

**ANALISIS ABNORMAL RETURN SURAT BERHARGA PADA
PENAWARAN PERDANA DI BURSA EFEK JAKARTA
(PERBANDINGAN PERIODE SEBELUM DAN SELAMA KRISIS MONETER)**

Dra. Tri Kartika Pertiwi, M.Si

Universitas Pembangunan Nasional “Veteran” (UPN) Surabaya

ABSTRACT

The research about abnormal return of initial offering has been carried out by many other researchers. The results indicated that underpricing which signed by positive abnormal returns occurred in the short time. However, the effects that has caused underpricing was still indicate inconsistency.

The objective of this research is to examine the differences of abnormal return between company that carry out initial public offering in the period before and during monetary crisis, with a special reference to Jakarta Stock Exchange. Furthermore, it also aims to find out effects of stock value uncertainty and company value that proxied by standard deviation and age, effect of informed demand proxied by delay time, and effect of underwriter reputation on abnormal return.

Results indicated that there was significant abnormal return difference between the periods before and during monetary crisis. The factor that effected abnormal return in the period before monetary crisis was delay variable and underwriter reputation. The results was contrary with initial assumption. The significant factor that influenced abnormal return in the period during monetary crisis was standard deviation and age.

Keywords: *Underpricing, Abnormal return, Uncertainty, Informed demand, Underwriter.*

PENDAHULUAN

Perusahaan yang berhasil tentu menginginkan memperluas usahanya, mereka akan membutuhkan tambahan modal yang sangat banyak untuk menambah kapasitas produksinya. Pada saat ini perusahaan akan menjual surat berharga ke masyarakat yang disebut dengan *go public*. Penjualan surat berharga untuk pertama kalinya disebut *Initial Public Offering* (IPO).

Peraturan Pasar Modal Indonesia membolehkan penjamin emisi melakukan cara *best effort* dan *full comitment*. Tapi dalam pelaksanaannya, semua penjamin emisi menempuh *full comitment*, artinya saham yang ditawarkan pada IPO dianggap semua terjual, bila ada saham yang tidak terjual penjamin emisi wajib membeli semua saham. Oleh karena itu penjamin emisi biasanya berusaha melakukan *underprice* pada saat IPO (Brealy *et al.*, 2001). *Underpricing* dibutuhkan untuk menarik investor agar membeli saham dan mengurangi biaya pemasaran saham kepada pelanggan.

Penelitian Ibbotson *et al.* (1999) terhadap 8668 saham baru periode tahun 1960 sampai dengan 1987 menemukan rata-rata *underpricing* sebesar 16,37%, sedangkan Ritter (1984) menemukan bahwa rata-rata *market-adjusted internal return* sebesar 18,8% dan Beatty (1989) mencatat rata-rata *internal raw return* sebesar 22,1%. Di Australia, James *et al.* (1995) meneliti 36 perusahaan yang IPO periode tahun 1982 sampai dengan tahun 1988, dan menemukan rata-rata *market adjusted return* 5,34%. Untuk penelitian di Indonesia tingkat *underpricing* IPO di BEJ sebesar 10% untuk minggu pertama dalam periode 1990 (Hanafi dan Husnan, 1991), Prastiwi (2000), begitu juga Wahyono (2001) menemukan bahwa IPO mengalami *underpricing* pada hari pertama perdagangan.

Penelitian ini meneliti perusahaan yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan data terakhir tahun 2000. Karena hampir semua perusahaan di Indonesia terkena dampak krisis moneter yang terjadi sejak Juli 1997, maka penelitian ini akan dilakukan dalam dua periode yang berbeda. Dimulai tahun 1995 dimana perekonomian Indonesia dalam keadaan normal dan periode perekonomian dalam keadaan krisis moneter dimulai pada pertengahan tahun 1997.

Beberapa alasan mengapa periode sebelum dan selama krisis moneter berbeda, yaitu fluktuasi indek pasar pada saat sebelum krisis lebih rendah jika dibandingkan dengan fluktuasi selama krisis moneter. Begitu pula mengenai permintaan saham, permintaan meningkat sebelum krisis moneter dan menurun pada saat krisis moneter, bahkan banyak saham nilainya jatuh. Penurunan permintaan pada saat krisis moneter disebabkan investor lebih memilih menginvestasikan dananya di bank dengan tingkat bunga yang lebih tinggi, misalnya dengan mendepositokan dananya dari pada investasi dipasar modal. Keadaan ini menyebabkan penjamin emisi akan menentukan harga yang rendah agar investor bersedia untuk membeli saham. Penentuan harga yang terlalu rendah ini akan menyebabkan *underpricing* yang lebih tinggi pada periode krisis moneter.

Dalam kondisi ekonomi baik, dan pendapatan masyarakat baik, risiko yang dihadapi perusahaan rendah sehingga *return* yang diharapkan juga rendah. Dalam kondisi ekonomi buruk, dan pendapatan masyarakat rendah, risiko yang dihadapi perusahaan tinggi sehingga *return* yang diharapkan juga tinggi. Oleh karena itu, dalam kondisi ekonomi baik, penentuan harga perdana dapat lebih tinggi karena risiko yang dihadapi perusahaan

rendah jika dibandingkan dengan kondisi ekonomi buruk, yang mengakibatkan tingkat *underpricing* lebih rendah.

Penelitian ini mencoba menguji apakah ada perbedaan tingkat *underpricing* untuk periode sebelum krisis moneter dan selama krisis moneter dan juga ingin mengetahui mengapa IPO di BEJ mengalami *underpriced*.

LANDASAN TEORI

Telaah Penelitian Terdahulu

Faktor-faktor terjadinya *underpricing* diteliti McGuinness (1992) di pasar modal Hongkong. Dengan menggunakan argumentasi Beatty dan Ritter (1986) menemukan hubungan tingkat ketidak-pastian (*ex-ante uncertainty*) yang diukur dengan standar deviasi, berhubungan secara positif dengan tingkat *underpricing*. Begitu pula pengujian terhadap penerbitan kedua (*secondary offering*) dan variabel kondisi pasar menunjukkan hubungan yang positif dan signifikan, sedangkan kualitas agen dan *underpricing* sebagai pencerminan nilai intrinsik perusahaan tidak didukung. Hubungan yang positif antara *underpricing* dan kondisi pasar menunjukkan bahwa IPO mengikuti situasi pasar, *underpricing* meningkat jika kondisi pasar baik (*bull market*) dan *underpricing* menurun jika kondisi pasar menurun (*bear market*) (Beatty dan Ritter, 1986); dan (Mc Guinness, 1992).

Adanya asimetri informasi dan tingkat *underpricing* pada saat IPO juga dikemukakan oleh Rock yang dikutip Kunz dan Aggarwal (1994). Pada saat perusahaan melakukan penawaran umum perdananya, maka ada dua kelompok investor yaitu investor yang memiliki informasi (*informed investor*) dan investor yang tidak memiliki informasi (*uninformed investor*). Dimana investor yang tidak memiliki informasi cenderung menerima proporsi yang lebih besar dari saham-saham yang *overpriced* dari pada investor yang memiliki informasi. Jadi agar *uninformed investor* bersedia berpartisipasi di pasar saham maka harga pada saat IPO haruslah *underpriced* agar mereka dapat menerima *return* yang layak, dengan adanya ketidakpastian tersebut dan untuk menutup kerugian dari pembelian saham-saham mereka yang *overpriced*. Konsekuensi dari *Winner's curse problem* oleh Rock yang dikutip James *et al.* (1995) bahwa investor yang mempunyai informasi (*informed investor*) memberikan *return* pada investor yang tidak mempunyai informasi (*uninformed investor*). Selain itu saham yang terjual lebih cepat memiliki *informed demand* yang tinggi. Oleh karena itu diharapkan lebih *underpriced*, dan sebaliknya saham yang terjual lebih lama memiliki *informed demand* yang rendah dan kurang diharapkan untuk *underpriced*. Atau dapat dikatakan *informed demand* yang diproksi dengan waktu antara registrasi prospektus dan tanggal listing (*delay*) berhubungan negatif dengan *underpricing*.

Penjelasan lain mengenai asimetri informasi dapat dilihat dari model Baron, yaitu penjamin emisi memiliki informasi yang lebih baik mengenai pasar untuk IPO dari pada emiten. Dengan semakin tingginya ketidakpastian mengenai pasar akan memberi petunjuk semakin tingginya *underpricing*. Tetapi dalam penelitian Cheung dan Krinsky (1994) pada kasus emiten juga sebagai penjamin emisi hipotesa Baron tidak didukung.

Asimetri informasi pada saat IPO juga dikemukakan oleh Ibbotson (1991), bahwa *underwriter* memiliki informasi penting yang lebih baik dari emiten. Karena keunggulan informasinya, *underwriter* memiliki kemampuan untuk meyakinkan emiten bahwa harga yang relatif rendah adalah tepat apabila emiten tidak mampu meyakinkan nilai dasarnya sendiri. Pandangan ini didasari alasan bahwa meskipun emiten mengetahui banyak hal tentang spesifikasi usaha mereka, tetapi *underwriter* lebih banyak tahu tentang pasar, memiliki informasi dari emiten dan memiliki pengalaman yang banyak dalam hal saham baru

Crhishty, Hasan dan Smith (1996) menguji kinerja jangka pendek IPO. Hasil pengujian pertamanya mendukung penelitian Carter Mancaster, yaitu adanya hubungan negatif dan signifikan antara reputasi penjamin emisi dengan tingkat *underpricing*. Sedangkan *log-offersize*, *age*, *insider* mempunyai hubungan yang rendah.

Penelitian IPO di Bursa Efek Jakarta oleh Wahyono (2001) menemukan adanya *underpricing* yang ditandai dengan adanya *abnormal return* positif dan signifikan pada hari pertama perdagangan, dan faktor-faktor yang mempengaruhi adalah *size*, umur dengan hubungan yang positif dan signifikan. Sedangkan Hidayati dan Indratoro (1998) tidak menemukan adanya pengaruh *auditor*, *underwriter*, persentase saham yang ditahan pemegang saham lama, umur, dan ukuran perusahaan terhadap tingkat *underpricing*.

Dari uraian diatas, dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

- H1 : Tingkat *abnormal return* IPO di Bursa Efek Jakarta sebelum krisis moneter berbeda secara nyata dengan periode selama krisis moneter.**
- H2.a: Secara parsial, standard deviasi, umur, waktu penundaan dan reputasi penjamin emisi berpengaruh dan signifikan terhadap *abnormal return* di Bursa Efek Jakarta untuk periode sebelum krisis moneter dan selama krisis moneter.**
- H2.b: Secara serempak, stadard deviasi, umur, waktu penundaan, dan reputasi penjamin emisi berpengaruh dan signifikan terhadap *abnormal return* di Bursa Efek Jakarta untuk periode sebelum krisis moneter dan selama krisis moneter.**
- H2.c: Standard deviasi, umur, waktu penundaan dan reputasi penjamin emisi di Bursa Efek Jakarta periode sebelum krisis berbeda secara signifikan dengan periode selama krisis moneter.**

METODA PENELITIAN

Data penelitian adalah data sekunder yang berupa harga saham, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), nama penjamin emisi, tanggal perusahaan berdiri, tanggal perusahaan mengeluarkan prospektus dan tanggal perusahaan terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Data diambil dari berbagai sumber antara lain: *Indonesian Capital Market Directory, Jakarta Stock Exchange Fact Book*, Data Base Pasar Modal PPA Universitas Gadjah Mada dan Prospektus.

Perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana di BEJ dalam kurun waktu 1995 sampai dengan 2000 sebanyak 104 perusahaan/emiten. Kriteria yang digunakan untuk penentuan sampel adalah: a) Tersedia data harga perdana dan data harga saham penutupan harian. b) Tersedia data nama penjamin emisi dalam melakukan penawaran umum perdana. c) Data akan dikeluarkan dari penelitian jika perdagangan selama sepuluh hari dimulai sejak penawaran umum perdana dalam masa peralihan antara sebelum dan selama krisis moneter. Dari 104 perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana terpilih 101 perusahaan.

Pengukuran Variabel

Pengukuran *underpricing* dengan melihat besarnya *abnormal return* yaitu selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi dengan *return* ekspektasi. Model perhitungan *abnormal return* dengan menggunakan persamaan yang digunakan oleh Agarwal *et al.* (1993) yaitu dengan menggunakan *market adjusted abnormal return*. Metode ini digunakan karena melihat pasar modal di Indonesia yang tipis sangat dipengaruhi fenomena-fenomena ekonomi. Dengan mengestimasi *return* ekspektasi yang menggunakan *return* indeks pasar, maka *return* yang diharapkan akan terjadi diperhitungkan lebih tepat.

Langkah-langkah menghitung *abnormal return* :

a. Menghitung *return* yang terjadi

$$R_{it} = \frac{P_{it}}{P_{io}} - 1$$

R_{it} : total *return*

P_{it} : harga saham pada saat t

P_{io}: harga saham pada saat penawaran

b. Menghitung *return* pasar

$$R_{mt} = \frac{P_{mt}}{P_{io}} - 1$$

R_{mt} : total *return* pasar

P_{mt} : indeks pasar pada saat t

Pio : indeks pasar pada saat penawaran

c. Menghitung *market adjusted abnormal return*

$$AR_{it} = \left[\frac{(1 + Rit)}{(1 + Rmt)} \right] - 1 \times 100\%$$

AR_{it} = *market adjusted abnormal return*

Rit : total *return* saham

Rmt : total *return* pasar

Variabel Dependen

Abnormal Return (AR) digunakan sebagai variabel dependen dalam penelitian. Pengukuran variabel ini dengan menggunakan *return* hari pertama perdagangan. Untuk menentukan *return* ekspektasi dengan menggunakan metode *market adjusted abnormal return*. *Underpricing* terjadi jika *abnormal return* positif.

Variabel Independen

a. Standard Deviasi Return (SD)

Standard deviasi digunakan sebagai proksi ketidak-pastian akan nilai saham. Variabel ini dihitung dari volatilitas *return* saham yang diukur dari selisih harga perdana dengan harga penutupan, untuk hari pertama perdagangan sampai dengan hari ke sepuluh sesudah penawaran perdana. Semakin besar ketidak-pastian maka akan meningkatkan *underpricing* (Beatty dan Ritter, 1986).

b. Umur Perusahaan

Untuk memproksi ketidak-pastian nilai perusahaan maka diukur dengan menghitung berapa umur perusahaan yang akan melakukan penawaran umum perdana. Umur perusahaan diukur dari jumlah tahun kalender sejak mulai perusahaan berdiri sampai dengan perusahaan terdaftar di Bursa Efek Jakarta, dengan satuan ukuran tahun, dan untuk pengujiannya diubah kedalam logaritma. Semakin tua perusahaan dianggap tingkat ketidak-pastiannya rendah karena semakin banyak informasi yang dapat diperoleh oleh calon investor. Semakin tua perusahaan semakin rendah tingkat *underpricing*-nya (Alli *et al.*, 1994).

c. Waktu Penundaan (*Delay*)

Saham yang terjual lebih cepat memiliki *informed demand* yang tinggi, oleh karena itu diharapkan lebih *underpriced*. Sebaliknya saham yang terjual lebih lama memiliki *informed demand* yang rendah dan kurang diharapkan untuk *underpriced* (James *et al.*, 1995). *Informed demand* yang diukur dengan waktu antara registrasi prospektus dan tanggal listing (*delay*) berhubungan negatif dengan *underpricing*, semakin lama *delay* semakin rendah *underpricing*.

d. Reputasi Penjamin Emisi

Bisnis penjamin emisi merupakan bisnis kepercayaan. Penjamin emisi yang bereputasi berarti memiliki pelanggan yang banyak, karena pelanggan puas dengan kualitas jasa yang diberikan. Penjamin emisi yang bereputasi akan menurunkan tingkat *underpricing*. Variabel ini diukur dengan menghitung frekwensi penjamin emisi dalam melakukan perikatan dengan perusahaan sampel. Semakin sering perusahaan melakukan perikatan dianggap sebagai penjamin emisi yang bereputasi James *et al.* (1995).

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis pertama dilakukan untuk menguji ada tidaknya perbedaan tingkat *abnormal return* dengan menggunakan uji beda rata-rata. Hipotesis kedua diuji dengan menggunakan analisis regresi, untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap keempat variabel dependen. Persamaan yang digunakan sebagai berikut:

$$AR = \beta_0 + \beta_1 SD + \beta_2 Age + \beta_3 Delay + \beta_4 Unwriter + e$$

Keterangan:

AR	= <i>abnormal return</i>
β_0	= konstanta
$\beta_1 - \beta_4$	= koefisien regresi
SD	= standard deviasi <i>return</i> hari 1 sampai hari ke 10 setelah IPO
Age	= umur perusahaan (dalam tahun)
Delay	= waktu penundaan (dalam hari)
Underwriter	= reputasi penjamin emisi
e	= error

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Dari 104 emiten yang melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta, 3 emiten tidak dapat dipergunakan dalam penelitian ini. Jumlah sampel sebelum krisis moneter 49 emiten dan jumlah sampel selama krisis moneter 52 emiten

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif variabel *abnormal return* hari pertama sampai dengan hari kesepuluh adalah sebagai berikut:

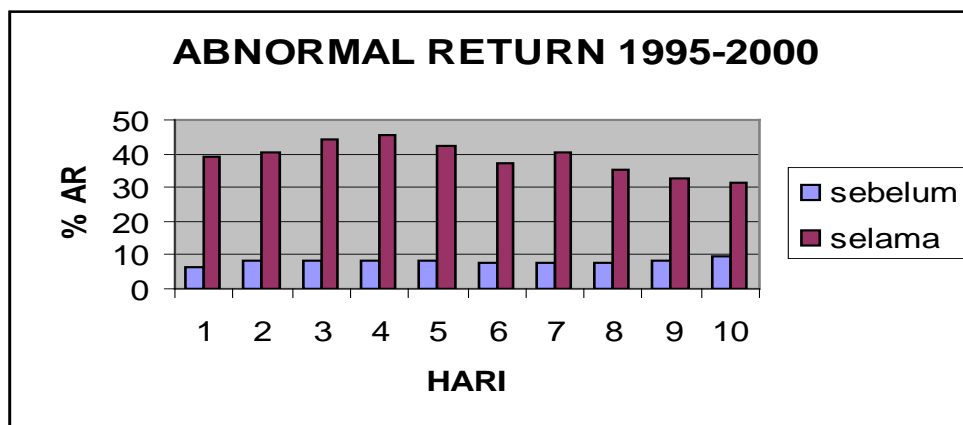
Tabel 1
Rata-Rata Abnormal Return Periode 1995-2000

	Mean sebelum krisis	Mean selama krisis
AR1	6.581	39.368
AR2	8.465	40.234
AR3	8.392	43.948
AR4	8.467	45.576
AR5	8.035	42.297
AR6	7.897	37.140
AR7	7.418	40.385
AR8	7.624	35.211
AR9	8.468	32.589
AR10	9.400	31.107

Tabel diatas menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* hari pertama sampai hari kesepuluh menunjukkan hasil yang positif, yang artinya dalam dua periode tersebut di pasar modal terjadi *underpricing*.

Untuk lebih jelasnya dapat dilihat dari gambar dibawah ini:

Gambar 1
Hasil Pengolahan Data



Dari analisis *Compare Means One Sampel Test* untuk variabel *Abnormal Return* (AR), diperoleh rata-rata AR untuk periode krisis moneter dari 49 emiten yang IPO di BEJ sebesar 6,58%, dan untuk periode selama krisis moneter dari 52 emiten sebesar 39,37%.

Keduanya signifikan dengan tingkat probabilitas 0,01. Hasil ini menunjukkan bahwa untuk dua periode tersebut terdapat AR yang positif, artinya dalam dua periode tersebut terjadi *underpricing*. Hasil ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Beaty dan Ritter (1986); Aggarwal *et al.* (1993); James (1995) bahwa di pasar modal terdapat *excess return* yang positif pada hari pertama, yang mengindikasikan adanya *underpricing* di pasar perdana. Penelitian pasar modal di Indonesia yang dilakukan Hanafi (1998) menemukan AR hari pertama sebesar 15,14% untuk periode 1989-1994, dan Wahyono (2001) yang meneliti pasar modal tahun 1994-1996 mendapatkan AR sebesar 5,08%.

Pengujian Asumsi Klasik

Penggunaan model regresi untuk mengestimasi parameter harus memenuhi beberapa persyaratan atau disebut dengan pengujian klasik (Gujarati,1995). Syarat yang harus dipenuhi antara lain: tidak terdapat *multikolinieritas*, tidak terdapat *autokorelasi* dan tidak terjadi *heteroskedastisitas*.

Uji Multikolinieritas

Jika diantara variabel-variabel independen yang digunakan sama sekali tidak berhubungan satu sama lain maka dapat dikatakan bahwa tidak terjadi multikolinieritas. Untuk menguji adanya multikolinieritas digunakan *Pearson Correlation*. Jika hubungan antar variabel independen tidak ada yang diatas 0,867, maka bisa dikatakan multikolinieritas yang terjadi tidak berbahaya atau lulus uji multikolinieritas.

Dari hasil uji *Pearson Correlation* semua variabel untuk periode sebelum krisis moneter maupun selama krisis moneter mempunyai nilai koefisien korelasi (r) dibawah 0,867, artinya tidak terjadi multikolinieritas untuk semua periode.

Uji Autokorelasi

Autokorelasi merupakan suatu keadaan dimana kesalahan pengganggu pada suatu kasus berkorelasi dengan kesalahan pengganggu pada kasus yang lain. Pengujian terhadap gejala autokorelasi dilakukan dengan menggunakan uji statistik *Durbin-Watson*, yaitu dengan membandingkan antara angka *Durbin-Watson* yang diperoleh dari hasil perhitungan analisis regresi dengan angka *Durbin-Watson* dalam tabel. Angka *Durbin-Watson* dalam tabel menunjukkan nilai distribusi antara batas bawah (d_1) dengan batas atas (d_u).

Untuk periode sebelum krisis moneter nilai D-W = 1.493, sedangkan nilai D-W pada tingkat signifikansi 0,01 adalah sebesar d_1 (1,20) dan d_u (1.54). Dengan demikian nilai D-W dalam penelitian ini untuk periode sebelum krisis terletak diantara d_u (1,20) dan d_1 (2,46) atau dapat ditulis $1,20 < 1.493 < 2,46$, artinya tidak menolak H_0 dengan kata lain tidak ada autokorelasi baik positif maupun negatif.

Untuk periode selama krisis moneter, nilai D-W = 2.380 Dengan demikian nilai D-W hitung terletak diantara nilai D-W tabel yaitu $1,20 < 2,380 < 2,46$ artinya tidak menolak H_0 atau dapat dikatakan tidak ada autokorelasi positif maupun negatif.

Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas adalah keadaan dimana kesalahan pengganggu mempunyai varians yang sama untuk semua observasi. Untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas dilakukan dengan cara uji Park. Dari hasil analisis menunjukkan bahwa semua variabel dependen tidak signifikan secara statistik baik untuk periode sebelum maupun selama krisis moneter. Berdasarkan uji Park kita dapat menyimpulkan bahwa tidak ada Heteroskedastisitas dalam kesalahan pengganggu (*residual*).

Pengujian Hipotesis Pertama

Untuk menguji perbedaan *abnormal return* (AR) di Bursa Efek Jakarta sebelum periode krisis moneter dan selama krisis moneter digunakan uji beda dua rata-rata dengan menggunakan *Independent Sample t-test* karena kasus terdiri dari dua sampel yang bebas satu sama lain dan populasi diketahui berdistribusi normal (Santoso,1999).

Dari penelitian di BEJ untuk periode sebelum dan selama krisis moneter menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum periode krisis lebih rendah dari periode selama krisis yaitu sebesar 6,58% untuk periode sebelum krisis dan 39,37% untuk periode selama krisis. Untuk menentukan apakah AR periode sebelum krisis berbeda secara signifikan dengan AR selama krisis maka dilakukan uji hipotesis terhadap varians kedua AR dengan menggunakan F test. Hipotesis nol (H_0) uji ini adalah kedua varians AR sama, sedangkan hipotesis alternatifnya (H_a) adalah kedua varians AR tidak sama. Hasil pengujian terhadap varian AR, dengan melihat tingkat signifikansi, apabila probabilitasnya kurang dari 0,05 maka H_0 ditolak yang berarti kedua varians benar-benar berbeda dan sebaliknya. Apabila kedua varians berbeda secara nyata, maka penggunaan varian untuk membandingkan rata-rata AR dipergunakan *t-test* dengan asumsi kedua varians tidak sama (*equal variances not assumed*). Tetapi jika hasil uji varians menunjukkan tidak adanya perbedaan AR untuk dua periode tersebut maka digunakan *t-test* dengan asumsi kedua varian sama (*equal variances assumed*). Hasil pengujian

varians dengan F-test menunjukkan hasil sebesar 29.211 dengan probabilitas 0,00. Karena probabilitas lebih kecil dari 0,05 maka H_0 ditolak, artinya kedua varians benar-benar berbeda. Berdasarkan hasil uji ini maka dalam melakukan uji beda rata-rata AR dengan menggunakan asumsi kedua varians tidak sama. Pengujian dilakukan dengan *t-test*, hipotesa nol (H_0) uji ini adalah kedua rata-rata AR adalah sama, sedangkan hipotesa alternatif (H_a) kedua rata-rata AR tidak sama. Hasil *t-test* adalah sebesar 3.849 dengan probabilitas 0,00. Karena probabilitas kurang dari 0,05 maka H_0 ditolak, atau kedua rata-rata AR sebelum dan selama krisis benar-benar berbeda, artinya AR periode sebelum krisis lebih rendah dari pada rata-rata AR selama krisis. Hasil pengujian ini sesuai dengan hipotesa yang diajukan

Pengujian Hipotesis 2.a

Pengujian hipotesis ini adalah untuk menguji secara parsial pengaruh SD, *Age*, *Delay* dan *Underwriter* terhadap *Abnormal Return* untuk periode sebelum krisis. Hasil pengujian menunjukkan bahwa untuk periode sebelum krisis, dari keempat variabel ternyata hanya variabel *Delay* yang signifikan pada tingkat probabilitas 0,05. Karena koefisiennya positif, jika *Delay* naik sebesar 1%, maka *abnormal return* akan naik sebesar 27,6%. Hasil penelitian ini sesuai dengan penemuan James dan How (1995), tetapi tidak sesuai dengan hipotesa yang diajukan. Semakin panjang waktu penundaan perusahaan terdaftar di BEJ, semakin besar tingkat *underpricing*. Hal tersebut berarti semakin banyak informasi yang diterima seorang investor dari prospektus yang dikeluarkan perusahaan, maka penjamin emisi dan perusahaan akan menentukan harga yang lebih rendah. Hal ini dimaksudkan agar investor yang mengetahui secara pasti risiko dan keuntungan yang akan diterima bersedia membeli.

Sedangkan variabel *Underwriter* signifikan pada tingkat probabilitas 0,1. Karena koefisien positif, hasil ini tidak sesuai dengan dugaan semula bahwa penjamin emisi yang bereputasi akan memperkecil tingkat *underpricing*. Keadaan ini dikarenakan di pasar modal Indonesia sebagian besar penjamin emisi menggunakan *full comitment*, sehingga untuk menghindari kerugian karena saham yang dipasarkan tidak laku maka penjamin emisi menetapkan harga yang rendah.

Dalam periode ini tidak berhasil menemukan hubungan antara *Abnormal Return* dengan SD dan *Age*. Hasil pengujian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Nurhidayati (1998), yang meneliti BEJ dalam periode 1995-1996. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa reputasi penjamin emisi dan umur perusahaan tidak menunjukkan hubungan yang signifikan dengan tingkat *Underpricing*.

Hasil pengujian pengaruh SD, *Age*, *Delay*, *Underwriter* dengan *Abnormal Return* untuk periode selama krisis moneter menunjukkan ada dua variabel yang signifikan yaitu SD dan

Age. Koefisien regresi untuk SD positif dan signifikan pada tingkat 0.01, artinya terdapat hubungan antara SD dengan *Abnormal Return* atau dapat dikatakan jika SD meningkat 1% maka *Abnormal Return* akan naik sebesar 31%. Hasil pengujian SD mendukung penelitian Ritter (1984), Beaty & Ritter (1986), Alli *et al.* (1994), dan James *et al.* (1995), yang menemukan bukti adanya hubungan yang positif antara *underpricing* dan ketidakpastian (*ex-ante uncertainty*). Semakin tinggi standar deviasi menunjukkan adanya ketidak-pastian yang tinggi yang tercermin dengan adanya *abnormal return* yang tinggi.

Variabel *Age* ternyata berpengaruh secara signifikan terhadap *Abnormal return* dengan koefisien regresinya negatif. Artinya, semakin besar *Age* maka *Abnormal Return* akan semakin berkurang, atau dapat dikatakan jika *Age* naik satu satuan maka akan menurunkan *Abnormal return* sebesar 49.48%. Penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Alli *et al.* (1994) yang menyebutkan bahwa perusahaan yang memiliki umur lebih tua memiliki informasi yang lebih lengkap untuk disampaikan kepada investor, dan konsekuensinya akan memperkecil tingkat ketidak-pastian, yang pada akhirnya tingkat *underpricing*-nya lebih rendah.

Variabel *Delay* dengan koefisien regresi positif tetapi tidak signifikan, artinya tidak terdapat pengaruh antara *Delay* dan *Abnormal return*. Secara tidak langsung *delay* yang positif menyatakan bahwa IPO dengan permintaan yang didasari informasi yang jangka waktunya lebih lama maka *underpriced*-nya lebih tinggi. Hasil ini sesuai dengan penelitian James *et al.* (1995) dan menentang penelitian Taylor & Walter (1990) yang mengimplikasikan *Winner's Curse* model dari Rock, sehingga dari penelitian ini dapat kita katakan bahwa *Winers's Curse* model ternyata tidak memerankan peran yang penting di Bursa Efek Jakarta.

Sedangkan variabel *Underwriter* mempunyai koefisien regresi negatif tetapi tidak signifikan. Sesuai dugaan semula bahwa penjamin emisi yang bereputasi tinggi akan menurunkan tingkat *underpricing*, artinya semakin tinggi frekwensi perikatan yang dilakukan penjamin emisi maka akan menurunkan *abnormal return*. Variabel reputasi penjamin emisi yang diproksi dengan jumlah frekuensi perikatan yang dilakukan penjamin emisi dalam sampel menunjukkan bahwa semakin banyak perusahaan memiliki pelanggan maka penjamin emisinya dianggap lebih berkualitas, sehingga tingkat ketidak-pastiannya rendah.

Pengujian Hipotesis 2.b

Hasil pengujian secara serempak pengaruh SD, *Age*, *Delay*, *Underwriter* terhadap *Abnormal Return* untuk periode sebelum krisis moneter menunjukkan bahwa untuk periode sebelum krisis moneter, analisis regresi menunjukkan angka F sebesar 2.729 dan signifikan pada tingkat probabilitas 0,05. Artinya, semua variabel yang digunakan dalam

penelitian ini secara serempak dapat menunjukkan pengaruhnya. Dilihat dari nilai *R Square* sebesar 0.21, ini berarti 21% nilai *Abnormal Return* dapat dijelaskan oleh variabel *SD, Age, Delay* dan *Underwriter*.

Sementara itu, hasil pengujian secara serempak pengaruh *SD, Age, Delay* dan *Underwriter* terhadap *Abnormal Return* dalam periode selama krisis moneter menunjukkan angka *R Square* sebesar 0,47, artinya 47 % variabel *Abnormal return* dapat dijelaskan oleh *SD, Age, Delay* dan *Underwriter*. Dari uji ANOVA atau F test, didapat F hitung sebesar 10.207 dengan tingkat signifikansi 0.00. Karena probabilitas 0.00 jauh lebih kecil dari 0,05, maka model regresi dapat dipakai untuk memprediksi *Abnormal Return*, atau dapat dikatakan secara serempak variabel *SD, Age, Delay* dan *Underwriter* mempunyai pengaruh terhadap *Abnormal Return*.

Pengujian Hipotesis 2.c

Untuk menguji perbedaan variabel bebas yaitu *SD, Age, Delay* dan *Underwriter* antara periode sebelum dan selama krisis moneter, digunakan *independent sample t-test*. Hasilnya ditunjukkan pada tabel dibawah ini.

Tabel 2
Hasil Uji Perbedaan Rata-Rata Variabel Bebas

	Mean sebelum krisis	Mean selama krisis	<i>t</i>
SD	3.75	14.69	3.362*
AGE	1.12	1.09	-0.637
DELAY	1.49	1.41	-2.450**
UWRITER	2.80	4.54	2.669*

*Signifikan pada tingkat probabilitas 0,01

** Signifikan pada tingkat probabilitas 0,05

Hasil pengujian menunjukkan bahwa rata-rata *SD* sebelum krisis moneter secara signifikan lebih kecil dari pada rata-rata *SD* selama krisis moneter dengan asumsi varians sama, yang ditunjukkan dengan nilai rata-rata sebelum krisis sebesar 3.75 dan rata-rata selama krisis 14.69, dengan tingkat signifikansi 0,01. Hal ini menunjukkan bahwa ketidak-pastian nilai saham pada periode selama krisis moneter lebih tinggi. Hal ini memperkuat hipotesa pertama bahwa ketidak-pastian yang tinggi selama periode krisis akan mengakibatkan tingginya tingkat *underpricing*. Rata-rata usia sebelum krisis 1.12% atau 16 tahun dan selama krisis 1.09% atau 16 tahun. Sedangkan variabel *Delay* menunjukkan perbedaan rata-rata yang signifikan untuk dua periode yang berbeda dengan asumsi varian tidak sama, yaitu rata-rata 1.49 (34 hari) dan 1.41 (31 hari). Hasil ini juga mendukung hipotesa pertama bahwa semakin lama waktu penundaan maka

tingkat *underpricing* semakin kecil. Sementara variabel *Underwriter* menunjukkan perbedaan yang signifikan antara periode sebelum krisis dan selama krisis dengan asumsi varian sama yaitu untuk periode sebelum krisis lebih kecil frekwensinya dari pada selama krisis.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pengujian dapat diambil beberapa kesimpulan. Pada periode sebelum dan selama krisis moneter terjadi *underpricing* yang ditandai dengan rata-rata *abnormal return* hari pertama positif dan signifikan. Perhitungan *return* yang diharapkan dengan menggunakan metode *market adjusted abnormal return* menghasilkan rata-rata *abnormal return* yang berbeda antara periode sebelum dan selama krisis moneter, yaitu rata-rata pada periode sebelum krisis lebih rendah dibandingkan dengan rata-rata selama krisis moneter.

Dari faktor-faktor yang diperkirakan berhubungan dan mempengaruhi besarnya AR untuk periode sebelum dan selama krisis moneter, ditemukan bahwa secara parsial *Delay* atau waktu antara tanggal terbitnya prospektus dan tanggal *listing* saham di BEJ berhubungan secara positif dan signifikan. Hasil koefisien regresi ini berlawanan dengan dugaan semula variabel lain yang diperkirakan mempengaruhi AR adalah *underwriter*, dengan hasil positif dan signifikan. Hasil ini juga berlawanan dengan dugaan semula, artinya semakin tinggi reputasi penjamin emisi semakin tinggi tingkat AR, sehingga dapat disimpulkan bahwa pada penawaran umum perdana periode sebelum krisis moneter terjadi penekanan dari pihak penjamin emisi terhadap penetapan harga yang *underpriced*, yang disebabkan penjamin emisi lebih banyak menggunakan sistem *full comitmen* untuk menghindari risiko kerugian dipihak penjamin emisi.

Untuk periode selama krisis moneter variabel yang diperkirakan mempengaruhi tingkat AR secara parsial adalah SD dan *Age*. Hal ini sesuai dengan dugaan semula, yaitu standar deviasi yang tinggi mencerminkan tingkat ketidak-pastian nilai saham yang semakin besar, yang pada akhirnya akan meningkatkan *underpricing* atau ditunjukkan dengan *abnormal return* yang tinggi. Variabel *Age* menunjukkan nilai negatif dan signifikan, yang berarti semakin tua umur perusahaan maka semakin banyak informasi yang diterima investor, yang berarti tingkat ketidak-pastian akan nilai perusahaan semakin kecil.

Pengujian secara serempak untuk periode sebelum dan selama krisis moneter menunjukkan hasil yang signifikan yang berarti semua variabel yang digunakan dalam penelitian secara bersama-sama berpengaruh terhadap tingkat *abnormal return*.

Pengujian perbedaan variabel bebas untuk periode sebelum dan selama krisis moneter menunjukkan bahwa SD dan *Underwriter* mempunyai perbedaan yang signifikan, yaitu

rata-rata SD sebelum krisis moneter lebih rendah dari pada rata-rata SD selama krisis moneter. Begitu pula rata-rata frekwensi penjamin emisi lebih rendah untuk periode sebelum krisis dari pada selama krisis.

Penelitian ini memberikan tambahan bukti empiris mengenai fenomena *underpricing* dipasar perdana, dimana tingkat *underpricing* untuk periode sebelum krisis moneter lebih rendah jika dibandingkan dengan periode selama krisis moneter. Hal ini menggambarkan penjamin emisi dan emiten pada periode selama krisis moneter berusaha untuk menentukan harga yang lebih rendah dengan maksud untuk menarik investor agar menanamkan dananya di pasar modal.

DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, R.; Leal R. dan Hurnandez L. 1993. The After Market Performance of Initial Public Offering in Latin America. *Financial Management* 22: 42-53.
- Alli, K.; You J. dan Young K. 1994. The Underpricing of IPOs of Financial Institutions. *Journal of Business Finance & Accounting*: 1013-1030.
- Beatty, R. P. 1989. Auditor Reputation and Pricing of Initial Public Offering. *The Accounting Review*: 693-709.
- Beatty, R. P. dan Ritter J. 1986. Investment Banking, Reputation, and The Underpricing of Initial Public Offering. *Journal of Financial Economic* 15: 500-519.
- Brealey, R. A.; Myers S. C. and Marcus A. J. 2001. *Fundamental of Corporate Finance*. Third Edition. Mc Graw-Hill. New York.
- Cheung, C. S. dan Krinsky I. 1994. Information Asymetry and The Underpricing of Initial Public Offering: Further Empirical Evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*: 739-747.
- Gujarati, D. 1999. *Essentials of Econometrics*. Second Edition. Mc Graw-Hill Book Co. Singapore.
- Hanafi, M. 1998. Efisiensi Emisi saham Baru di Bursa Efek Jakarta (1989-1994). *Kelola* 17: 88-105.
- Hanafi, M. dan Husnan. 1991. Perilaku Harga Saham di Pasar Perdana: Pengamatan di Bursa Efek Jakarta selama 1990. *Usahawan* 11: 12-15.

- Ibbotson, R. G.; Sindelar J. dan Ritter J. R. 1999. Initial Public Offering. *The New Corporate Finance Where Theory Meets Practice*: 328-336.
- James, K. E.; How J. C. Y. dan Izan H. Y. 1995. An Analysis of The Pricing Processes of Australian Unit Trust IPOs. *Pasific-Basin Finance Journal*: 285-301.
- Kunz, R. M. dan Aggarwal R. 1994. Why Initial Public Offering are Underpriced: Evidence from Switzerland. *Journal of Banking and Finance*: 705-723.
- McGuinness, P. 1992. An Examanation of The Underpricing of Initial Public Offering in Hongkong:1980-90. *Journal of Business Finance & Accounting*: 165-187.
- Prastiwi, A. 2000. *Analisis Kinerja Surat Berharga Setelah Penawaran Perdana (IPO) di Indonesia*. Tesis S2. Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta
- Ritter, J. R. 1984. The 'Hot Issue' Market of 1980. *Journal of Business* 57: 215-240.
- Wahyono, R. 2001. *Analisis Abnormal Return Emisi Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta Tahun 1994-1996*. Tesis S2: Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta