di dalam penjualan sekuritas. Penjualan saham baru perusahaan yang melibatkan banker investasi ini dijual di pasar primer atau disebut juga dengan pasar perdana. Setelah perusahaan menjual surat berharganya di pasar primer, surat berharga tersebut dapat diperjualbelikan di pasar sekunder (bursa efek).

Banker investasi akan menyediakan saran – saran yang penting yang dibutuhkan selama proses rencana pelembaran sekuritas ke publik. Saran – saran yang diberikan dapat berupa :

- tipe sekuritas apa saja yang akan dijual,
- harga dari sekuritas,
- waktu pelembarannya.

Proses pembelian sekuritas oleh banker investasi yang nantinya akan dijual kembali ke publik disebut dengan *underwriting* (Jogiyanto, 2003). Banker investasi yang melakukan proses *underwriting* ini disebut dengan *underwriter*. Penjamin emisi (*underwriter*) merupakan mediator yang mempertemukan emiten dengan para pemodal. Lembaga ini bertugas meneliti dan mengadakan penilaian menyeluruh atas kemampuan dan prospek emiten khususnya untuk emisi saham, penjamin emisi juga turut serta dalam menentukan harga saham yang diemisikan.

Terdapat tiga bentuk penjamin emisi (*underwriter*) ditinjau dari segi bobot dan tanggungjawab sebagai penjamin emisi kepada emiten (Sunariyah, 2003), yakni :

- 1) *Full commitment*, yaitu penjamin emisi dengan kesanggupan penuh. Disamping menyanggupi untuk menawarkan efek tersebut kepada masyarakat, penjamin emisi juga menyanggupi untuk membeli sendiri efek yang tidak terjual.
- 2) *Best effort commitment*, penjamin emisi dengan kesanggupan terbaik. Dalam hal ini penjamin emisi hanya mempunyai kewajiban untuk menawarkan efek sebaik – baiknya dan tidak ada kewajiban untuk membeli efek yang tidak terjual.
- 3) *Standby commitment*, penjamin emisi dengan kesanggupan siaga. Penjamin emisi di samping menyanggupi untuk menawarkan efek juga menyanggupi untuk membeli sisa efek yang tidak terjual pada tingkat harga tertentu dengan syarat yang diperjanjikan.

Penjamin emisi tidak mungkin bekerja sendiri dalam suatu emisi efek di pasar modal. Hal ini disebabkan oleh beberapa alasan antara lain: (1) Penjamin emisi tidak mempunyai modal yang cukup untuk melakukan penjaminan emisi, (2) Penjamin emisi ingin membagi resiko dengan penjamin emisi yang lain. Dengan alasan tersebut, penjamin emisi harus bekerja sama dengan penjamin emisi lainnya dalam satu kelompok atau sindikasi penjamin emisi.

Dengan melihat fungsi dan tanggungjawabnya masing-masing dalam suatu sindikasi, para penjamin emisi dibedakan menjadi 3 yaitu (Sunariyah, 2003):

1. Penjamin Utama Emisi (*Lead Underwriter*).

Penjamin utama emisi ini membuat kontrak dengan emiten dalam suatu perjanjian. Dalam perjanjian ini penjamin utama emisi memberikan jaminan penjualan efek dan pembayaran seluruh nilai efek kepada emiten. Apabila penjamin utama emisi lebih dari satu, maka jaminan tersebut diberikan secara bersama-sama. Jadi, penjamin utama emisi tipe ini yang bertanggung jawab atas seluruh penyelenggaraan suatu penawaran umum.

2. Penjamin Pelaksana Emisi (*Managing Underwriter*).

Penjamin pelaksana emisi ini yang akan mengkoordinir pengelolaan serta penyelenggaraan emisi efek. Di dalam pelaksanaannya penjamin pelaksana emisi mempunyai tanggungjawab antara lain membentuk suatu kelompok penjamin, menetapkan bagian penjaminan masing-masing penjamin emisi, menstabilkan harga setelah pasar perdana mengalokasi penjatahan dalam hal melebihi penawaran (*over supply*).

3. Penjamin Peserta Emisi (*Co Underwriter*).

Penjamin peserta emisi ini tidak bertanggung jawab secara langsung kepada emiten. Sebab penjamin peserta emisi membuat kontrak dengan penjamin emisi utama dalam suatu perjanjian untuk melakukan penjualan dan pembayaran sesuai dengan porsi yang diambilnya. Kemudian jumlah efek yang menjadi bagiannya, ditawarkan langsung kepada para klien, sedangkan selebihnya disalurkan melalui agen-agen penjual yang terdiri dari para anggota bursa: *dealer*, dan *broker*.

Dalam kegiatan penjaminan emisi, para penjamin peserta emisi memperoleh jasa penjaminan (*underwriting fee*) yang besarnya dihitung dari nilai penawaran dalam pasar perdana.

Harga saham yang dijual di pasar perdana (saat IPO) telah ditentukan terlebih dahulu atas kesepakatan antara emiten dengan *underwriter*, sedangkan harga di pasar sekunder ditentukan oleh mekanisme pasar (permintaan dan penawaran). Walaupun emiten dan *underwriter* secara bersama – sama mengadakan kesepakatan dalam menentukan harga perdana saham, namun sebenarnya mereka masing – masing mempunyai kepentingan yang berbeda. Sebagai pihak yang membutuhkan dana, emiten menginginkan harga perdana yang tinggi. Karena dengan harga perdana yang tinggi emiten berharap akan segera merealisasikan rencana proyeknya. Di lain pihak, *underwriter* sebagai penjamin emisi berusaha untuk meminimalkan risiko yang ditanggungnya. Harga pasar sekuritas perusahaan belum diketahui sehingga *underwriter* yang menjamin pelemperan perdana akan menanggung risiko untuk menjualkan saham ini. Oleh karena itu,

underwriter cenderung untuk menjualkannya dengan harga yang murah (*undervalued*) supaya mengurangi risiko tidak laku terjual.

Underpricing adalah suatu kondisi di mana, secara rata – rata, harga pasar perusahaan yang baru *go public*, biasanya dalam hitungan hari atau minggu, lebih tinggi dibandingkan dengan harga penawarannya. Kebalikan dari *underpricing* adalah *overpricing*, yaitu suatu kondisi di mana harga pasar saham yang baru ditawarkan secara rata – rata cenderung lebih rendah dibandingkan dengan harga penawarannya. Fenomena terjadinya *underpricing* dijumpai di hampir semua pasar modal yang ada di dunia.

Underpricing merupakan biaya tidak langsung (*indirect cost*) bagi perusahaan yang melakukan IPO (*issuer*). Artinya, bila harga saham dapat diterima di pasar dengan harga yang lebih tinggi, kenapa tidak dijual pada harga tersebut, yaitu harga pada saat penutupan hari pertama di pasar sekunder (Gumanti, 2002). Para pemilik perusahaan menginginkan agar dapat meminimalisir *underpricing* karena terjadinya *underpricing* akan menyebabkan transfer kemakmuran (*wealth*) dari pemilik kepada investor (Beatty, 1989) dalam jurnal Daljono (2000).

2.1.4 *Initial Return*

Pihak investor lebih mengharapkan tingginya *underpricing* karena dengan demikian para investor dapat menerima *initial return*. *Initial return* adalah keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena perbedaan harga saham yang

dibeli di pasar perdana (saat IPO) dengan harga jual saham bersangkutan di hari pertama di pasar sekunder (Daljono, 2000).

Setiap investor menginginkan *return* yang maksimal dari investasinya. *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang. Risiko investasi juga perlu diperhitungkan. Risiko yaitu peluang bahwa hasil aktual yang diperoleh dari suatu investasi berbeda dari hasil yang diharapkan, khususnya jika hasil aktual lebih kecil dari hasil yang diharapkan (Jones, 1999). *Return* dan risiko merupakan dua hal yang tidak terpisah, karena pertimbangan suatu investasi merupakan *trade off* dari kedua faktor ini. *Return* dan risiko mempunyai hubungan yang positif, semakin besar risiko yang harus ditanggung, semakin besar *return* yang harus dikompensasikan.

Terdapat dua komponen *return* pada investasi (Jones, 1999), yaitu :

1. *Yield*, merupakan persentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi. Untuk saham, *yield* adalah persentase dividen terhadap harga saham periode sebelumnya.
2. *Capital gain (loss)*, merupakan selisih untung (rugi) dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu.

Naik turun pada harga saham juga dapat ditemui pada *return*. Ada banyak faktor yang mempengaruhi *return* ini. Investor menggunakan informasi keuangan dan non keuangan untuk dapat menganalisis *return*. Pada perusahaan yang baru melakukan IPO, investor hanya mendapat informasi dari prospektus yang

diterbitkan perusahaan tersebut saja. Perusahaan baru pertama kali menjual sahamnya sehingga investor belum tahu harga pasarnya. Jadi, investor mengandalkan informasi yang diperolehnya dari prospektus ini untuk menganalisis *return* dan risiko.

2.2 Penelitian Terdahulu

Studi yang dilakukan oleh Nasirwan (2000) menggunakan 227 sampel pada periode 1989-1996 dengan tujuan menguji secara empiris ada tidaknya pengaruh reputasi *underwriter*, reputasi auditor, persentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, ukuran perusahaan, nilai penawaran saham, *deviasi standar return* dengan *return* awal, *return* 15 hari setelah IPO, dan kinerja perusahaan 1 tahun setelah IPO. Hasil dari penelitian ini menemukan : (1) koefisien variabel *deviasi standar return* yang signifikan berhubungan positif dengan *Initial Return*, (2) persentase penawaran saham dan nilai penawaran saham berhubungan negatif dengan *return* 15 hari setelah IPO, sedangkan *deviasi standar return* berhubungan positif, (3) secara umum, para investor di pasar modal BEJ menggunakan informasi reputasi *underwriter*, persentase penawaran saham, dan nilai penawaran saham dalam pembuatan keputusan investasi di pasar sekunder, (4) kinerja perusahaan satu tahun setelah IPO, reputasi *underwriter* dan *deviasi standar return* berhubungan positif, sedangkan nilai penawaran saham berhubungan negatif, dan (5) kinerja perusahaan mengalami penurunan yang relatif tidak tajam untuk saham yang dikelola *underwriter* yang mempunyai reputasi lebih tinggi.

Daljono (2000) menganalisis faktor – faktor yang mempengaruhi *Initial Return* saham yang *listing* di BEJ pada tahun 1990-1997 dengan sampel 151 perusahaan. Variabel yang dianalisis yaitu reputasi auditor, reputasi *underwriter*, umur perusahaan, tingkat kepemilikan saham yang ditawarkan, ROA (*Rate of Return on Total Asset*), *leverage*, *solvency ratio*. Hasil penelitian menunjukkan variabel – variabel tersebut hanya mampu menjelaskan sebesar 9,2% pengaruhnya terhadap *Initial Return*. Dari ketujuh variabel yang diteliti, hanya reputasi *underwriter* dan *financial leverage* yang secara statistis berpengaruh terhadap *Initial Return*. Penelitian ini gagal untuk mendapatkan bukti bahwa ada hubungan antara reputasi auditor dengan tingkat *underpricing*.

Dwi Martani (2003) meneliti pengaruh informasi selama proses penawaran terhadap *Initial Return* selama periode 1990-2000 dengan 242 sampel. Variabel yang diuji adalah persentase saham yang masih dipegang oleh pemilik lama, umur perusahaan, *maturity of market*, tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI), *return* pasar selama proses penawaran, jangka waktu pendaftaran sampai dengan saham *listing*, *price earning ratio* (PER), pertumbuhan penjualan, perbandingan penjualan dengan total asset, perbandingan laba bersih dengan total asset, volume saham di pasar sekunder. Hasilnya menemukan bahwa pengaruh informasi selama proses penawaran terhadap *Initial Return* hanya mampu menjelaskan sekitar 29 %. Faktor – faktor yang terkait dengan pasar dan apa yang terjadi selama proses penawaran lebih dapat menjelaskan *Initial Return* dibandingkan dengan kondisi fundamental perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Mardiyah (2003) memfokuskan pada hubungan WIPO (*Withdrawn Initial Return*), SEO (*Seasoned Equity Offering*), dan *earning management* dengan *Initial Return*. Sampel penelitian adalah seluruh perusahaan yang go public di BEJ tahun 1993-1996, dengan variabel yang diuji yaitu *excess demand*, *uncertainty*, kinerja jangka panjang, SEO, *earning management*. Hasilnya *Initial Return* berhubungan positif dengan *uncertainty*, *excess demand* dan berhubungan negatif dengan kinerja jangka panjang. *Initial Return* juga berhubungan dengan WIPO, SEO, *earning management*.

Misnen (2003) menguji pengaruh variabel keuangan terhadap *return* awal dan *return* 15 hari setelah IPO di Bursa Efek Jakarta. Sampel yang dipilih adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ yang bukan termasuk perusahaan dari kelompok perbankan dan lembaga keuangan sejenis. Variabel yang digunakan dalam penelitian adalah variabel keuangan ROA, *leverage*, *earning per share* (EPS), *proceeds*, pertumbuhan laba, *current ratio*, besaran perusahaan, serta variabel kontrol umur perusahaan, reputasi *underwriter*, reputasi auditor, jenis industri, kondisi perekonomian. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel keuangan dan non-keuangan mampu menjelaskan sekitar 60,2 % variabilitasnya terhadap *Initial Return*. Pada *Initial Return*, yang berpengaruh hanya EPS dan kondisi perekonomian, sedangkan pada *return* 15 hari setelah IPO, hanya *leverage*, EPS, dan kondisi perekonomian yang berpengaruh.

Pada penelitian ini juga akan meneliti apakah informasi keuangan dan non keuangan masih mempengaruhi *return* pada hari ke 15 setelah IPO. Dua minggu setelah penawaran perdana dilakukan, investor sudah mulai mengetahui

informasi-informasi tambahan lain. Pergerakan harga saham juga mulai menunjukkan harga pasar saham yang sesuai dengan permintaan dan penawaran saham.

2.3 Pengembangan Hipotesis

Variabel – variabel independen yang digunakan adalah :

1) *Rate of Return On Total Asset (ROA)*

ROA merupakan ukuran profitabilitas perusahaan yang dapat dipergunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dengan investasi yang ditanamkan (asset yang dimilikinya) untuk mendapatkan laba. Pertimbangan memasukkan variabel ini karena profitabilitas perusahaan memberikan informasi kepada pihak luar mengenai efektifitas operasional perusahaan. Profitabilitas perusahaan yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba di masa yang akan datang dan laba merupakan informasi penting bagi investor sebagai pertimbangan dalam menanamkan modalnya.

2) *Financial Leverage (FL)*

Tingkat kewajiban yang tinggi menjadikan pihak manajemen perusahaan menjadi lebih sulit dalam membuat prediksi jalannya perusahaan ke depan. *Financial leverage* dipertimbangkan sebagai variabel keuangan dalam penelitian ini karena secara teoritis *financial leverage* menunjukkan risiko suatu perusahaan sehingga berdampak pada ketidakpastian suatu harga saham. *Financial leverage* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang dengan *equity* yang dimilikinya. Tingginya *financial leverage*

menunjukkan risiko finansial atau risiko kegagalan perusahaan untuk mengembalikan pinjaman akan semakin tinggi, dan sebaliknya. Perusahaan yang tidak mempunyai *leverage* berarti menggunakan modal sendiri 100 %. Menurut Sartono (2000), penggunaan utang itu sendiri bagi perusahaan mempunyai tiga dimensi, yaitu (1) pemberi kredit akan menitikberatkan pada besarnya jaminan atas kredit yang diberikan, (2) dengan menggunakan utang maka apabila perusahaan mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari beban tetapnya maka pemilik perusahaan keuntungannya akan meningkat, (3) dengan menggunakan utang maka pemilik memperoleh dana dan tidak kehilangan pengendalian atas perusahaan.

3) Laba per saham (*Earnings Per Share* = EPS)

Informasi mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan dapat membantu investor untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas yang baik di masa mendatang. Variabel EPS merupakan proksi bagi laba per lembar saham perusahaan yang diharapkan dapat memberikan gambaran bagi investor mengenai keuntungan yang dapat diperoleh dalam suatu periode tertentu dengan memiliki suatu saham.

4) Ukuran penawaran (*proceeds* = K)

Pada saat perusahaan menawarkan saham baru maka terdapat aliran kas masuk dari *proceeds* (penerimaan dari pengeluaran saham). *Proceeds* menunjukkan besarnya ukuran penawaran saham pada saat IPO. Diduga bahwa *proceeds* berhubungan positif dengan harga pasar saham karena semakin tinggi

proceeds, semakin rendah ketidakpastian yang berarti semakin tinggi harga saham.

5) Pertumbuhan laba (*Net Income Growth=NIG*)

Merupakan proksi yang digunakan untuk mengukur tingkat pertumbuhan perusahaan antara dua periode. Dalam keputusan investasinya diduga investor akan mempertimbangkan pertumbuhan laba untuk melihat apakah perusahaan bisa mempertahankan bahkan meningkatkan pertumbuhan labanya di masa mendatang, sehingga semakin besar pertumbuhan laba semakin kecil *initial return* dan *return* 15 hari setelah IPO yang diterima investor.

6) *Current Ratio (CR)*

Current Ratio merupakan rasio yang menunjukkan likuiditas suatu perusahaan, yaitu kemampuan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Likuiditas perusahaan ditunjukkan oleh besar kecilnya aktiva lancar, yaitu aktiva yang mudah untuk diubah menjadi kas, yang meliputi kas, surat berharga, piutang, persediaan. Menurut Sartono (2000), pengertian likuiditas sebenarnya mengandung dua dimensi, (1) waktu yang diperlukan untuk mengubah aktiva menjadi kas, dan (2) kepastian harga yang akan terjadi. Semakin tinggi *current ratio* suatu perusahaan berarti semakin kecil risiko kegagalan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Akibatnya risiko yang akan ditanggung pemegang saham juga semakin kecil.

7) Besaran perusahaan

Variabel ini diduga mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan investasi. Perusahaan yang besar umumnya lebih dikenal di masyarakat sehingga informasi mengenai prospek perusahaan besar lebih mudah diperoleh investor daripada perusahaan kecil. Tingkat ketidakpastian yang akan dihadapi oleh calon investor mengenai masa depan perusahaan emiten dapat diperkecil apabila informasi yang diperolehnya banyak (Ghozali, Mansur, 2002). Dalam penelitian yang dilakukan oleh Nasirwan (2000), peneliti juga memasukkan variabel besaran perusahaan sebagai variabel kontrol untuk mengetahui pengaruhnya terhadap *return* awal dan *return* 15 hari setelah IPO.

8) Persentase penawaran saham

Menunjukkan porsi kepemilikan saham yang akan dikuasai oleh publik. Bila perusahaan menawarkan saham, maka informasi mengenai jumlah saham yang akan ditawarkan juga perlu diketahui oleh calon investor, karena jumlah saham yang ditawarkan kepada masyarakat menunjukkan berapa besar bagian dari modal disetor yang akan dimiliki publik (Darmadji dan Fakhruddin, 2001). Menurut Ghozali dan Mansur (2002) perusahaan yang akan *go public* harus memperhatikan persentase jumlah saham yang akan ditawarkan karena pada penelitiannya menunjukkan bahwa faktor tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap nilai pemasukan penawaran perdana dimana semakin besar persentase jumlah saham yang dipertahankan maka semakin besar nilai pemasukan perdananya. Nasirwan (2000) menemukan bukti empiris bahwa

persentase saham berhubungan secara statistis signifikan negatif dengan *return* 15 hari setelah IPO.

9) Umur perusahaan

Umur perusahaan menunjukkan seberapa lama perusahaan mampu bertahan. Semakin lama umur perusahaan, maka semakin banyak informasi yang telah diperoleh masyarakat tentang perusahaan tersebut. Investor secara khusus akan lebih percaya terhadap perusahaan yang sudah terkenal dan lama berdiri dibandingkan dengan perusahaan yang relatif baru.

10) Jenis industri

Setiap kelompok industri mempunyai karakteristik tertentu yang berbeda dari kelompok industri lain. Investor kemungkinan memperhatikan jenis industri dalam mempertimbangkan keputusan investasinya karena setiap industri mempunyai karakteristik dan prospek masing – masing.

11) Kondisi perekonomian

Selain faktor fundamental, banyak faktor lain yang menjadi pertimbangan investor dalam menganalisa harga sebuah sekuritas. Faktor – faktor tersebut antara lain kondisi sosial, ekonomi, politik ataupun gangguan psikologis. Pada saat krisis ekonomi terjadi, nilai tukar rupiah rendah terhadap mata uang asing. Kondisi perekonomian yang tidak stabil di saat krisis membuat investor harus lebih berhati-hati dalam membuat keputusan. Misnen (2003) menemukan bahwa kondisi perekonomian berpengaruh pada *return* awal dan *return* 15 hari setelah IPO.

12) Reputasi auditor

Reputasi auditor berpengaruh kepada kredibilitas laporan keuangan ketika suatu perusahaan *go public*. Auditor yang mempunyai reputasi tinggi akan mempertahankan reputasinya dengan memberikan kualitas pengauditan yang tinggi pula. Emiten yang memakai auditor profesional akan mengurangi kesempatan untuk berbuat curang dalam menyajikan informasi yang tidak akurat ke pasar. Hal ini berarti penggunaan auditor yang memiliki reputasi tinggi akan mengurangi ketidakpastian di masa mendatang.

13) Reputasi *underwriter*

Menurut Gumanti (2002) ada beberapa alasan *underwriter* tetap digunakan, yaitu :

- Adanya anggapan *underwriter* mampu menaikkan harga saham.
- Adanya jaminan keberhasilan penjualan saham.
- *Issuer* akan dapat menerima hasil penawaran segera setelah terjadinya transaksi atau kesepakatan dengan penjamin emisi.
- Jasa *underwriter* sangat membantu issuer dalam melakukan IPO.

Penelitian Nasirwan (2000) menunjukkan *underwriter* berhubungan dengan *return* 15 hari setelah IPO dan kinerja perusahaan satu tahun setelah IPO. Reputasi *underwriter* juga dianggap mampu untuk mengerem penurunan secara drastis kinerja perusahaan satu tahun setelah IPO. Daljono (2000) dalam penelitiannya juga menemukan bahwa reputasi *underwriter* berhubungan secara signifikan dengan *Initial Return*.

Berdasarkan kajian pustaka dan beberapa penjelasan di atas, dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut :

Hubungan variabel keuangan dengan *Initial Return* dan *return* 15 hari setelah IPO :

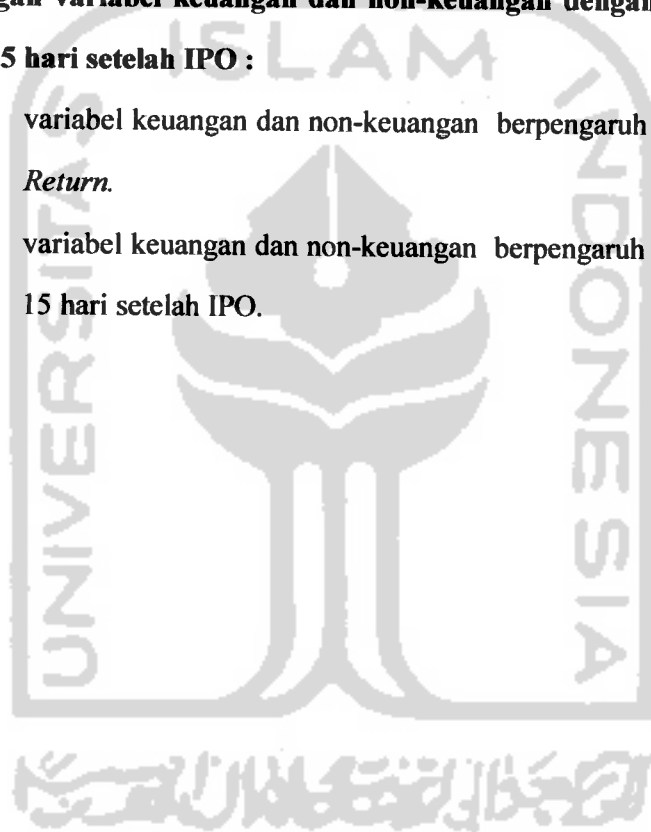
Ha 1 : variabel – variabel keuangan berpengaruh terhadap *Initial Return*.

Ha 2 : variabel – variabel keuangan berpengaruh terhadap *return* 15 hari setelah IPO.

Hubungan variabel keuangan dan non-keuangan dengan *Initial Return* dan *return* 15 hari setelah IPO :

Ha 3 : variabel keuangan dan non-keuangan berpengaruh terhadap *Initial Return*.

Ha 4 : variabel keuangan dan non-keuangan berpengaruh terhadap *return* 15 hari setelah IPO.



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) pada tahun 1996 – 2003. Sampel dalam penelitian ini dipilih dengan metode *purposive sampling* yaitu dengan kriteria :

- 1) perusahaan yang terdaftar di BEJ, bukan tergolong dalam kelompok industri properti, real estate, konstruksi dan keuangan. Hal ini didasarkan pada kenyataan bahwa perusahaan – perusahaan yang tergolong dalam industri – industri tersebut memiliki struktur keuangan dan modal pelaporan keuangan khususnya dalam pelaporan rugi/laba dan komponen – komponen yang dilaporkan dalam aliran kas, yang berbeda dengan perusahaan dalam kelompok industri yang lain (Gumanti, 2000),
- 2) perusahaan IPO sahamnya *underpriced* dan *initial return*-nya tidak nol atau negatif,
- 3) data mengenai variabel keuangan dan variabel non-keuangan yang diperlukan tersedia.

Berdasarkan kriteria – kriteria tersebut, proses pemilihan sampel yang dilakukan adalah :

Tabel 3.1
Proses pemilihan sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan yang melakukan IPO di BEJ tahun 1996 - 2003	141
Sampel dikeluarkan karena termasuk kelompok perusahaan perbankan, lembaga keuangan, properti, real estate, konstruksi	(85)
Sampel dikeluarkan karena <i>overpriced</i> dan <i>initial return</i> -nya nol	(12)
Sampel dikeluarkan karena data tidak lengkap	(3)
Jumlah sampel yang dipakai dalam penelitian	43

Sumber : JSX Statistic 1995 – 2003.

Tabel 3.1 di atas menunjukkan bahwa dari 141 perusahaan yang IPO selama tahun 1996-2003 hanya 43 perusahaan (30.5%) yang memenuhi karakteristik penyampelan yang ditetapkan.

Adapun daftar nama perusahaan – perusahaan yang dijadikan sampel dengan tanggal IPO-nya adalah sebagai berikut :

Tabel 3.2
Daftar perusahaan sampel

NO	PERUSH	NAMA PERUSH	TANGGAL IPO
1	CTTH	Citatah Industri Marmer	3-Jul-96
2	LSIP	PP London Sumatra Indonesia	5-Jul-96
3	CEKA	Cahaya Kalbar	9-Jul-96
4	SUDI	Surya Dumai Industri	24-Jul-96
5	RALS	Ramayana	24-Jul-96
6	FIKS	Fiskaragung Perkasa	25-Jul-96

7	KDSI	Kedaung Setia Industrial	29-Jul-96
8	SMSM	Selamat Sempurna	9-Sep-96
9	PICO	Pelangi Indah Canindo	23-Sep-96
10	DGSA	Daya Guna Samudra	24-Oct-96
11	STTP	Siantar Top	16-Dec-96
12	ALMI	Alumindo Light Metal	2-Jan-97
13	ALDI	Alter Abadi	9-Jan-97
14	MIRA	Mitra Rajasa	30-Jan-97
15	DSUC	Daya Sakti Unggul	25-Mar-97
16	ETWA	Eterindo Wahanatama	16-May-97
17	IKAI	Intikeramik Alamasri Industri	4-Jun-97
18	AISA	Asia Intiselera	11-Jun-97
19	LTLS	Lautan Luas	21-Jul-97
20	PAFI	Panasia Filamen Inti	22-Jul-97
21	JKSW	Jakarta Kyoei Steel	6-Aug-97
22	AALI	Astra Argo Lestari	9-Dec-97
23	HITS	Humpuss Intermoda Transportasi	15-Dec-97
24	BGMT	Baligraha Medikatama	21-Jan-98
25	RICY	Ricky Putra Globalindo	22-Jan-98
26	BMRA	Bintuni Minaraya	16-Apr-99
27	BASS	Bahtera Adimina Samudra	8-Nov-99
28	ALFA	Alfa Retailindo	18-Jan-00
29	ADFO	Adindo Foresta Indonesia	2-Feb-00
30	TBLA	Tunas Baru Lampung	14-Feb-00
31	SIMM	Surya Intrindo Makmur	28-Mar-00
32	APLI	Asiaplast Industries	1-May-00
33	FMII	Fortune Mate Indonesia	30-Jun-00
34	SMPL	Summitplast Interbenua	3-Jul-00
35	ACAP	Andhi Chandra Automotive Products	4-Dec-00
36	ARNA	Arwana Citramulia	17-Jul-01
37	BTON	Betonjaya Manunggal	18-Jul-01
38	KAEF	Kimia Farma	4-Jul-01
39	PANR	Panorama Sentrawisata	18-Sep-01
40	FISH	Fishindo Kusuma Sejahtera	18-Jan-02
41	FPNI	Fatrapolindo Nusa Industri	21-Mar-02
42	SCMA	Surya Citra Media	16-Jul-02
43	ARTI	Arona Binasejati	30-Apr-03

3.2 Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Daftar perusahaan yang *go public* diperoleh dari *Jakarta Stock Exchange (JSX) Statistic*, data mengenai variabel keuangan yang *go public* diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, sedangkan data umur perusahaan, profil perusahaan, diperoleh dari <http://www.jsx.co.id>, <http://www.bapepam.go.id>, <http://www.indoexchange.com>, <http://www.e-bursa.com> dan sumber – sumber lain yang diperlukan. Data mentah penelitian dapat dilihat pada lampiran 1.

3.3 Identifikasi dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Initial Return* dan *return 15* hari setelah IPO. Variabel independen terdiri dari variabel keuangan dan variabel non-keuangan. Peneliti menggunakan metode pengamatan (*window*) 15 hari setelah IPO untuk mengetahui apakah informasi dalam prospektus hanya berpengaruh pada *return* saham di pasar perdana atau juga berpengaruh pada *return* saham di pasar sekunder. Penelitian serupa telah dilakukan oleh Misnen (2003) dan Nasirwan (2000).

3.3.1 Variabel Dependen

Variabel dependen adalah tipe variabel yang dijelaskan atau dipengaruhi oleh variabel independen. Variabel dependen disebut juga sebagai variabel konsekuensi (*consequent variable*), (Indriantoro dan Supomo, 2002). Dalam penelitian ini variabel dependen yang digunakan yaitu :

1) *Initial Return (IR = return awal)*

Untuk mengukur variabel ini peneliti menggunakan *return* harian dengan rumus perhitungannya yaitu :

$$IR = \frac{Pt_1 - Pt_0}{Pt_0}$$

dimana :

IR = *return awal*

Pt₀ = harga penawaran perdana (*offering price*)

Pt₁ = harga penutupan (*closing price*) pada hari pertama perusahaan melakukan IPO.

2) *Return 15 hari setelah IPO (R_{15h})*

Variabel ini diukur dengan rerata *return* harian selama 15 hari sesudah IPO, dengan tujuan untuk melihat perilaku para investor dalam pembuatan keputusan investasi di pasar sekunder Indonesia. Untuk menghitung *return* mulai hari pertama sampai hari ke 15 dapat digunakan persamaan (1) di atas.

3.3.2 Variabel Independen

Variabel independen adalah tipe variabel yang menjelaskan atau mempengaruhi variabel lain. Variabel independen disebut juga sebagai variabel yang mendahului (*antecedent variable*), (Indriantoro dan Supomo, 2002).

3.3.2.1 Variabel Independen Keuangan

1) *Rate of return on total asset (ROA)*

ROA digunakan untuk mengukur profitabilitas perusahaan.

$$ROA = \frac{\text{net income after tax}}{\text{total assets}}$$

..... 3.1

2) *Financial Leverage (FL)*

$$FL = \frac{\text{total debt}}{\text{total assets}}$$

..... 3.2

3) *Earnings Per Share (EPS)*

$$EPS = \frac{\text{labu bersih}}{\text{jumlah saham biasa yang beredar}}$$

.....3.3

4) *Proceeds (K)*

Proceeds atau ukuran penawaran merupakan hasil yang diterima dari pengeluaran saham. Variabel ini diukur berdasarkan penawaran saham perusahaan pada saat melakukan IPO, dengan formula :

$K = \text{harga penawaran (offer price)} \times \text{jumlah lembar saham yang diterbitkan (shares)}$.

5) *Pertumbuhan Laba /NIG = Net Income Growth (PERSENIG)*

Pertumbuhan laba merupakan proksi yang digunakan untuk mengukur tingkat pertumbuhan perusahaan antara dua periode. Variabel ini diukur dengan menghitung persentase selisih antara laba perusahaan periode sebelum listing (NI) dikurangi laba periode sebelumnya (NI_{t-1}).

$$PERSENIG = \left(\frac{NI - NI_{t-1}}{NI_{t-1}} \right) \times 100\%$$

.....3.4

6) *Current Ratio (CR)*

Merupakan proksi yang digunakan untuk mengukur likuiditas perusahaan.

$$CR = \frac{\text{aktiva lancar}}{\text{utang lancar}}$$

- 7) Besaran Perusahaan (SE = *Size Effect*)3.5

Besaran perusahaan diukur dengan logaritma total asset perusahaan.

$$SE = \log \text{ total assets}$$

3.3.2.2 Variabel Independen Non-Keuangan

- 1) Persentase Penawaran Saham (PPS)

Variabel ini diukur dengan persentase saham yang ditawarkan kepada publik.

- 2) Umur Perusahaan (AGE)

Variabel ini diketahui berdasarkan pengalaman perusahaan, dengan asumsi investasi ke perusahaan yang lebih tua dianggap sebagai investasi yang lebih rendah risikonya. Umur perusahaan dihitung mulai perusahaan didirikan sampai perusahaan melakukan IPO.

- 3) Jenis Industri (IE)

Dalam penelitian ini sampel dikelompokkan ke dalam kelompok perusahaan manufaktur dan non – manufaktur. Kelompok perusahaan manufaktur diberi skala 1, dan kelompok perusahaan non – manufaktur diberi skala 0.

- 4) Kondisi Perekonomian (EC)

Variabel ini merupakan variabel *dummy*, di mana skala 0 untuk perusahaan yang *go public* sebelum bulan Juli 1997, yang menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh krisis moneter terhadap perusahaan tersebut saat melakukan IPO.

Skala 1 untuk perusahaan yang melakukan IPO setelah Juli 1997, yang

menunjukkan adanya pengaruh krisis moneter terhadap perusahaan saat melakukan IPO.

5) Reputasi Auditor (AUD)

Variabel ini menggunakan variabel *dummy*. Variabel ini ditentukan dengan menggunakan skala 1 untuk auditor yang *prestigious* dan skala 0 untuk auditor *non-prestigious*. Jika emiten menggunakan auditor yang termasuk dalam kategori *big five* dikategorikan *prestigious* (1) dan sebaliknya bila di luar kategori *big five* dikategorikan *non-prestigious* (0). Yang termasuk dalam kategori *big five* dalam penelitian ini yaitu : (1) Hans Tuanakota & Mustafa, (2) Siddharta, Siddharta & Harsono, (3) Prasetyo Utomo & Co, (4) Prasetio, Sarwoko & Sandjaya, (5) Amir Abadi Yusuf & Aryanto.

6) Reputasi *Underwriter* (UND)

Variabel ini merupakan variabel *dummy*. *Underwriter* yang *prestigious* diberi nilai 1 dan yang tidak diberi nilai 0. Penentuan *underwriter* yang *prestigious* menggunakan perankingan yang dilakukan oleh Daljono (2000) berdasarkan perankingan yang dilakukan oleh majalah Uang dan Efek pada tahun 1998. *Underwriter* yang masuk 5 besar dengan nilai IPO di atas 1 trilyun rupiah adalah : Danareksa, Bahana, Makindo, Ficorinvest, dan Lippo Securities.

3.4 Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan untuk membuktikan benar atau tidaknya hipotesis yang telah disusun dengan penelitian yang dilakukan. Hipotesis alternatif penelitian (H_a) adalah sebagai berikut :

Hipotesis I :

Ho₁ : variabel-variabel keuangan tidak berpengaruh terhadap *Initial Return*.

Ha₁ : variabel-variabel keuangan berpengaruh terhadap *Initial Return*.

Hipotesis II :

Ho₂ : variabel-variabel keuangan tidak berpengaruh terhadap *return* 15 hari setelah IPO.

Ha₂ : variabel-variabel keuangan berpengaruh terhadap *return* 15 hari setelah IPO.

Hipotesis III :

Ho₃ : variabel-variabel keuangan dan non-keuangan tidak berpengaruh terhadap *Initial Return*.

Ha₃ : variabel-variabel keuangan dan non-keuangan berpengaruh terhadap *Initial Return*.

Hipotesis IV :

Ho₄ : variabel-variabel keuangan dan non-keuangan tidak berpengaruh terhadap *return* 15 hari setelah IPO.

Ha₄ : variabel-variabel keuangan dan non-keuangan berpengaruh terhadap *return* 15 hari setelah IPO.

3.5 Model Pengujian Hipotesis**3.5.1 Hipotesis I**

Hipotesis alternatif pertama menyatakan bahwa variabel-variabel keuangan berpengaruh terhadap *Initial Return*.

Untuk menguji hipotesis alternatif pertama digunakan model berikut :

$$IR = a + b_1ROA + b_2FL + b_3EPS + b_4K + b_5PERSENIG + b_6CR + b_7SE + \epsilon$$

Dengan :

IR	= <i>Return Awal</i>
a	= konstanta
b_{1-7}	= koefisien regresi
PERSENIG	= tingkat pertumbuhan laba
ROA	= <i>rate of return on total asset</i>
FL	= <i>financial leverage</i>
EPS	= laba per lembar saham
K	= <i>proceeds</i>
SE	= besaran perusahaan
ϵ	= residual.

Adapun langkah-langkah untuk menguji hipotesis alternatif 1 adalah sebagai berikut :

- 1) Menghitung *Initial Return*, ROA, FL, EPS, K, PERSENIG, CR, dan SE.
- 2) Melakukan uji regresi persamaan di atas dengan menggunakan data pada point 1.
- 3) Menganalisis nilai t (*t test*). Digunakan untuk menguji signifikansi masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara individual.
- 4) Menguji nilai F (*F test*). Digunakan untuk uji signifikansi model penelitian.

Dalam hal ini untuk mengetahui apakah model penelitian layak digunakan

untuk memprediksi hasil penelitian. Disamping itu untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen.

- 5) Menganalisis koefisien determinan (R^2). Apabila nilai koefisien determinasi (R^2) mendekati satu berarti variabel-variabel bebas (independen) memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel terikat (dependen).

3.5.2 Hipotesis II

Hipotesis alternatif kedua menyatakan bahwa variabel-variabel keuangan berpengaruh terhadap *return* 15 hari setelah IPO.

Untuk menguji hipotesis alternatif kedua digunakan model berikut :

$$R_{15h} = a + b_1ROA + b_2FL + b_3EPS + b_4K + b_5PERSENIG + b_6CR + b_7SE + \epsilon$$

Dengan :

$$R_{15h} = \text{return 15 hari setelah IPO}$$

Adapun langkah-langkah untuk menguji hipotesis alternatif 2 adalah sebagai berikut :

- 1) Menghitung *return* 15 hari setelah IPO, ROA, FL, EPS, K, PERSENIG, CR, SE.
- 2) Melakukan uji regresi persamaan di atas dengan menggunakan data pada point 1.
- 3) Menganalisis nilai t (*t test*). Digunakan untuk menguji signifikansi masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara individual.

- 4) Menguji nilai F (*F test*). Digunakan untuk uji signifikansi model penelitian. Dalam hal ini untuk mengetahui apakah model penelitian layak digunakan untuk memprediksi hasil penelitian. Disamping itu untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen.
- 5) Menganalisis koefisien determinan (R^2). Apabila nilai koefisien determinasi (R^2) mendekati satu berarti variabel-variabel bebas (*independen*) memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel terikat (*dependen*).

3.5.3 Hipotesis III

Hipotesis alternatif ketiga menyatakan bahwa variabel-variabel keuangan dan non-keuangan berpengaruh terhadap *Initial Return*.

Untuk menguji hipotesis alternatif ketiga akan digunakan model berikut ini :

$$IR = a + b_1ROA + b_2FL + b_3EPS + b_4K + b_5PERSENIG + b_6CR + b_7SE + b_8PPS + b_9AGE + b_{10}IE + b_{11}EC + b_{12}AUD + b_{13}UND + \epsilon.$$

Dengan :

PPS = persentase penawaran saham

AGE = umur perusahaan

IE = jenis industri

EC = kondisi perekonomian

AUD = reputasi auditor

UND = reputasi *underwriter*

b_{8-13} = koefisien regresi

ϵ = residual

Adapun langkah-langkah untuk menguji hipotesis alternatif 3 adalah sebagai berikut :

- 1) Menghitung *Initial Return*, ROA, FL, EPS, K, PERSENIG, CR, SE, PPS, AGE, IE, EC, AUD, dan UND.
- 2) Melakukan uji regresi persamaan di atas dengan menggunakan data pada point 1.
- 3) Menganalisis nilai t (*t test*). Digunakan untuk menguji signifikansi masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara individual.
- 4) Menguji nilai F (*F test*). Digunakan untuk uji signifikansi model penelitian. Dalam hal ini untuk mengetahui apakah model penelitian layak digunakan untuk memprediksi hasil penelitian. Disamping itu untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen.
- 5) Menganalisis koefisien determinan (R^2). Apabila nilai koefisien determinasi (R^2) mendekati satu berarti variabel-variabel bebas (*independen*) memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel terikat (*dependen*).

3.5.4 Hipotesis IV

Hipotesis alternatif keempat menyatakan bahwa variabel-variabel keuangan dan non-keuangan berpengaruh terhadap *return* 15 hari setelah IPO.

Untuk menguji hipotesis alternatif keempat digunakan model :

$$R_{15\text{ h}} = a + b_1ROA + b_2FL + b_3EPS + b_4K + b_5PERSENIG + b_6CR + b_7SE + b_8PPS + b_9AGE + b_{10}IE + b_{11}EC + b_{12}AUD + b_{13}UND + \epsilon.$$

Adapun langkah-langkah untuk menguji hipotesis alternatif 4 adalah sebagai berikut :

- 1) Menghitung *return* 15 hari setelah IPO, ROA, FL, EPS, K, PERSENIG, CR, SE, PPS, AGE, IE, EC, AUD, dan UND.
- 2) Melakukan uji regresi persamaan di atas dengan menggunakan data pada point 1.
- 3) Menganalisis nilai t (*t test*). Digunakan untuk menguji signifikansi masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara individual.
- 4) Menguji nilai F (*F test*). Digunakan untuk uji signifikansi model penelitian. Dalam hal ini untuk mengetahui apakah model penelitian layak digunakan untuk memprediksi hasil penelitian. Disamping itu untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen.
- 5) Menganalisis koefisien determinan (R^2). Apabila nilai koefisien determinasi (R^2) mendekati satu berarti variabel-variabel bebas (*independen*) memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel terikat (*dependen*).

3.6 Uji Asumsi Klasik

Secara teoritis model yang digunakan dalam penelitian ini akan menghasilkan nilai parameter model penduga yang sah bila memenuhi asumsi klasik, yaitu tidak terjadi autokorelasi, multikolinearitas, dan heteroskedastisitas.

Uji asumsi klasik penelitian ini meliputi :

a. Uji Multikolinieritas

Uji tentang multikolinearitas ini dimaksudkan untuk membuktikan atau menguji ada tidaknya hubungan yang linear antara variabel bebas (independen) satu dengan variabel bebas (independen) lainnya (Sudarmanto, 2005). Dalam analisis regresi ganda, maka akan terdapat dua atau lebih variabel bebas yang diduga akan mempengaruhi variabel tergangungnya (dependen). Pendugaan tersebut akan dapat dipertanggungjawabkan apabila tidak terjadi adanya hubungan yang linear (multikolinearitas) di antara variabel – variabel independen. Adanya hubungan yang linear antar variabel independen akan menimbulkan kesulitan dalam memisahkan pengaruh masing – masing variabel independen terhadap variabel dependennya. Oleh karena itu kita harus benar – benar dapat menyatakan, bahwa tidak terjadi adanya hubungan linear di antara variabel – variabel independen tersebut.

Cara yang digunakan untuk mendeteksi terjadinya multikolinearitas dalam penelitian ini adalah dengan uji *Variance Inflation Factor* (VIF). Pedoman suatu model regresi yang bebas multikolinearitas adalah (Ghozali) :

- Mempunyai nilai VIF < 10,
- Mempunyai angka tolerance > 0.10

b. Uji Heteroskedastisitas

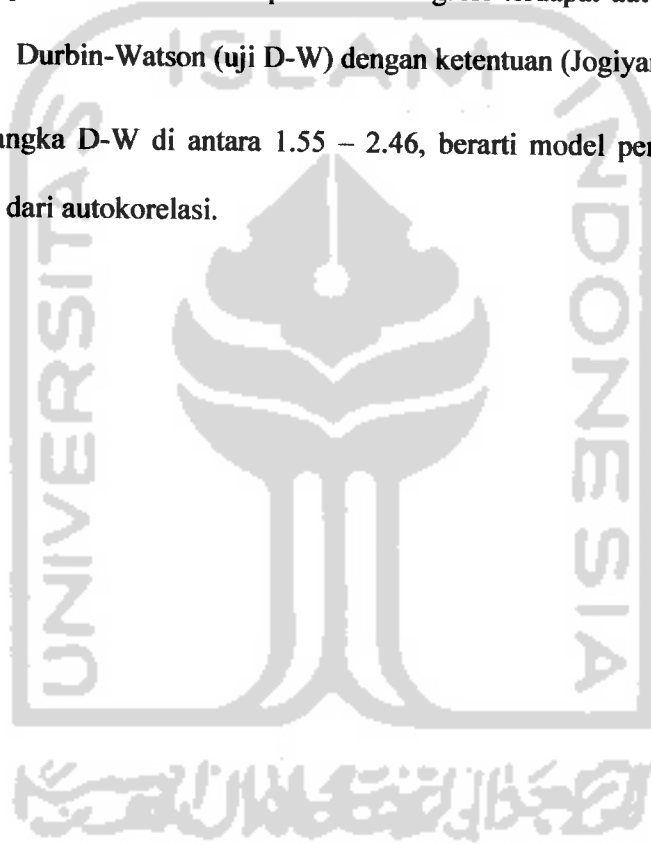
Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas (Santoso, 2000). Jika regresi tidak lolos uji heteroskedastisitas maka *variance* dari standar *error* akan bias, akibatnya uji $t = b/Se(b)$ tidak dapat dipercaya sehingga tidak bisa diambil kesimpulan. Apabila asumsi tidak terjadinya heteroskedastisitas ini tidak dipenuhi, maka penaksir menjadi tidak lagi efisien baik dalam sampel kecil maupun besar (Gujarati, 1978). Ada beberapa teknik yang dapat dipakai untuk mendeteksi ada tidaknya masalah heteroskedastisitas, yaitu (Gujarati, 1978) : dengan melihat residual plot persamaan regresi, uji *Glesjer*, uji *Park*, uji *Rank Spearman*, uji *Goldfeld-Quandt*, uji *Breuce Pagan*. Dalam penelitian ini, uji yang akan digunakan untuk mendeteksi gejala heteroskedastisitas adalah dengan melihat residual plot persamaan regresi, yang dilakukan dengan melihat (Santoso 2000) :

- Jika ada pola tertentu, seperti titik – titik (point-point) yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar, kemudian menyempit), maka telah terjadi heteroskedastisitas.
- Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

c. Uji Autokorelasi

Autokorelasi dapat didefinisikan sebagai korelasi antara serangkaian anggota observasi yang diurutkan menurut waktu (*data time series*) atau ruang (*data cross section*). Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah variabel dependen pada tahun amatan dipengaruhi oleh variabel dependen sebelum tahun amatan. Model regresi yang baik adalah model yang bebas dari autokorelasi. Untuk mengetahui apakah dalam model persamaan regresi terdapat autokorelasi, maka dilakukan uji Durbin-Watson (uji D-W) dengan ketentuan (Jogiyanto, 2003) :

- Jika angka D-W di antara 1.55 – 2.46, berarti model persamaan regresi bebas dari autokorelasi.



BAB IV

ANALISIS DATA

Sebelum pengujian dilaksanakan, terlebih dahulu disampaikan gambaran statistik deskriptif yang menunjukkan sebaran data yang diperoleh. Untuk membuktikan hipotesa yang dibentuk dalam penelitian ini, keempat model empiris digunakan untuk menguji hubungan antara variabel keuangan dan variabel non keuangan terhadap *initial return* dan *return* 15 hari setelah IPO, diuji dengan menggunakan regresi berganda. Selain itu pengujian data dilengkapi dengan uji asumsi klasik untuk mengetahui ada / tidaknya suatu permasalahan yang mungkin timbul dalam regresi linier ganda. Data dianalisis baik secara parsial maupun simultan untuk mengetahui ada atau tidaknya pengaruh antara variabel-variabel independen terhadap variabel dependen.

4.1 Deskripsi Sampel

Statistik deskriptif bertujuan memberikan gambaran (deskripsi) tentang suatu data, seperti rata-rata, standar deviasi, varians, dan sebagainya (Santoso, 2000).

Deskripsi data sampel perusahaan ini dapat dilihat pada tabel berikut ini :

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
IR	43	.021505	1.625000	.27292254	.32823405
R15H	43	-.020291	.074495	-.000084	.014236
ROA	43	.002	.244	.0707	.054336
FL	43	.053	.872	.55470	.18466
EPS	43	2.00	1951.00	218.9842	324.1652
K	43	7800.00	412500.00	85671.91	86435.9608
PERSENIG	43	-5.181	25.094	2.11789	4.73167
CR	43	.247	14.478	1.59456	2.26158
SE	43	4.406	6.785	5.35628	.44773
PPS	43	2.85	48.47	25.3635	9.3181
AGE	43	3	46	14.95	10.20
IE	43	0	1	.70	.46
EC	43	0	1	.58	.50
AUD	43	0	1	.74	.44
UND	43	0	1	.19	.39
Valid N (listwise)	43				

Dari data pada tabel 4.1 di atas dapat dilihat bahwa *initial return* mempunyai nilai minimum sebesar 0.021505, nilai maksimum sebesar 1.625000, *mean* 0.27292254, dan standar deviasi sebesar 0.328234. R15H rata-ratanya -0.000084 dengan nilai minimum sebesar -0.20291, nilai maksimum 0.074495 dan standar deviasi 0.014236. ROA mempunyai nilai rata-rata 0.0707 dengan nilai minimum 0.002, nilai maksimum 0.244, dan standar deviasi 0.054336. *Financial leverage* mempunyai rata-rata 0.55470 dengan nilai minimum 0.053, nilai maksimum 0.872, dan standar deviasi 0.18466. EPS nilai minimumnya 2.00, maksimum 1951.00, dengan rata-rata 218.9842 dan standar deviasi 324.1652. *Proceeds* (K) rata-ratanya 85671.91 dengan nilai minimum 7800.00, maksimum 412500.00, dan standar deviasi 86435.9608. PERSENIG mempunyai nilai minimum -5.181, nilai maksimum sebesar 25.094, dengan rata-rata sebesar 2.11789, dan standar deviasi 4.73167. *Current Ratio* (CR) rata-ratanya 1.59456 dengan nilai minimum sebesar 0.247, nilai maksimum 14.478, dan standar deviasi 2.26158. *Size Effect* (SE)

mempunyai nilai minimum sebesar 4.406, maksimum 6.785, rata-rata 5.35628, dan standar deviasi 0.44773.

Persentase penawaran saham (PPS) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 25.3635 dengan nilai minimum 2.85, nilai maksimum 48.47, dan standar deviasi sebesar 9.3181. AGE nilai minimumnya 3, maksimum 46, dengan rata-rata 14.95, dan standar deviasi 10.20. *Industry Effect* (IE) rata-ratanya 0.70, dan standar deviasi 0.46. *Economic Condition* (EC) mempunyai rata-rata 0.58 dan standar deviasi 0.50. Auditor rata-ratanya 0.74 dan standar deviasi 0.44. *Underwriter* mempunyai rata-rata 0.19 dengan standar deviasi 0.39. Variabel IE, EC, AUD, dan UND masing-masing merupakan variabel *dummy*, yang mempunyai nilai minimum sebesar 0 dan nilai maksimum sebesar 1.

4.2 Hasil Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan analisis regresi maka perlu dilakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu, agar model yang digunakan dapat menunjukkan hubungan yang akurat. Adapun uji asumsi klasik yang akan dipakai dalam penelitian ini adalah uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas.

1. Uji Multikolinearitas.

Uji ini digunakan untuk mengetahui ada tidaknya korelasi yang serius antara sesama variabel independen pada perusahaan sampel. Adanya multikolinearitas yang terjadi dalam persamaan regresi, akan menimbulkan suatu estimasi yang tidak tepat. Untuk mengetahui ada atau tidaknya gejala multikolinieritas penulis

mendeteksinya dengan menggunakan VIF (*Variance Inflation Factor*) dan Tolerance.

Uji ini dilakukan untuk tiap-tiap model dengan melihat nilai VIF dan Tolerance. Apabila nilai VIF < 10 dan nilai tolerance > 0.1 disimpulkan tidak terjadi multikolinieritas. Hasil perhitungan uji multikolinieritas masing-masing model dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 4.2
Hasil Uji Multikolinieritas

Uji Model	Variabel	Tolerance	VIF	Keterangan
I	ROA	0.871	1.148	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	FL	0.532	1.880	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	EPS	0.633	1.579	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	K	0.460	2.174	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	PERSENIG	0.915	1.092	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	CR	0.593	1.686	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	SE	0.599	1.671	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	II	ROA	0.871	1.148
FL		0.532	1.880	Tidak Terjadi Multikolinieritas
EPS		0.633	1.579	Tidak Terjadi Multikolinieritas
K		0.460	2.174	Tidak Terjadi Multikolinieritas
PERSENIG		0.915	1.092	Tidak Terjadi Multikolinieritas
CR		0.593	1.686	Tidak Terjadi Multikolinieritas
SE		0.599	1.671	Tidak Terjadi Multikolinieritas
III		ROA	0.658	1.520
	FL	0.448	2.232	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	EPS	0.564	1.772	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	K	0.375	2.664	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	PERSENIG	0.792	1.263	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	CR	0.550	1.818	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	SE	0.403	2.483	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	PPS	0.689	1.452	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	AGE	0.713	1.402	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	IE	0.754	1.327	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	EC	0.715	1.398	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	AUD	0.768	1.303	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	UND	0.760	1.315	Tidak Terjadi Multikolinieritas
IV	ROA	0.658	1.520	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	FL	0.448	2.232	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	EPS	0.564	1.772	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	K	0.375	2.664	Tidak Terjadi Multikolinieritas

Uji Model	Variabel	Tolerance	VIF	Keterangan
	PERSENIG	0.792	1.263	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	CR	0.550	1.818	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	SE	0.403	2.483	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	PPS	0.689	1.452	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	AGE	0.713	1.402	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	IE	0.754	1.327	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	EC	0.715	1.398	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	AUD	0.768	1.303	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	UND	0.760	1.315	Tidak Terjadi Multikolinieritas

Tabel 4.2 di atas menunjukkan bahwa dalam penelitian ini variabel-variabel bebas memiliki angka VIF dibawah 10 dan nilai Tolerance diatas 0.1. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antara variabel satu dengan variabel yang lainnya, maka semua variabel bebas yang diuji dapat digunakan dalam regresi berganda.

2. Uji Autokorelasi.

Uji autokorelasi ini digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$. Model regresi yang baik adalah model yang bebas dari autokorelasi.

Untuk menguji apakah terdapat autokorelasi atau tidak dilakukan dengan deteksi Durbin Watson (D-W). Jika angka DW berkisar antara 1.55 sampai dengan 2.46 maka tidak terjadi autokorelasi (Jogiyanto, 2003).

Hasil uji autokorelasi pada masing-masing model yang digunakan adalah sebagai berikut :

Tabel 4.3
Hasil Uji Durbin Watson

Model	Durbin Watson	Kesimpulan
I	1.676	Tidak terjadi autokorelasi
II	2.213	Tidak terjadi autokorelasi
III	1.915	Tidak terjadi autokorelasi
IV	2.319	Tidak terjadi autokorelasi

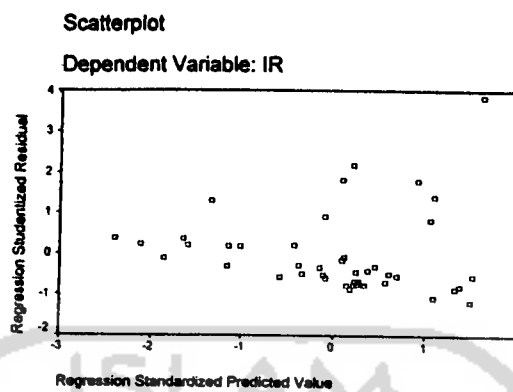
Tabel 4.3 di atas dapat disimpulkan bahwa keempat model tidak terjadi autokorelasi.

3. Uji Heteroskedastisitas

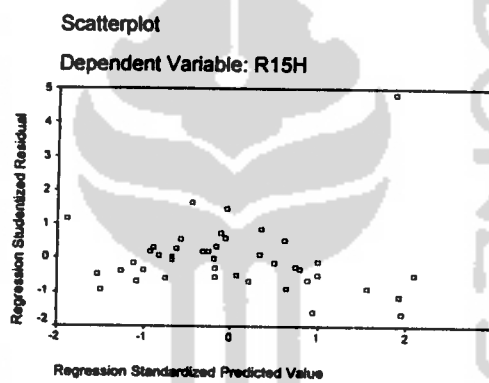
Heteroskedastisitas adalah adanya varian yang berbeda yang dapat membiaskan hasil yang dihitung, serta menimbulkan konsekuensi adanya formula *ordinary least square* yang akan menaksir terlalu rendah varian yang sesungguhnya.

Masalah heteroskedastisitas dalam penelitian ini dideteksi dengan melihat residual plot persamaan regresi, jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk suatu pola yang teratur maka telah terjadi heteroskedastisitas.

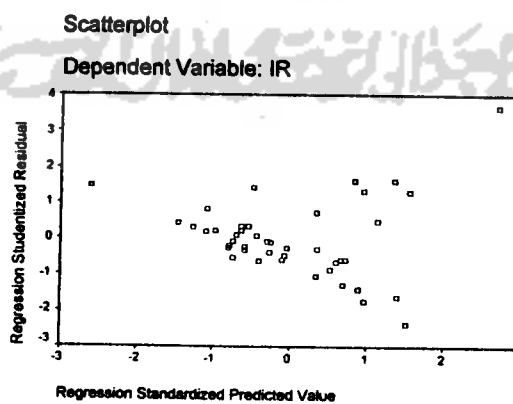
Gambar 4.1
Uji Heteroskedastisitas Model I



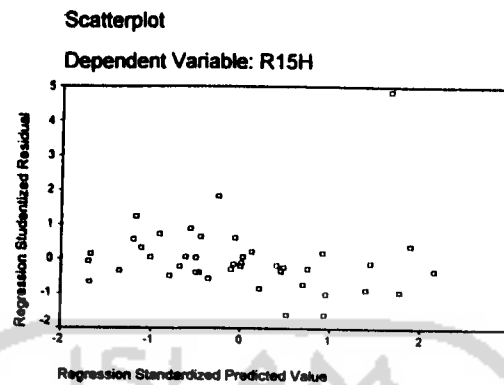
Gambar 4.2
Uji Heteroskedastisitas Model II



Gambar 4.3
Uji Heteroskedastisitas Model III



Gambar 4.4
Uji Heteroskedastisitas Model IV



Dari keempat grafik terlihat bahwa residual plot yang terjadi menggambarkan tidak adanya pola tertentu yang dapat mengindikasikan bahwa tidak ada data yang terkena gejala heteroskedastisitas, sehingga persamaan regresi yang dipakai dapat memenuhi asumsi heteroskedastisitas.

4.3 Analisis Persamaan Regresi Linier Berganda

Tabel 4.4 berikut ini menunjukkan hasil model regresi berganda atas model I penelitian ini :

Tabel 4.4
Regresi Berganda Model I

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1 (Constant)	.975	.743		1.311	.198		
ROA	-.872	1.020	-.144	-.854	.399	.871	1.148
FL	-.188	.384	-.106	-.489	.628	.532	1.880
EPS	-3.18E-05	.000	-.031	-.158	.875	.633	1.579
K	-8.26E-07	.000	-.185	-.710	.482	.460	2.174
PERSENG	4.683E-03	.011	.068	.410	.684	.915	1.092
CR	1.123E-03	.030	.008	.038	.970	.593	1.688
SE	-9.09E-02	.149	-.124	-.609	.547	.599	1.671

a. Dependent Variable: IR

$$R = 0.361$$

$$R \text{ Square} = 0.131$$

Adj R Square	= -0.043
Std Error of estimate	= 0.335
F	= 0.751
Sig	= 0.631

Hasil analisis regresi berganda pada tabel 4.4 tersebut, dapat diformulasikan dalam persamaan berikut :

$$Y = 0.975 - 0.872ROA - 0.188FL - 0.0000318EPS - 0.000000626K + 0.004683PERSENIG + 0.001123CR + 0.0909SE.$$

Adapun persamaan tersebut dapat dijelaskan :

1. Konstanta sebesar 0.975, mempunyai arti bahwa jika tidak terdapat ROA, *Financial Leverage*, EPS, *Proceeds*, PERSENIG, *Current Ratio*, SE, maka *Initial Return* bernilai positif sebesar 0.975.
2. Nilai b_1 sebesar -0.872, mempunyai arti bahwa jika variabel ROA bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* berkurang sebesar 0.872.
3. Nilai b_2 sebesar -0.188, mempunyai arti bahwa jika variabel *Financial Leverage* bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* berkurang 0.188.
4. Nilai b_3 sebesar -0.0000318, mempunyai arti bahwa jika variabel EPS bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* berkurang sebesar 0.0000318.
5. Nilai b_4 sebesar -0.00000667, mempunyai arti bahwa jika variabel *Proceeds* bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* bernilai negatif sebesar 0.00000667.
6. Nilai b_5 sebesar 0.004683, mempunyai arti bahwa jika variabel persentase pertumbuhan laba bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* bernilai positif atau bertambah sebesar 0.004683.

7. Nilai b_6 sebesar 0.001123, mempunyai arti bahwa jika variabel CR bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* bernilai positif sebesar 0.001123.
8. Nilai b_7 sebesar 0.0909, mempunyai arti bahwa jika variabel SE bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* bernilai positif sebesar 0.0909.

Hasil model regresi berganda model II adalah sebagai berikut :

Tabel 4.5
Regresi Berganda Model II

		Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-4.25E-02	.032		-1.328	.193		
	ROA	1.765E-02	.044	.067	.402	.690	.871	1.148
	FL	-2.69E-02	.017	-.349	-1.627	.113	.532	1.880
	EPS	-1.06E-06	.000	-.024	-.123	.903	.633	1.579
	K	-2.18E-08	.000	-.132	-.574	.570	.460	2.174
	PERSENIG	4.581E-04	.000	.152	.931	.358	.915	1.092
	CR	-1.22E-03	.001	-.194	-.956	.345	.593	1.888
	SE	1.105E-02	.006	.348	1.718	.095	.599	1.671

a. Dependent Variable: R15H

R = 0.377
R Square = 0.142
Adj R Square = -0.029
Std Error of estimate = 0.0144
F = 0.831
Sig = 0.569

Analisis regresi berganda pada tabel 4.5 di atas menunjukkan hasil sebesar:

$$Y = -0.0425 + 0.01765ROA - 0.0269FL - 0.00000106EPS - 0.0000000218K + 0.0004581PERSENIG - 0.00122CR + 0.01105SE.$$

Dari persamaan tersebut dapat dijelaskan seperti di bawah ini :

1. Konstanta sebesar -0.0425 , mempunyai arti bahwa jika tidak terdapat ROA, *Financial Leverage*, EPS, *Proceeds*, PERSENIG, *Current Ratio*, SE, maka *Return* 15 hari setelah IPO bernilai negatif atau berkurang sebesar 0.0425 .
2. Nilai b_1 sebesar 0.01765 , mempunyai arti bahwa jika variabel ROA bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 hari setelah IPO bernilai positif atau bertambah sebesar 0.01765 .
3. Nilai b_2 sebesar -0.0269 , mempunyai arti bahwa jika variabel *Financial Leverage* bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 hari setelah IPO bernilai negatif sebesar 0.0269 .
4. Nilai b_3 sebesar -0.00000106 , mempunyai arti bahwa jika variabel EPS bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 hari setelah IPO bernilai negatif sebesar 0.00000106 .
5. Nilai b_4 sebesar -0.0000000218 , mempunyai arti bahwa jika variabel *Proceeds* bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 Hari Setelah IPO bernilai negatif sebesar 0.0000000218 .
6. Nilai b_5 sebesar $+ 0.0004581$, mempunyai arti bahwa jika variabel PERSENIG bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 Hari Setelah IPO bernilai positif sebesar 0.0004581 .
7. Nilai b_6 sebesar -0.00122 , mempunyai arti bahwa jika variabel CR bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 Hari Setelah IPO bernilai negatif sebesar 0.00122 .

8. Nilai b_7 sebesar 0.01105, mempunyai arti bahwa jika variabel SE bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 Hari Setelah IPO bernilai positif sebesar 0.01105.

Hasil model regresi berganda uji model III sebagai berikut :

Tabel 4.6
Regresi Berganda Model III

		Coefficients ^a				Collinearity Statistics		
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Tolerance	VIF
		B	Std. Error	Beta				
1	(Constant)	1.924	.823		2.339	.026		
	ROA	-.506	1.017	-.084	-.498	.622	.658	1.520
	FL	-.126	.363	-.071	-.348	.730	.448	2.232
	EPS	-1.97E-04	.000	-.195	-1.071	.293	.564	1.772
	K	1.328E-07	.000	.035	.157	.876	.375	2.664
	PERSENIG	-7.71E-03	.011	-.111	-.725	.475	.792	1.263
	CR	-8.65E-03	.027	-.060	-.324	.749	.550	1.818
	SE	-.280	.158	-.381	-1.772	.087	.403	2.483
	PPS	-5.27E-03	.006	-.150	-.910	.370	.689	1.452
	AGE	-5.06E-03	.005	-.157	-.972	.339	.713	1.402
	IE	-.122	.111	-.173	-1.102	.280	.754	1.327
	EC	.220	.106	.334	2.070	.047	.715	1.398
	AUD	.257	.116	.346	2.218	.035	.768	1.303
	UND	-5.46E-02	.131	-.065	-.418	.679	.760	1.315

a. Dependent Variable: IR

R = 0.678
R Square = 0.459
Adj R Square = 0.217
Std Error of estimate = 0.290
F = 1.895
Sig = 0.075

Analisis regresi berganda pada tabel 4.6 di atas dapat dinyatakan dalam persamaan:

$$Y = 1.924 - 0.506ROA - 0.126FL - 0.000197EPS + 0.0000001328K - 0.00771PERSENIG - 0.00865CR - 0.280SE - 0.00527PPS - 0.00506AGE - 0.122IE + 0.22EC + 0.257AUD - 0.0546UND.$$

Persamaan tersebut dapat diartikan :

1. Konstanta sebesar 1.924, mempunyai arti bahwa jika tidak terdapat ROA, *Financial Leverage*, EPS, *Proceeds*, PERSENIG, *Current Ratio*, SE, PPS, AGE, IE, EC, AUD, UND, maka *Initial Return* bernilai positif sebesar 1.924.
2. Nilai b_1 sebesar -0.506, mempunyai arti bahwa jika variabel ROA bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* bernilai negatif atau berkurang sebesar 0.506.
3. Nilai b_2 sebesar -0.126, mempunyai arti bahwa jika variabel FL bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* bernilai negatif sebesar 0.126.
4. Nilai b_3 sebesar -0.000197, mempunyai arti bahwa jika variabel EPS bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* bernilai negatif sebesar 0.000197.
5. Nilai b_4 sebesar +0.0000001328, mempunyai arti bahwa jika variabel K bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* bernilai positif sebesar 0.0000001328.
6. Nilai b_5 sebesar -0.00771, mempunyai arti bahwa jika variabel PERSENIG bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* bernilai negatif sebesar 0.00771.
7. Nilai b_6 sebesar -0.00865, mempunyai arti bahwa jika variabel CR bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* bernilai negatif sebesar 0.00865.
8. Nilai b_7 sebesar -0.280, mempunyai arti bahwa jika variabel SE bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* bernilai negatif sebesar 0.280.

9. Nilai b_8 sebesar -0.00527 , mempunyai arti bahwa jika variabel PPS bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* bernilai negatif sebesar 0.00527 .
10. Nilai b_9 sebesar -0.00506 , mempunyai arti bahwa jika variabel AGE bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* bernilai negatif sebesar 0.00506 .
11. Nilai b_{10} sebesar -0.122 , mempunyai arti bahwa jika variabel IE bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* bernilai negatif sebesar 0.122 .
12. Nilai b_{11} sebesar $+0.220$, mempunyai arti bahwa jika variabel EC bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* bernilai positif sebesar 0.220 .
13. Nilai b_{12} sebesar $+0.257$, berarti bahwa jika variabel AUD bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* bernilai positif sebesar 0.257 .
14. Nilai b_{13} sebesar -0.0546 , berarti bahwa jika variabel UND bertambah satu maka variabel Y atau *Initial Return* bernilai negatif sebesar 0.0546 .

Hasil model regresi berganda model IV penelitian adalah sebagai berikut :

Tabel 4.7
Regresi Berganda Model IV

		Coefficients ^a					Collinearity Statistics	
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Tolerance	VIF
		B	Std. Error	Beta				
1	(Constant)	-6.87E-02	.040		-1.734	.094		
	ROA	-2.13E-02	.049	-.081	-.436	.666	.658	1.520
	FL	-3.63E-02	.017	-.471	-2.077	.047	.448	2.232
	EPS	4.806E-06	.000	.109	.542	.592	.564	1.772
	K	-3.98E-08	.000	-.240	-.971	.340	.375	2.664
	PERSENIG	9.082E-04	.001	.302	1.772	.087	.792	1.263
	CR	-1.51E-03	.001	-.241	-1.177	.249	.550	1.818
	SE	1.505E-02	.008	.473	1.981	.057	.403	2.483
	PPS	1.983E-04	.000	.130	.711	.483	.689	1.452
	AGE	6.390E-05	.000	.046	.255	.801	.713	1.402
	IE	6.510E-03	.005	.212	1.217	.233	.754	1.327
	EC	-8.82E-03	.005	-.232	-1.294	.206	.715	1.398
	AUD	5.485E-03	.006	.170	.983	.334	.788	1.303
	UND	9.006E-03	.006	.249	1.433	.163	.760	1.315

a. Dependent Variable: R15H

R = 0.577
 R Square = 0.333
 Adj R Square = 0.035
 Std Error of estimate = 0.014
 F = 1.116
 Sig = 0.385

Hasil analisis regresi berganda pada tabel 4.7 di atas dapat dinyatakan dalam persamaan :

$$\begin{aligned}
 Y = & -0.0687 - 0.0213ROA - 0.036FL + 0.000004806EPS - \\
 & 0.0000000396K + 0.0009082PERSENIG - 0.00151CR + 0.01505SE \\
 & + 0.0001983PPS + 0.00006390AGE + 0.006510IE - 0.00662EC + \\
 & 0.005485AUD + 0.009006UND.
 \end{aligned}$$

Persamaan tersebut dapat diartikan :

1. Konstanta sebesar -0.0687, mempunyai arti bahwa jika tidak terdapat ROA, *Financial Leverage*, *EPS*, *Proceeds*, *PERSENIG*, *Current Ratio*, *SE*, *PPS*,

AGE, IE, EC, AUD, UND, maka *Return* 15 hari setelah IPO bernilai negatif sebesar 0.0687.

2. Nilai b_1 sebesar -0.0213, mempunyai arti bahwa jika variabel ROA bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 hari setelah IPO bernilai negatif sebesar 0.0213.
3. Nilai b_2 sebesar -0.036, mempunyai arti bahwa jika variabel FL bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 hari setelah IPO bernilai negatif sebesar 0.036.
4. Nilai b_3 sebesar +0.000004806, mempunyai arti bahwa jika variabel EPS bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 hari setelah IPO bernilai positif sebesar 0.000004806.
5. Nilai b_4 sebesar -0.0000000396, mempunyai arti bahwa jika variabel K bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 hari setelah IPO bernilai negatif sebesar 0.0000000396.
6. Nilai b_5 sebesar +0.0009082, mempunyai arti bahwa jika variabel PERSENIG bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 hari setelah IPO bernilai positif sebesar 0.0009082.
7. Nilai b_6 sebesar -0.00151, mempunyai arti bahwa jika variabel CR bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 hari setelah IPO bernilai negatif sebesar 0.00151.
8. Nilai b_7 sebesar +0.01505, mempunyai arti bahwa jika variabel SE bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 hari setelah IPO bernilai positif sebesar 0.01505.

9. Nilai b_8 sebesar $+0.0001983$, mempunyai arti bahwa jika variabel PPS bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 hari setelah IPO bernilai positif sebesar 0.0001983 .
10. Nilai b_9 sebesar $+0.00006390$, mempunyai arti bahwa jika variabel AGE bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 hari setelah IPO bernilai positif sebesar 0.00006390 .
11. Nilai b_{10} sebesar $+0.006510$, mempunyai arti bahwa jika variabel IE bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 hari setelah IPO bernilai positif sebesar 0.006510 .
12. Nilai b_{11} sebesar -0.00662 , mempunyai arti bahwa jika variabel EC bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 hari setelah IPO bernilai negatif sebesar 0.00662 .
13. Nilai b_{12} sebesar $+0.005485$, mempunyai arti bahwa jika variabel AUD bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 hari setelah IPO bernilai positif sebesar 0.005485 .
14. Nilai b_{13} sebesar $+0.009006$, mempunyai arti bahwa jika variabel UND bertambah satu maka variabel Y atau *Return* 15 hari setelah IPO bernilai positif sebesar 0.009006 .

4.4 Hasil Pengujian Hipotesis Secara Parsial (Uji t)

Hasil pengujian hipotesa dengan menggunakan regresi berganda dapat dilihat pada tabel 4.8 dibawah ini :

Tabel 4.8
Hasil Uji Regresi Berganda

	Model I		Model II		Model III		Model IV	
	t	Sig.	t	Sig.	t	Sig.	t	Sig.
(Constant)	1.311	0.198	-1.328	0.193	2.339	0.026	-1.734	0.094
ROA	-0.854	0.399	0.402	0.690	-0.498	0.622	-0.436	0.666
FL	-0.489	0.628	-1.627	0.113	-0.348	0.730	-2.077	0.047
EPS	-0.158	0.875	-0.123	0.903	-1.071	0.293	0.542	0.592
K	-0.710	0.482	-0.574	0.570	0.157	0.876	-0.971	0.340
PERSENIG	0.410	0.684	0.931	0.358	-0.725	0.475	1.772	0.087
CR	0.038	0.970	-0.956	0.345	-0.324	0.749	-1.177	0.249
SE	-0.609	0.547	1.718	0.095	-1.772	0.087	1.981	0.057
PPS					-0.910	0.370	0.711	0.483
AGE					-0.972	0.339	0.255	0.801
IE					-1.102	0.280	1.217	0.233
EC					2.070	0.047	-1.294	0.206
AUD					2.218	0.035	0.983	0.334
UND					-0.418	0.679	1.433	0.163

4.4.1 Hipotesis I

Hipotesis alternatif pertama penelitian ini adalah sebagai berikut :

Ha 1 : variabel – variabel keuangan berpengaruh terhadap *Initial Return*.

Berdasarkan hasil uji regresi berganda model I pada tabel di atas menunjukkan bahwa semua variabel keuangan pada model I tidak berpengaruh signifikan terhadap *Initial Return*. Hal ini ditunjukkan oleh hasil uji t untuk masing-masing variabel independen memiliki nilai probabilitas signifikansi jauh di atas 0.05.

Tidak signifikannya variabel ROA dan PERSENIG dalam penelitian ini kemungkinan karena investor menganggap bahwa perusahaan yang akan melakukan IPO melakukan manajemen laba, sehingga laba (*net income*) yang ada dalam prospektus dianggap tidak menggambarkan profitabilitas yang

sesungguhnya dari perusahaan. Variabel FL tidak signifikan dalam mempengaruhi *initial return* kemungkinan disebabkan karena investor memandang bahwa tinggi rendahnya rasio ini bukan semata-mata disebabkan oleh kinerja manajemen perusahaan, namun juga sangat dipengaruhi oleh faktor luar perusahaan seperti krisis moneter, stabilitas politik.

Variabel EPS tidak signifikan dimungkinkan karena investor di BEJ belum menganggap bahwa EPS merupakan besaran yang menunjukkan seberapa besar keuntungan yang akan diperoleh investor per lembar saham. Investor juga mungkin menganggap adanya manajemen laba membuat besarnya EPS kurang dapat dipercaya.

Tidak signifikannya variabel ukuran penawaran dimungkinkan disebabkan karena investor di BEJ belum menganggap dengan *proceeds* yang besar prospek perusahaan akan membaik di masa yang akan datang karena tersedia dana yang cukup untuk ekspansi atau investor lebih mempertimbangkan variabel lain dalam menentukan keputusan investasinya. Variabel CR tidak signifikan penyebabnya dimungkinkan karena investor memandang bahwa tujuan perusahaan melakukan *go public* adalah untuk tujuan jangka panjang sehingga likuiditas perusahaan yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk melunasi hutang jangka pendeknya kurang diperhatikan investor. Variabel SE (*size effect*) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *initial return*, menunjukkan bahwa investor di BEJ belum menggunakan besaran perusahaan yang diukur dengan total aset sebagai dasar pengambilan keputusan investasi.

4.4.2 Hipotesis II

Hipotesis alternatif kedua penelitian ini adalah sebagai berikut :

Ha 2 : variabel – variabel keuangan berpengaruh terhadap *return* 15 hari setelah IPO.

Berdasarkan hasil uji regresi berganda model II menunjukkan bahwa semua variabel keuangan pada model II tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* 15 hari setelah IPO. Hal ini ditunjukkan oleh hasil uji t masing-masing variabel independen memiliki nilai probabilitas signifikansi jauh di atas 0.05. Hasil ini menunjukkan penelitian gagal menolak H_0 . Pada hari ke 15 setelah IPO, kemungkinan investor telah memperoleh informasi-informasi yang baru selain informasi keuangan yang mereka peroleh dari prospektus. Maka dari itu pada hari ke 15 setelah IPO variabel keuangan sudah tidak berpengaruh lagi terhadap *return*.

4.4.3 Hipotesis III

Hipotesis alternatif ketiga penelitian ini adalah sebagai berikut :

Ha 3 : variabel keuangan dan non-keuangan berpengaruh terhadap *Initial Return*.

Berdasarkan hasil uji regresi berganda model III pada tabel di atas menunjukkan bahwa hanya ada dua variabel independen pada model III yang berpengaruh secara signifikan terhadap *Initial Return*, yaitu variabel EC dan AUD. Hal ini ditunjukkan oleh uji t untuk masing-masing variabel independen keuangan dan non-keuangan mempunyai nilai probabilitas signifikansi dibawah 0.05 yaitu sebesar 0.047 dan 0.035. Hal ini berarti bahwa variabel *economic condition* dan auditor berpengaruh secara signifikan terhadap *Initial Return*.

Variabel EC mempunyai koefisien beta 2.070 yang arahnya positif, berarti pada saat krisis return yang diperoleh investor di pasar perdana lebih besar daripada saat kondisi tidak krisis. Hal ini dimungkinkan karena pada saat krisis

nilai tukar rupiah anjlok terhadap mata uang asing, sehingga investor cenderung mengalihkan dananya dari bursa uang ke bursa saham. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Misnen (2003).

Variabel auditor (AUD) mempunyai koefisien beta 2.218 yang arahnya positif, berarti investor yang menggunakan auditor prestigious mempunyai *return* yang lebih tinggi daripada investor yang tidak menggunakan auditor *prestigious*. Hal ini dimungkinkan karena investor yang ada di BEJ telah memandang bahwa auditor yang mempunyai reputasi tinggi akan mempertahankan reputasinya dengan memberikan kualitas pengauditan yang tinggi pula. Emiten yang memakai auditor profesional akan mengurangi kesempatan untuk berbuat curang dalam menyajikan informasi yang tidak akurat ke pasar. Hal ini berarti penggunaan auditor yang memiliki reputasi tinggi akan mengurangi ketidakpastian di masa mendatang.

Kesebelas variabel independen yang lain mempunyai hasil yang tidak signifikan terhadap *initial return*, yang ditunjukkan oleh angka probabilitas signifikansinya jauh di atas 0.05. Hal ini berarti kesebelas variabel yang lain tersebut tidak berpengaruh terhadap *Initial Return*.

Variabel umur perusahaan menunjukkan angka signifikansi sebesar 0.339 yang berarti tidak signifikan dalam mempengaruhi perubahan *initial return*. Hal ini dimungkinkan karena investor menganggap tidak hanya perusahaan yang berumur tua yang berprospek bagus. Banyak perusahaan yang baru berdiri namun mempunyai prospek masa depan yang bagus, sehingga dapat menarik investor.

Reputasi *underwriter* tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Penelitian ini mendukung penelitian Misnen (2003), namun tidak berhasil mendukung penelitian yang dilakukan oleh Daljono (2000) dan Ghozali (2002). Perbedaan ini dimungkinkan karena perbedaan sampel data yang digunakan. Daljono

menggunakan sampel pada tahun 1990-1997, sedangkan penelitian ini menggunakan sampel pada periode tahun 1996-2003.

Pengaruh industri (IE) mempunyai nilai signifikansi 0.280 yang berarti tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Hal ini berarti tidak ada perbedaan pengaruh industri manufaktur dan non-manufaktur terhadap *initial return*. Hal ini mungkin disebabkan karena peneliti mengeluarkan perusahaan perbankan dan lembaga keuangan sejenis dari sampel penelitian yang notabene sangat berbeda karakteristiknya dengan perusahaan manufaktur.

Variabel persentase penawaran saham (PPS) secara statistis tidak signifikan. Hal ini berarti PPS tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Nasirwan. Hal ini dimungkinkan karena investor belum memanfaatkan informasi ini untuk mengetahui bahwa semakin besar jumlah saham yang ditawarkan akan semakin memiliki potensi untuk likuidnya perdagangan saham tersebut di bursa (Darmadji dan Fakhruddin, 2001).

4.4.4 Hipotesis IV

Hipotesis alternatif keempat penelitian ini adalah sebagai berikut :

Ha 4 : variabel keuangan dan non-keuangan berpengaruh terhadap *return* 15 hari setelah IPO.

Berdasarkan hasil uji regresi berganda model IV pada tabel di atas hanya ada satu variabel independen pada model IV yang berpengaruh signifikan terhadap *return* 15 hari setelah IPO yaitu FL. Hal ini ditunjukkan oleh hasil uji t untuk masing-masing variabel independen pada model IV mempunyai nilai probabilitas signifikansi dibawah 0.05 yaitu sebesar 0.047, yang berarti *financial leverage* berpengaruh terhadap *return* 15 hari setelah IPO. Hal ini konsisten dengan

penelitian Misnen (2003). Koefisien beta sebesar -2.077 berarti semakin besar *financial leverage* semakin kecil *return* yang diperoleh investor. *Financial leverage* menggambarkan seberapa besar hutang yang ada dapat ditutup dengan *asset* yang dimiliki. *Financial leverage* menunjukkan kondisi ketidakpastian perusahaan ditinjau dari sudut pandang investor. Jika investor disuruh memilih dua alternatif investasi, di mana keduanya menghasilkan *return* yang sama dengan risiko yang berbeda, maka investor yang rasional akan memilih investasi yang memiliki tingkat risiko yang lebih rendah. Jadi, *financial leverage* berpengaruh negatif terhadap harga saham, yang juga berpengaruh negatif terhadap *return* yang diperoleh.

Keduabelas variabel independen lainnya mempunyai hasil yang tidak signifikan terhadap initial return, yang ditunjukkan oleh angka probabilitas signifikansinya jauh di atas 0.05. Hal ini berarti variabel non keuangan tidak berpengaruh terhadap besarnya *return* 15 hari setelah IPO.

4.5 Hasil Uji Secara Simultan (Uji F)

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah semua variabel independen secara bersama-sama (simultan) berpengaruh terhadap variabel dependen. Pengujian ini menggunakan derajat signifikansi 5%.

Hasil uji F pada model I mempunyai signifikansi sebesar 0.631 yang berada jauh di atas 0.05. Hal ini berarti bahwa variabel keuangan secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap besarnya *Initial Return*. Hasil uji F pada model II mempunyai signifikansi sebesar 0.569 berarti bahwa variabel keuangan secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap besarnya *return* 15 hari setelah IPO.

Hasil uji F pada model III mempunyai signifikansi 0.075 yang berarti variabel keuangan dan non keuangan tidak berpengaruh terhadap besarnya *initial return*. Namun begitu, dengan adanya penambahan variabel keuangan pada model, mampu menambah besarnya nilai signifikansi, meskipun belum dapat membuat signifikan secara keseluruhan pada model. Hasil uji F pada model IV mempunyai signifikansi sebesar 0.385 berarti variabel keuangan dan non keuangan secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap *return* 15 hari setelah IPO.

Hasil uji F pada penelitian ini menunjukkan tidak ada yang signifikan. Hal ini mungkin dikarenakan investor lebih mempertimbangkan faktor-faktor yang lain, misalnya kebijaksanaan politik, keamanan, suku bunga bank, dan lain sebagainya. Sehingga investor tidak hanya memandang informasi yang terdapat dalam prospektus saja.

4.6 Hasil Pengujian R^2 (Koefisien Determinan)

Nilai *Adjusted R Square* menunjukkan seberapa besar pengaruh variabel independen yang digunakan dalam penelitian mampu menjelaskan variabilitas total dari variabel dependen. Semakin meningkat atau banyak variabel X, *adjusted R square* akan meningkat dengan peningkatan yang lebih kecil dibandingkan dengan R^2 . *Adjusted R Square* dapat bernilai negatif, meskipun R^2 perlu tak negatif. Dalam hal *adjusted R square* ternyata negatif dalam suatu penerapan, nilainya diambil nol (Gujarati, 1978).

Adjusted R Square pada model I sebesar -0.043 hal ini menunjukkan pengaruh semua variabel independen yaitu ROA, FL, EPS, K, PERSENIG, CR,

SE terhadap IR adalah nol. Hal ini berarti bahwa variabel keuangan tidak berpengaruh terhadap *initial return*. Hasil ini menunjukkan variabel independen yang digunakan belum mampu menjelaskan variabilitas total dari *initial return*.

Adjusted R Square pada model II sebesar -0.029 hal ini menunjukkan pengaruh semua variabel independen yaitu ROA, FL, EPS, K, PERSENIG, CR, SE terhadap R15H adalah nol. Hasil ini menunjukkan variabel keuangan yang digunakan belum mampu menjelaskan variabilitas total dari variabel *return* 15 hari setelah IPO.

Adjusted R Square pada model III sebesar 0.217 hal ini menunjukkan bahwa 21.7% variasi IR bisa dijelaskan oleh ke tigabelas variabel independen yaitu ROA, FL, EPS, K, PERSENIG, CR, SE, PPS, AGE, IE, EC, AUD, UND, sedangkan sisanya 78.3% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model. Dengan menambahkan variabel non keuangan pada model ternyata mampu menambah besarnya *adjusted R square*, yang mulanya sebesar -0.043 menjadi 0.217.

Adjusted R Square pada model IV sebesar 0.035 hal ini menunjukkan bahwa 3.5% variasi R15 hari setelah IPO bisa dijelaskan oleh ke tigabelas variabel independen yaitu ROA, FL, EPS, K, PERSENIG, CR, SE, PPS, AGE, IE, EC, AUD, UND, sedangkan sisanya 96.5% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model. Walaupun cuma sedikit, ternyata dengan penambahan variabel non keuangan dalam model mampu menambah variabilitas dari variabel dependen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pada hari ke 15 setelah IPO, investor tidak lagi menggunakan informasi dari prospektus saja, melainkan telah mendapatkan informasi dari sumber-sumber lain. Dalam waktu 15 hari setelah

IPO, para investor mungkin telah mendapat berbagai informasi yang dapat mempengaruhi keputusan mereka untuk membeli atau menjual saham perusahaan yang baru melakukan IPO. Informasi tersebut misalnya investor telah mengetahui reputasi pihak manajemen yang mengelola perusahaan, tinggi rendahnya permintaan dan penawaran saham perusahaan tersebut, kebijakan ekonomi dan perpajakan yang baru, kondisi politik, dan lain sebagainya.



BAB V

KESIMPULAN

Bab ini membahas tentang kesimpulan, keterbatasan penelitian dan saran bagi penelitian selanjutnya.

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji :

- 1) Pengaruh variabel keuangan dan non-keuangan terhadap *Initial Return*.
- 2) Pengaruh variabel keuangan dan non-keuangan terhadap *return* 15 hari setelah IPO.

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan *Initial Public Offerings* (IPO) di Indonesia pada periode tahun 1996 – 2003 yang memenuhi karakteristik penyampelan. Adapun pemilihan sampel dan daftar nama perusahaan dapat dilihat pada tabel 3.1 dan tabel 3.2.

Beberapa kesimpulan yang dapat diambil dari pengujian-pengujian yang dilakukan dalam penelitian ini adalah :

1. Berdasarkan uji asumsi klasik yang dipakai yaitu dengan menggunakan uji multikolinieritas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas dapat disimpulkan bahwa semua model regresi telah memenuhi syarat asumsi klasik.
2. Hasil analisis regresi hipotesis pertama yaitu pengaruh variabel keuangan terhadap *initial return* menunjukkan bahwa semua variabel keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Hal ini ditunjukkan oleh hasil

uji t untuk masing-masing variabel independen memiliki nilai probabilitas signifikansi jauh di atas 0.05.

3. Hasil analisis regresi hipotesis kedua yaitu pengaruh variabel keuangan terhadap *return* 15 hari setelah IPO menunjukkan bahwa semua variabel keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* 15 hari setelah IPO. Hal ini ditunjukkan oleh hasil uji t untuk masing-masing variabel independen memiliki nilai probabilitas signifikansi jauh di atas 0.05.
4. Hasil analisis regresi berganda hipotesis ketiga yaitu pengaruh variabel keuangan dan non-keuangan terhadap *initial return* menunjukkan bahwa variabel non-keuangan berupa variabel kondisi perekonomian (*economic condition*) dan variabel reputasi auditor berpengaruh signifikan, sedangkan semua variabel keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Hal ini ditunjukkan oleh uji t untuk variabel kondisi perekonomian dan reputasi auditor mempunyai nilai probabilitas signifikansi dibawah 0.05 yaitu sebesar 0.047 dan 0.035.
5. Hasil analisis regresi berganda hipotesis keempat yaitu pengaruh variabel keuangan dan non-keuangan terhadap *return* 15 hari setelah IPO menunjukkan bahwa variabel keuangan *financial leverage* berpengaruh signifikan terhadap *return* 15 hari setelah IPO. Hal ini ditunjukkan oleh hasil uji t untuk variabel *financial leverage* mempunyai nilai probabilitas signifikansi dibawah 0.05 yaitu sebesar 0.047.

5.2 Keterbatasan

Penulis telah berusaha sebaik-baiknya untuk menyusun penelitian ini. Meskipun demikian penulis menyadari bahwa penelitian ini masih mengandung keterbatasan-keterbatasan, antara lain :

- 1) Sampel yang digunakan hanya perusahaan manufaktur dan non-manufaktur yang disesuaikan dengan kriteria penyampelan untuk periode 1996 – 2003 saja sehingga penelitian ini tidak dapat digeneralisasi.
- 2) Terjadi krisis moneter pada periode penelitian yaitu pada pertengahan tahun 1997 sampai sekitar tahun 2000 sehingga mungkin menyebabkan perubahan struktur data.
- 3) Model penelitian hanya mempertimbangkan variabel keuangan berupa : ROA, *financial leverage*, EPS, *proceeds*, pertumbuhan laba, *current ratio*, dan *size effect* ; dan variabel non-keuangan berupa persentase penawaran saham, umur perusahaan, jenis industri, kondisi perekonomian, reputasi auditor dan reputasi *underwriter*.

5.3 Saran

Untuk keperluan penelitian di masa mendatang, agar diperoleh hasil yang lebih baik dan akurat, perlu diperhatikan faktor – faktor sebagai berikut :

- 1) Penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan sampel yang lebih luas.
- 2) Jika penelitian menggunakan sampel pada periode krisis perlu mempertimbangkan adanya perubahan struktur data.

- 3) Penelitian di masa mendatang perlu mempertimbangkan penambahan variabel – variabel independen seperti *price earning ratio* (PER), tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI), dan tingkat kedewasaan pasar (MTM = *Maturity of Market*).



DAFTAR PUSTAKA

- Agus Sartono, 2000, *Manajemen Keuangan*, Edisi Ketiga, BPFE, Yogyakarta.
- Aida Ainul Mardiyah, 2003, *Hubungan Withdrawn Initial Public Offerings (WIPO), Seasoned Equity Offerings (SEO), dan Earnings Management dengan Initial Return*, Simposium Nasional Akuntansi VI, IAI, hal 659 – 681.
- Carter, R. and Manaster, S., 1990, *Initial Public Offering and Underwriter Reputation*, *The Journal of Finance*, Vol. XLV, No. 4, September, P. 1045 – 1067.
- Daljono, 2000, *Analisis Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Initial Return Saham Yang Listing di BEJ Th 1990 – 1997*, Simposium Nasional Akuntansi III, IAI, hal 556 – 571.
- Dwi Martani, 2003, *Pengaruh Informasi Selama Proses Penawaran Terhadap Initial Return Perusahaan Yang Listing di Bursa Efek Jakarta Dari Tahun 1990 – 2000*, Simposium Nasional Akuntansi VI, IAI, hal 1299 – 1313.
- Freddy Koeswoyo dan Aida Yuliani, 2001, *Evaluasi Kinerja Keuangan BUMN Sebelum dan Sesudah Go Public (Studi Kasus Pada Empat BUMN Yang Telah Go Public)*, *Jurnal Manajemen* Vol. 1, No.1, Desember, hal 49 – 65.
- Gujarati, Damodar (terjemahan), 1978, *Basic Econometrics*, Erlangga, Jakarta.
- Gunawan Sudarmanto, 2005, *Analisis Regresi Linear Ganda dengan SPSS*, Edisi 1, Cet.1, Graha Ilmu, Yogyakarta.
- Imam Ghozali dan Mudrik Al Mansur, 2002, *Analisis Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Underpriced di Bursa Efek Jakarta*, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* Vol. 4, No. 1, April, hal 74 – 88.
- Imam Ghozali, 2001, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Edisi Kedua, Semarang, Universitas Diponegoro.
- Jogiyanto, 2003, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Ketiga, BPFE, Yogyakarta.
- Jones, Charles P., 1999, *Investments Analysis and Management*, 7th edition, NY: John Wiley & Sons, Inc, New York.
- Keown, Arthur J., David F. Scott, John Martin, JW. Petty (terjemahan), 2001, *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Ketujuh, Salemba Empat, Jakarta.

- LC Almilia dan M Silvy, 2003, *Analisis Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Status Perusahaan Pasca IPO dengan Analisis Multinomial Logit*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol. 18, No. 4, hal 374 – 390.
- Mamduh Hanafi, 1998, *Efisiensi Emisi Saham Baru di Bursa Efek Jakarta (1989-1994)*, Kelola, No. 17/VII/1998, hal 88-105.
- Misnen Ardiansyah, 2003, *Pengaruh Variabel Keuangan Terhadap Return Awal dan Return 15 Hari Setelah IPO di Bursa Efek Jakarta*, Simposium Nasional Akuntansi VI, IAI, hal 360 – 380.
- Nasirwan, 2000, *Reputasi Penjamin Emisi, Return Awal, Return 15 Hari Sesudah IPO, dan Kinerja Perusahaan Satu Tahun Sesudah IPO di BEJ*, Simposium Nasional Akuntansi III, IAI, hal 573 – 597.
- Nisa Fidyati, 2003, *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan*, Jurnal Kompetensi, Vol.1, No.1, hal 17 – 32.
- Nur Indriantoro dan Bambang Supomo, 2002, *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen*, Edisi Kedua, BPFE, Yogyakarta.
- Saiful, 2002, *Hubungan Manajemen Laba (Earnings Management) dengan Kinerja Operasi dan Return Saham di Sekitar IPO*, SNA V, IAI, hal 148 – 160.
- Singih Santoso, 2000, *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*, Edisi Kedua, PT Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Suad Husnan, 2001, *Dasar – Dasar Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas*, Edisi Ketiga, AMP YKPN, Yogyakarta.
- Sunariyah, 2003, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, Edisi Ketiga, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Syaiful Ali dan Jogiyanto, 2000, *Analisis Pengaruh Pemilihan Metode Akuntansi Terhadap Pemasukan Penawaran Perdana*, SNA III, IAI, hal 538 – 555.
- TA Gumanti, 2000, *Earning Management Dalam Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta*, Simposium Nasional Akuntansi III, IAI, hal 124-147.
- TA Gumanti, 2002, *Underpricing dan Biaya – Biaya di Sekitar Initial Public Offering*, Wahana Vol. 5, No 2, Agustus, hal 135-147.
- TA Gumanti, 2003, *Strategi Penetapan Harga Dalam Penawaran Saham Perdana*, Wahana Vol 6, No 1, Agustus, hal 15-29.

Tandelilin, Eduardus, 2001, *Analisis Investasi Dan Manajemen Portofolio*, Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta.

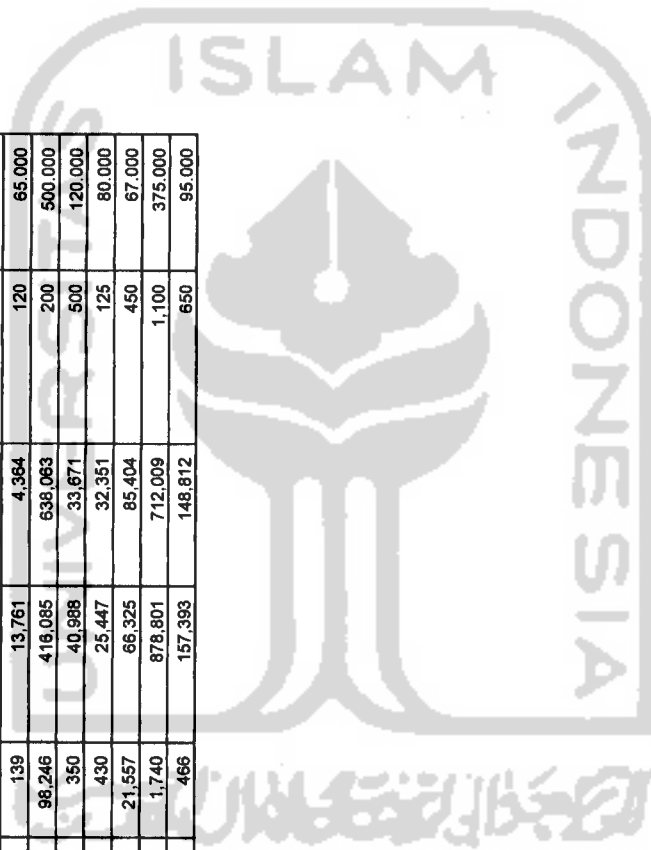
Tjiptono Darmadji dan Hendy Fakhruddin, 2001, *Pasar Modal Di Indonesia Pendekatan Tanya Jaawab*, Edisi Pertama, Salemba Empat, Jakarta.



Lampiran 1
Data perusahaan yang digunakan dalam penelitian (1996 – 2003)

NO	PERUSH	NET INC	TOT ASSET	TOT DEBT	NI t-1	CURR DEBT	CURR ASSET	OFF PRICE (Rp)	SHARES (jt)
1	CTTH	5,670	80,004	42,263	4,921	34,773	34,450	2,375	44,000
2	LSIP	61,421	289,683	184,387	39,520	74,018	81,229	4,650	38,800
3	CEKA	3,511	73,312	21,707	2,473	16,306	17,964	1,100	34,000
4	SUDI	28,001	562,081	367,915	31,482	367,915	184,515	1,000	78,708
5	RALS	43,181	493,692	355,242	25,617	277,049	183,545	3,200	80,000
6	FISK	31,497	232,943	12,300	16,407	9,222	133,517	1,325	100,000
7	KDSI	9,088	103,991	55,334	5,830	49,270	46,723	800	50,000
8	SMSM	6,968	103,942	64,423	5,003	56,281	58,204	1,700	34,400
9	PICO	4,006	169,500	114,593	3,874	87,116	56,456	650	27,500
10	DGSA	45,807	187,397	77,158	12,112	56,432	57,551	1,950	100,000
11	STTP	6,400	82,386	50,782	5,877	49,282	30,312	2,200	27,000
12	ALMI	20,590	445,700	196,281	15,253	128,144	256,058	1,300	92,400
13	ALDI	36,276	439,304	263,027	27,556	63,115	213,457	900	88,919
14	MIRA	10,261	112,955	59,997	8,767	37,942	27,598	1,175	30,000
15	DSUC	9,016	190,883	106,750	1,005	102,854	84,683	950	50,000
16	ETWA	25,158	637,102	413,368	15,264	224,682	306,139	1,300	170,000
17	IKAI	7,508	367,010	242,758	3,391	97,514	59,628	750	100,000
18	AISA	5,477	93,552	75,045	4,188	66,327	58,605	950	45,000
19	L.TLS	11,110	220,012	157,184	5,302	82,861	147,794	2,950	50,000
20	PAFI	25,733	399,380	290,705	12,694	59,118	78,489	650	50,000
21	JKSW	4,241	176,482	122,179	4,255	113,520	95,431	650	50,000
22	AALI	63,328	1,486,808	886,666	66,023	267,958	156,467	1,550	125,800
23	HITS	22,695	829,244	722,764	23,464	128,610	182,467	675	74,000
24	BGMT	225	100,328	26,705	3,788	20,222	34,017	500	55,000
25	RICY	10,532	132,434	79,362	8,854	56,730	79,126	600	60,000
26	BMRA	315,791	6,089,682	5,031,948	169,966	1,839,847	2,468,212	1,325	50,000
27	BASS	1,607	180,424	60,722	124	58,572	14,492	625	84,000
28	ALFA	14,835	402,555	210,718	27,851	152,273	153,393	550	100,000
29	ADFO	10,073	183,308	154,497	2,241	73,243	40,102	500	55,000
30	TBLA	71,235	641,720	473,870	18,073	86,070	150,820	2,200	140,385

31	SIMM	10,361	118,422	32,108	2,686	25,802	77,791	500	60,000
32	APLI	10,706	175,151	61,958	974	37,371	24,352	600	60,000
33	FMII	12,924	176,495	24,386	7,013	22,112	138,636	500	66,000
34	SMPPL	13,018	136,441	70,584	14,291	59,211	48,982	800	42,000
35	ACAP	8,161	45,698	21,868	6,077	9,059	28,396	875	47,000
36	ARNA	4,106	177,419	134,666	-982	40,863	36,225	120	125,000
37	BTON	350	25,488	13,889	139	13,761	4,364	120	65,000
38	KAEF	169,810	964,463	424,485	98,246	418,085	638,063	200	500,000
39	PANR	9,133	102,602	50,374	350	40,988	33,671	500	120,000
40	FISH	1,967	67,348	25,545	430	25,447	32,351	125	80,000
41	FPNI	33,157	230,962	103,103	21,557	66,325	85,404	450	67,000
42	SCMA	7,803	1,519,244	935,489	1,740	878,801	712,009	1,100	375,000
43	ARTI	5,029	228,948	159,677	466	157,393	148,812	650	95,000



Lampiran 2
Data perusahaan yang sudah diolah (1996 – 2003)

NO	PERUSH	IR	R15h	ROA	FL	EPS (Rp)	K (jt)	%NIG	CR	SE	PPS (%)	AGE	IE	EC	AUD	UND
		$\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$	$\frac{P_t - P_{t-15}}{P_{t-15}}$	$\frac{\text{net income after tax}}{\text{total asset}}$	$\frac{\text{total debt}}{\text{total asset}}$		$\text{offer price} \times \text{shares}$	$\left(\frac{NI - NI_{t-1}}{NI_{t-1}} \right) \times 100\%$	$\frac{\text{debt lancar}}{\text{ti tan g lancar}}$	$\log \text{tot assets}$						
1	CTTH	0.052632	-0.000527	0.071	0.528	177	104500	0.152	0.991	4.903	35	22	1	0	0	1
2	LSIP	0.021505	0.003308	0.212	0.637	376	180420	0.554	1.097	5.462	19.17	34	1	0	0	1
3	CEKA	0.068182	0.003245	0.048	0.296	550.11	37400	0.420	1.102	4.865	28.57	28	1	0	0	0
4	SUDI	0.075000	0.013665	0.050	0.655	100	78708	-0.111	0.529	5.750	30	17	1	0	1	1
5	RALS	0.148438	-0.003173	0.087	0.720	160	256000	0.686	0.699	5.693	22.86	13	0	0	1	0
6	FISK	0.169811	0.007732	0.135	0.053	79	132500	0.920	14.478	5.367	20	7	1	0	1	0
7	KDSI	0.187500	0.000980	0.087	0.532	151	40000	0.559	0.948	5.017	33	23	1	0	1	0
8	SMSM	0.088235	-0.002503	0.067	0.620	141	58480	0.393	1.034	5.017	30.07	20	1	0	1	0
9	PICO	0.115385	-0.004157	0.024	0.676	37	17875	0.034	0.648	5.229	20.3	13	1	0	0	0
10	DGSA	0.179487	0.000252	0.244	0.412	573	195000	2.782	1.020	5.273	23.67	7	1	0	1	0
11	SITP	0.068182	-0.010284	0.078	0.616	128	59400	0.127	0.615	4.916	28.42	9	1	0	1	0
12	ALMI	0.076823	0.000328	0.046	0.440	134	120120	0.350	1.998	5.649	30	14	1	0	1	0
13	ALDI	0.138889	0.009703	0.083	0.599	131	80027.1	0.316	3.382	5.643	32.18	19	0	0	1	1
14	MIRA	0.063830	-0.005294	0.091	0.531	122	35250	0.170	0.727	5.053	26.32	18	0	0	0	0
15	DSUC	0.184211	0.010430	0.047	0.559	60	47500	7.971	0.823	5.281	25	15	1	0	1	0
16	ETWA	0.211538	0.001196	0.039	0.649	134	221000	0.648	1.363	5.804	31.14	5	1	0	1	0
17	IKAI	0.233333	0.020155	0.020	0.661	65	75000	1.214	0.611	5.565	29.41	6	1	0	1	1
18	AISA	0.052632	0.005134	0.059	0.802	183	42750	0.308	0.884	4.971	33.33	44	1	0	1	0
19	LTLS	0.288136	-0.012101	0.050	0.714	127	147500	1.095	1.784	5.342	33.33	46	0	1	1	0
20	PAFI	0.153846	-0.008909	0.064	0.728	129	32500	1.027	1.328	5.601	20	10	1	1	1	0
21	JKSW	0.230769	-0.003596	0.024	0.652	42	32500	-0.003	0.841	5.247	33.33	23	1	1	1	0
22	AALI	0.193548	0.004027	0.043	0.596	166	194990	-0.041	0.584	6.172	10	16	0	1	0	0
23	HITS	0.037037	0.000088	0.027	0.872	504	49950	-0.033	1.419	5.919	16.44	5	0	1	0	1

24	BGMT	0.100000	0.000723	0.002	0.266	3	27500	-0.941	1.682	5.001	24.41	7	0	1	0	1
25	RICY	0.063333	0.004745	0.080	0.599	211	36000	0.190	1.347	5.122	37.5	11	1	1	1	0
26	BMRA	0.452830	-0.001704	0.052	0.826	186	66250	0.858	1.342	6.785	2.85	5	1	1	1	0
27	BASS	0.200000	-0.004002	0.009	0.337	550.11	52500	11.960	0.247	5.256	26.41	10	0	1	0	0
28	ALFA	1.000000	-0.006953	0.037	0.523	40	55000	-0.467	1.007	5.605	21.4	11	0	1	1	0
29	ADFO	0.850000	-0.014944	0.055	0.843	171	27500	3.495	0.548	5.263	42.37	10	0	1	1	0
30	TBLA	0.090809	-0.011659	0.111	0.738	356	308847	2.942	1.752	5.807	36.5	27	1	1	1	0
31	SIMM	0.950000	-0.004414	0.087	0.271	148	30000	2.857	3.015	5.073	30	11	0	1	1	0
32	APLI	0.833333	0.074495	0.061	0.354	54	36000	9.992	0.652	5.243	23.08	8	1	1	1	0
33	FMIJ	0.650000	-0.015514	0.073	0.138	59	33000	0.843	6.270	5.247	20.63	11	1	1	1	0
34	SIMPL	0.262500	0.007218	0.095	0.517	659	33600	-0.089	0.793	5.135	25.15	9	1	1	1	0
35	ACAP	0.514286	-0.007669	0.179	0.479	742	41125	0.343	3.135	4.660	35	24	1	1	1	0
36	ARNA	0.166667	-0.014755	0.023	0.759	14	15000	-5.181	0.886	5.249	22.77	6	1	1	1	0
37	BTON	1.625000	-0.020291	0.014	0.545	10	7800	1.518	0.317	4.406	10.56	6	1	1	1	0
38	KAFF	0.050000	0.004879	0.176	0.440	45	100000	0.728	1.533	5.984	9	32	1	1	1	1
39	PANR	0.250000	-0.004189	0.089	0.491	33	60000	25.094	0.821	5.011	10	6	0	1	1	0
40	FISH	0.280000	-0.008120	0.029	0.379	2	10000	3.574	1.271	4.828	16.66	10	1	1	0	0
41	FPNI	0.100000	-0.001483	0.144	0.446	97	30150	0.538	1.288	5.364	16.33	12	1	1	1	0
42	SCMA	0.045455	-0.001219	0.005	0.616	1951	412500	3.484	0.810	6.182	20	3	0	1	1	0
43	ARTI	0.192308	-0.006460	0.022	0.697	50	61750	9.792	0.945	5.360	48.47	10	1	1	0	0

INDONESIA