

**ANALISIS HUBUNGAN ANTARA KUALITAS PENJAMIN EMISI DAN TINGKAT
UNDERPRICING PADA PERUSAHAAN YANG BARU GO PUBLIC
DI BURSA EFEK JAKARTA**

SKRIPSI



MILIK PERPUSTAKAAN
UNIVERSITAS JEMBER



Asal	Budiah Pembelian	658.15
Tgl	19 SEP 2000	1MN
No. Induk	1022941	a

Oleh :

Nurimama Farida Imna

NIM : 960810201225

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS JEMBER
2000**

JUDUL SKRIPSI

ANALISIS HUBUNGAN ANTARA KUALITAS PENJAMIN EMISI DAN TINGKAT UNDERPRICING
PADA PERUSAHAAN YANG BARU GO PUBLIC DI BURSA EFEK JAKARTA

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

N a m a : Nurimama Farida Imna

N. I. M. : 960810201225

Jurusan : Manajemen

telah dipertahankan di depan Panitia Penguji pada tanggal :

14 AUG 2000

dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima sebagai kelengkapan guna memperoleh gelar **S a r j a n a** dalam Ilmu Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Jember.

Susunan Panitia Penguji

Ketua,

Dra. Diah Yulisetiari, M.Si.

NIP. 131 624 474

Sekretaris,

Drs. Kamarul Imam, M.Sc.

NIP. 130 935 419

Anggota,

Tatang Ari G., MBuss. Ph.D.

NIP. 131 960 488

Mengetahui/Menyetujui

Universitas Jember

Fakultas Ekonomi

Dekan,



Drs. H. Sukusni, M.Sc.

NIP. 130 350 764



TANDA PERSETUJUAN

Judul Skripsi : Analisis Hubungan Antara Kualitas Penjamin Emisi Dan
Tingkat *Underpricing* Pada Perusahaan Yang Baru *Go
Public* di Bursa Efek Jakarta

Nama Mahasiswa : Nurimama Farida Imna

NIM : 960810201225

Jurusan : Manajemen

Konsentrasi : Keuangan

Pembimbing I



Drs. Tatang Ary G., MBuss. Ph.D
NIP: 131 960 488

Pembimbing II



Tatok Endiarto SE, MSi
NIP: 131 832 339

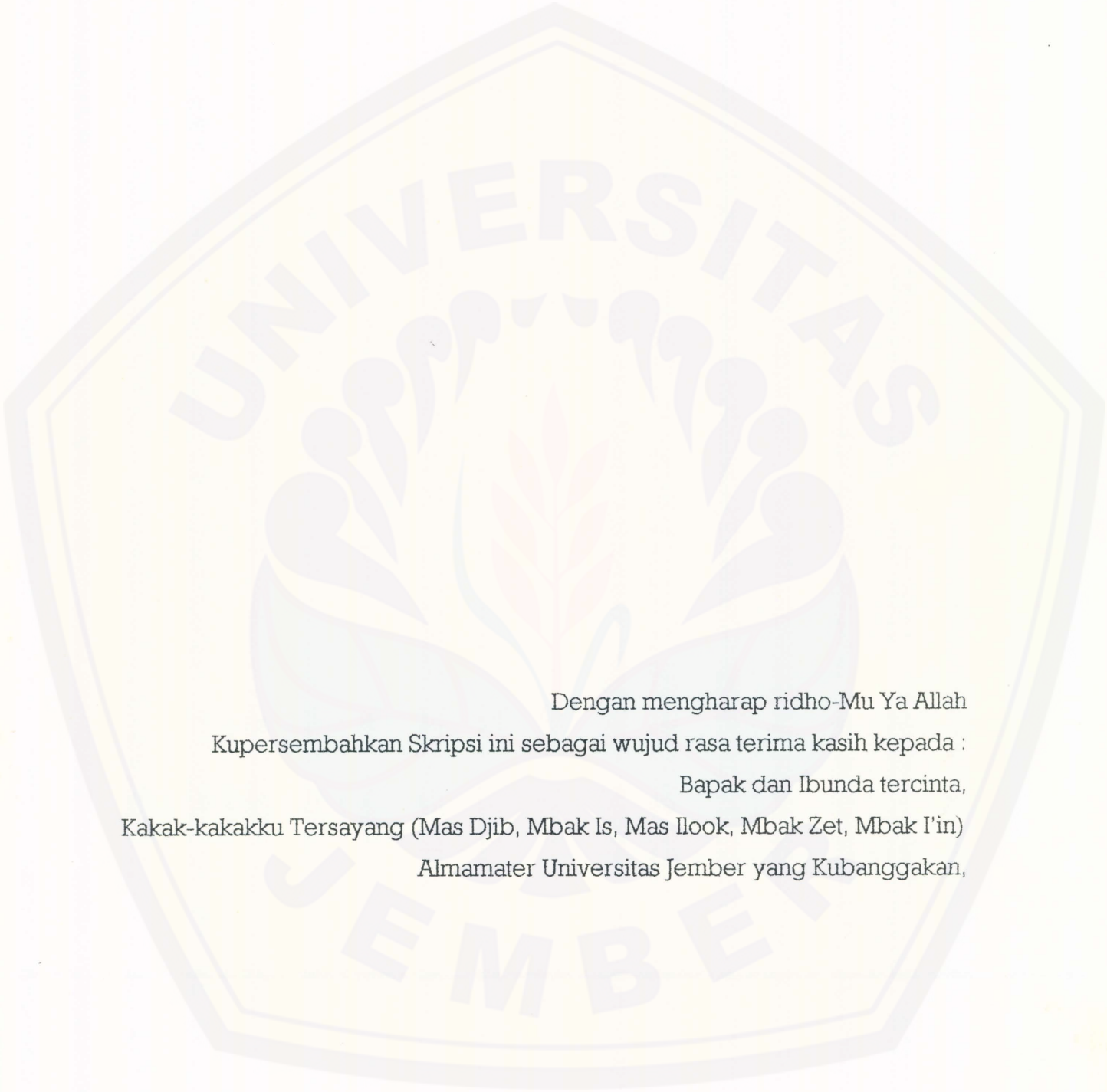
Ketua Jurusan



Drs. Abdul Halim
NIP: 130 674 838

Tanggal persetujuan : 07 Agustus 2000

LEMBAR PERSEMBAHAN



Dengan mengharap ridho-Mu Ya Allah
Kupersembahkan Skripsi ini sebagai wujud rasa terima kasih kepada :
Bapak dan Ibunda tercinta,
Kakak-kakakku Tersayang (Mas Djib, Mbak Is, Mas Ilook, Mbak Zet, Mbak I'in)
Almamater Universitas Jember yang Kubanggakan,

MOTTO :

"Sesungguhnya manusia yang terbaik adalah mukmin yang berilmu, jika diperlukan dia berguna, tapi jika tidak diperlukan maka dia dapat mengurus dirinya sendiri".

(Al Hadist, Riwayat Al Baihaqi)

"Lakukanlah segala sesuatunya dengan tulus ikhlas dan sabar, tanpa terpaksa dan amarah. Insya Allah... semuanya akan membawa hikmah".

Maka,...

"Yakinlah bahwa tidak ada usaha yang sia-sia".

(NIAR : 2000)

ABSTRAKSI

Fenomena *underpricing* pada pasar perdana masih terjadi di pasar modal Indonesia. Permasalahan ini sangat terkait dengan penentuan harga pada saat proses IPO. Penjamin emisi sebagai lembaga penunjang pasar modal sangat berkompeten dalam proses IPO. Penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan antara kualitas penjamin emisi dan tingkat *underpricing* yang terjadi pada perusahaan yang baru *go public* di Bursa Efek Jakarta, sebanyak 36 perusahaan IPO. Penelitian ini dilakukan selama tahun 1995 dan 1996.

Untuk mengetahui sejauh mana hubungan yang terjadi antara kualitas penjamin emisi dan tingkat *underpricing* digunakan metode kuantitatif dengan perhitungan *initial return* (dengan dan tanpa memperhitungkan resiko pasar yang diukur dengan IHSG). Metode ini didasarkan pada koefisien korelasi sehingga penelitian ini dirancang dengan menggunakan rancangan penelitian korelasional. Sedangkan penentuan kualitas penjamin emisi yang berkualitas, didasarkan pada banyaknya jumlah perusahaan yang dijamin dan total *fee* yang diperoleh (dengan peringkat sepuluh besar dan tiga besar).

Hasil dari analisis data menunjukkan bahwa kualitas penjamin emisi berhubungan positif dengan tingkat *initial return* dan signifikan pada tingkat 5 % atau $p < 0,05$. Secara rata-rata *initial return* yang diperoleh investor pada penutupan hari pertama perdagangan adalah positif. Hal ini dijelaskan dengan rata-rata harga penawaran yang lebih kecil dibanding harga penutupan hari pertama perdagangan.

Dari hasil analisis yang telah dilakukan, dapat diambil kesimpulan bahwa penjamin emisi berhubungan positif dan signifikan dengan tingkat *initial return*. Hal ini berarti bahwa hasil yang ditunjukkan berlawanan arah dengan hipotesis yang diajukan. Ini mengindikasikan bahwa apabila penjamin emisi kualitasnya semakin baik belum tentu akan diperoleh IR yang rendah. Terbukti dengan rata-rata IR yang diperoleh investor berdasar jumlah perusahaan dan total *fee* (dari kategori peringkat tiga besar). Selain itu dapat disimpulkan bahwa pemeringkatan kualitas penjamin emisi dengan IR berdasar peringkat lima besar hasilnya lebih relevan dibanding pemeringkatan berdasar tiga besar.

Kata kunci: IPO, Kualitas Penjamin Emisi, *Initial Return*.

KATA PENGANTAR

Bismillahirrahmaanirrohim

Assalamu'alaikum warahmatullahi wabarakatuh

Dengan mengucapkan puji syukur kehadirat Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat, taufiq serta hidayah-Nya kepada penulis sehingga dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul : "ANALISIS HUBUNGAN ANTARA KUALITAS PENJAMIN EMISI DAN TINGKAT *UNDERPRICING* PADA PERUSAHAAN YANG BARU *GO PUBLIC* DI BURSA EFEK JAKARTA".

Pada penelitian ini, dalam memperoleh data yang diperlukan agar sesuai dengan tujuan yang diinginkan hingga tersusunnya skripsi ini penulis mendapat bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu pada kesempatan ini penulis menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada yang terhormat :

1. Bapak Drs. H. Sukusni, MSc. selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Jember.
2. Bapak Drs. Abdul Halim selaku Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Jember.
3. Bapak Drs. Tatang Ary G., Mbuss, Ph.D. selaku Dosen Pembimbing I, yang telah meluangkan banyak waktu dan pikiran untuk membimbing hingga terselesaikannya skripsi ini.
4. Bapak Tatok Endiarto, SE, MSi. selaku Dosen Pembimbing II, yang telah memberi saran dan bimbingan dalam perbaikan skripsi ini.
5. Bapak dan Ibu Dosen serta karyawan Fakultas Ekonomi Universitas Jember.
6. Bapak dan Ibu tercinta, atas do'a restu, kasih sayang, dan segalanya yang telah penulis dapatkan selama ini.

7. Kakak-kakakku tersayang, "*Thank's for Everything*", serta buat sikecil semuanya ... "*I love You all*".
8. Arif Rahman Saputro (Mas Ayip), atas kesabaran, perhatian, dan kasih sayang serta motivasinya buat penulis selama ini.
9. Teman-teman (*Management Ganjil Community '96*) MAGIC '96 makasih buat kekompakan dan kesetiiaanya.
10. Teman-teman di Himpunan Mahasiswa Islam (HMI) Komisariat Ekonomi Unej. Tempat aku menempa diri, Yakin Usaha Sampai.
11. Sahabat-sahabat terbaikku Nike, Yuni, Dydi, Wati, Lilis, Iche, Chenile, Yanti, Epha, dik Umi, dik tiek's dan semuanya yang tidak bisa disebut satu persatu di sini, makasih buat kebersamaan dan keceriaannya, serta buat temen-temen Jawa IVB / 2 Jember makasih buat kerjasamanya selama ini.
12. Teman-teman Kalimantan: 77 Jember, Didok, Ila, Nova, Abdi, juga Boni makasih buat persaudaraan dan kerjasamanya.

Akhirnya semoga amal dan kebaikan yang telah diberikan kepada penulis akan mendapatkan limpahan pahala yang lebih besar dari Allah SWT. Penulis sangat menyadari bahwa tidak ada satupun karya manusia yang sempurna, begitu juga dengan skripsi ini yang tidak luput dari kekurangan. Oleh karena itu kritik dan saran yang sifatnya membangun sangat penulis harapkan agar skripsi ini lebih baik lagi. Semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi kita semua.

Wassalamu'alaikum Warahmatullahi Wabarakatuh

Jember, 07 Agustus 2000

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGESAHAN	ii
HALAMAN PERSETUJUAN.....	iii
HALAMAN PERSEMBAHAN	iv
HALAMAN MOTTO	v
ABSTRAKSI	vi
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiii
I. PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Pokok Permasalahan.....	7
1.3 Tujuan Penelitian	8
1.4 Kegunaan Penelitian.....	8
1.5 Hipotesis	9
II. TINJAUAN PUSTAKA	
2.1 Tinjauan Hasil Penelitian Sebelumnya.....	10
2.2 Landasan Teori.....	13
III . METODE PENELITIAN	
3.1 Rancangan Penelitian.....	24
3.2 Populasi dan Sampel Penelitian	24
3.3 Prosedur Pengumpulan Data	25
3.4 Definisi Variabel Operasional dan Pengukurannya	25
3.5 Metode Analisis	27

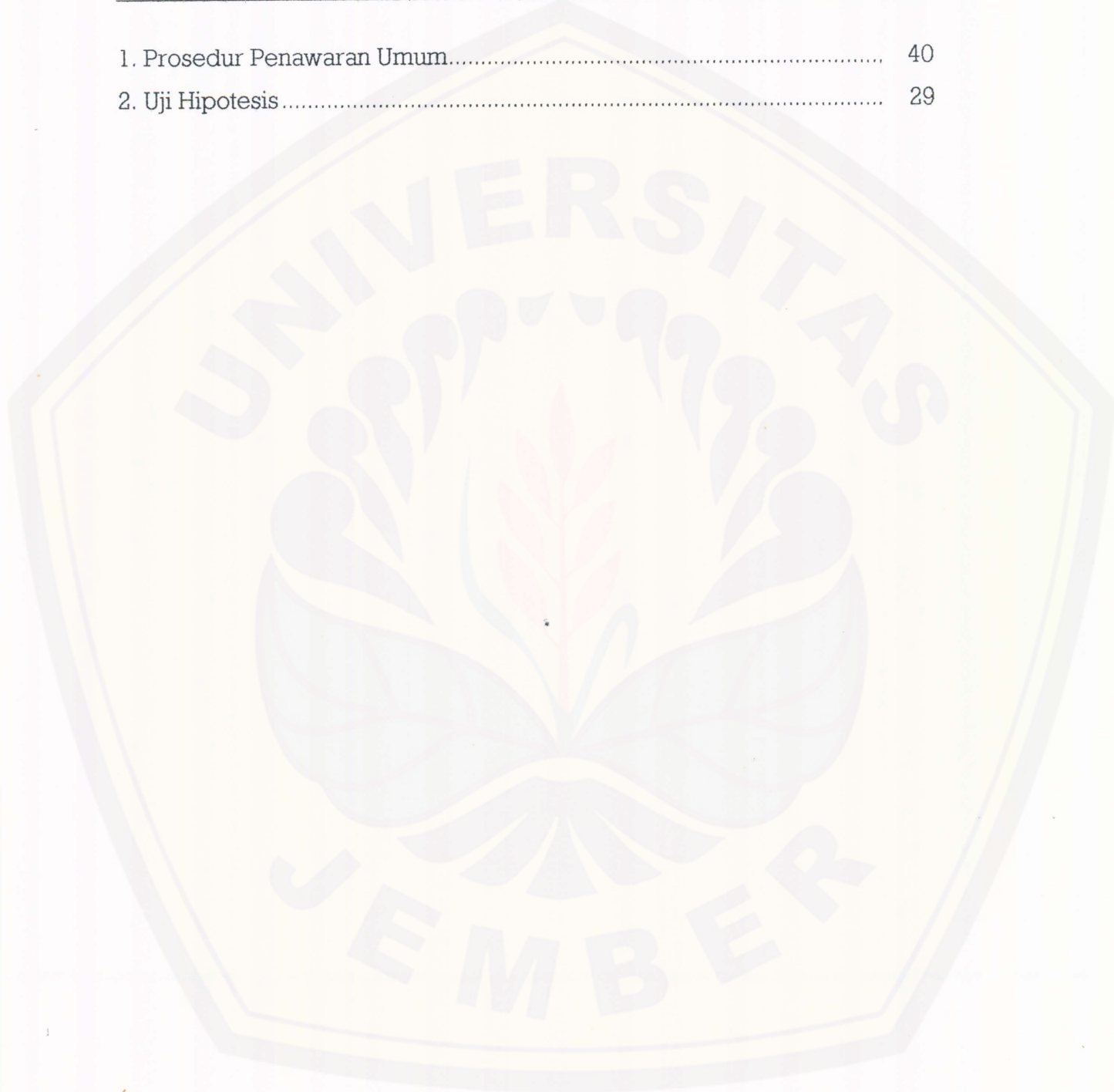
BAB IV . HASIL DAN PEMBAHASAN	
4.1	Gambaran Umum Bursa Efek Jakarta..... 30
4.2	Analisa Data 45
4.3	Pembahasan 51
BAB V . SIMPULAN DAN SARAN	
5.1	Simpulan 53
5.2	Saran..... 54
DAFTAR PUSTAKA 55	
LAMPIRAN..... 57	

DAFTAR TABEL

NO. Tabel	Judul	Halaman
4.1	Statistik Deskriptif dan Perkembangan Perusahaan yang <i>Go Public</i> di BEJ Tahun 1987 -1998.....	31
4.2	Perkembangan Jumlah IPO di BEJ, tahun 1992 – 1996.....	34
4.3	Indikator Kemajuan Bursa Efek Jakarta.....	37
4.4	Perkembangan Nilai dan Volume Perdagangan di Bursa Efek Jakarta Sejak Tahun 1989.....	38
4.5	Gambaran Umum Sampel Penelitian (n = 36).....	40
4.6	Sampel Perusahaan (IPO) dan Jenis Industrinya.....	42
4.7	Klasifikasi Perusahaan yang <i>GO Public</i> tahun 1995 dan 1996 Berdasarkan Jenis Industrinya.....	43
4.8	Statistik Deskriptif Harga Saham Perusahaan IPO di BEJ tahun 1995 dan 1996.....	44
4.9	Statistik Deskriptif Harga dan Nilai IPO.....	45
4.10	Statistik Deskriptif <i>Initial Return</i>	46
4.11	Hasil Perhitungan Rata-rata IR dengan Melihat Kualitas Penjamin Emisi.....	48
4.12	Matriks Korelasi Pearson.....	50
4.13	Gambaran Uji Hipotesis.....	52
4.14	Koefisien regresi.....	53

DAFTAR GAMBAR

NO. Gambar	Judul	Halaman
1.	Prosedur Penawaran Umum.....	40
2.	Uji Hipotesis.....	29



DAFTAR LAMPIRAN

NO. Lampiran	Judul	Halaman
1.	Perhitungan <i>Initial Return</i> , tahun 1995	58
2.	Perhitungan <i>Initial Return</i> , tahun 1996.....	59
3.	Perhitungan Rata-rata <i>Initial Return</i> , tahun 1995 -1996	60
4.	Data Perusahaan Penjamin Emisi Pada Perusahaan yang Baru <i>Go Public</i> tahun 1995 – 1996 *)	62
5.	Data perusahaan IPO dan Kode Penjamin emisi tahun 1995 - 1996.....	63
6.	Statistik Deskriptif Harga dan Nilai IPO (<i>out put</i>) SPSS tahun 1995 – 1996	64
7.	Statistik Deskriptif <i>Initial Return</i> (<i>out put</i>) SPSS	65
8.	Hasil perhitungan Koefisien Korelasi dengan SPSS.....	66
9.	Perhitungan t hitung.....	67
10.	Hasil Perhitungan Koefisien Regresi Sederhana dengan SPSS	70

I. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Fenomena *global linkage* (hubungan sedunia) jelas tidak dapat dihindari sebab para pelaku bisnis sangat ingin mengoptimalkan pasar luar negeri di samping pasar domestiknya. Persaingan yang semakin ketat akan membuat para pelaku bisnis semakin kuat. Perusahaan-perusahaan pun akan tetap mempertahankan bisnisnya seoptimal mungkin. Persoalan yang hampir sama dialami oleh banyak perusahaan yang ingin mengembangkan usahanya adalah pada keterbatasan sumber dana bagi pembiayaan usaha tersebut. Sebenarnya sumber pembiayaan usaha itu ada dua, yaitu sumber intern dan sumber ekstern. Sumber intern (*internal financing*) dapat berupa akumulasi depresiasi ataupun cadangan (*retained earning*). Adapun sumber ekstern (*external financing*) bisa dalam bentuk pinjaman/utang dan peningkatan modal sendiri.

Penentuan alternatif sumber pembiayaan dari mana yang akan dipilih harus didasarkan pada total biaya yang ditimbulkan oleh penggunaan sumber itu. Bila biaya dari penggunaan sumber intern lebih murah daripada sumber ekstern maka pilihlah sumber intern tersebut, dan sebaliknya. Segala macam usaha itu pasti ada resikonya, akan tetapi juga akan memperoleh keuntungan. Dalam menentukan usaha hendaknya yang dapat memberikan hasil (keuntungan) yang lebih besar di banding resiko yang muncul. Sebab sering dijumpai bahwa kegiatan usaha perusahaan yang cukup besar yang memerlukan biaya investasi yang besar tidak dapat dijalankan hanya karena biaya dari sumber internal tidak mencukupi. Ini berarti harapan pembiayaan tertumpu pada sumber ekstern agar usaha tersebut dapat dijalankan. Pembiayaan melalui pinjaman atau meningkatkan modal sendiri akan memberikan peluang untuk merealisasikan kesempatan investasi yang

berpeluang besar menghasilkan keuntungan di tengah keterbatasan modal sendiri. Yang paling penting, per definisi, pilih komposisi antara hutang dengan modal yang memberikan *return on equity* tertinggi. Atau pilih struktur modal yang menghasilkan *cost of capital* terendah. Dengan kata lain, silahkan perusahaan menarik pinjaman dari pasar uang asalkan biaya modal usaha tetap rendah. Sebab penggunaan pinjaman bank, sampai pada titik tertentu yang melewati batas optimal justru dapat menjadi beban perusahaan, yaitu terganggunya *cash flow* karena beban pembayaran biaya dan angsuran pinjaman yang berlebihan. Bila pembiayaan ditetapkan dengan peningkatan modal sendiri maka perusahaan dapat menggunakan pasar modal untuk menjual sahamnya kepada masyarakat luas dengan melakukan penawaran umum (*initial public offering*) melalui mekanisme *go public* (bagi yang akan *listed*) atau melalui *right issue* (bagi yang sudah *listed*). Sebab alternatif pembiayaan melalui pasar modal, masyarakat akan memperoleh dana murah (tidak perlu membayar bunga) seperti pada bank.

Penawaran umum perdana (*Initial Public Offering* atau IPO) adalah kegiatan penawaran efek yang pertama kali dilakukan oleh perusahaan (emiten) untuk menjual efek kepada masyarakat di pasar modal. IPO merupakan suatu proses yang harus dilalui oleh sebuah perusahaan dalam rangka *going public* dan menjadi *public company*. Artinya, sebelum menjadi *public company* sebuah perusahaan harus lebih dahulu melakukan IPO untuk memperoleh modal, karena *go public* merupakan salah satu alternatif sumber pendanaan melalui peningkatan ekuitas perusahaan dengan cara menawarkan saham kepada masyarakat.

Selain untuk meningkatkan ekuitas perusahaan ada beberapa alasan lain mengapa perusahaan melakukan *go public*, antara lain:

1. Memungkinkan pihak perusahaan untuk melakukan diversifikasi usaha. Para pemilik saham lama akan berkesempatan memperoleh keuntungan (*gain*) apabila harganya lebih tinggi di banding nilai dasarnya.
2. Mempermudah untuk ekspansi. Ini bisa dilakukan apabila saham yang dimiliki oleh perusahaan tersebut bersifat likuid untuk kemudian diajukan sebagai agunan kredit dalam pembayaran pengambil-alihan perusahaan lain.
3. Nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang telah *listed* di pasar modal akan tercermin pada harga sahamnya. Kinerja usaha yang baik dan memiliki prospek bagus di masa depan maka sentimen pasar akan membentuk *image* pasar positif dan harga sahamnya akan naik.

Kunci sukses pada saat penawaran umum perdana ditentukan antara lain oleh tingkat kompetitif produk yang dihasilkan emiten, kinerja keuangannya bagus, tim manajemennya solid dan sistem manajemennya baik, berorientasi ke perolehan modal jangka panjang, mempunyai potensi untuk terus bertumbuh dan berkembang, harga IPO yang wajar, dan memilih penjamin emisi yang tepat (Maxi Ali, 1995:60).

Beberapa pihak yang terlibat dalam proses penawaran umum saham perdana antara lain lembaga penunjang (Lembaga kliring dan Penjaminan atau LKP serta Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian atau LPP), profesional penunjang (yang terdiri dari: notaris, akuntan publik, konsultan hukum, *guarantor*) dan juga *underwriter*. Salah satu profesional penunjang yang memegang peranan penting dalam penawaran umum adalah *underwriter*. Penjamin emisi (*underwriter*) membantu perusahaan dalam proses *go public*, mereka memberi nasehat serta hal-hal yang perlu diperhatikan oleh emiten serta bagaimana dan kapan melakukan penawaran umum. Peran penjamin

emisi ini juga mulai dari menentukan harga perdana hingga memasarkan efek yang ditawarkan kepada calon investor. Meski ada profesi penunjang, lolos tidaknya calon emiten menjadi perusahaan publik sangat ditentukan oleh kualitas penjamin. Perusahaan penjamin ikut menentukan harga dan jumlah saham untuk emisi saham perdana. Jumlah dan harga saham mencerminkan kinerja fundamental, prospek, dan resiko perusahaan publik.

Penetapan harga saham perdana pada IPO atau saat *go public* sangat sulit, karena tidak ada harga pasar sebelumnya yang pasti untuk digunakan sebagai patokan penetapan penawaran. Selain itu kebanyakan dari perusahaan yang akan *go public* mempunyai sedikit atau malahan tidak ada pengalaman terhadap harga ini. Di samping itu, permintaan dan penawaran merupakan fakta-fakta yang seringkali muncul serta tidak ada ketentuan umum sebagai pedoman penetapan harga perdana. Meskipun sejumlah penelitian mencoba menemukan kesalahan penetapan harga perdana, dalam banyak kasus ditemukan bahwa harga saham perdana di bawah harga pasar (*underpriced*), yang pada gilirannya investor tertarik untuk membeli, dampaknya harga saham akhirnya naik dan menguat pada suatu titik keseimbangan tertentu antara kekuatan permintaan dan penawaran. Sehingga pihak penjamin emisi harus menjadi motor penggerak dalam menentukan harga saham pasar perdana karena dianggap lebih mengenal situasi pasar dengan baik.

Penawaran umum saham perdana dapat dilakukan dengan menggunakan dua metode, yaitu "*Best Effort*" atau "*Firm Commitment*". Pada kontrak *Best Effort*, *underwriter* akan melaksanakan penjualan efek dengan sebaik-baiknya dan apabila efek tidak terjual seluruhnya maka akan dikembalikan pada perusahaan sehingga resiko yang lebih besar berada pada perusahaan di banding *underwriter*. Pada kontrak *Firm Commitment*, *underwriter* menjamin kepada Emiten jumlah dana yang dibutuhkan.

Konsekwensinya *underwriter* akan membeli seluruh Efek yang akan di keluarkan pada harga yang disetujui dan bertanggung jawab menjualnya. Pada situasi ini *underwriter* akan mengurangi harga perdana agar saham yang ditawarkan terjual semua tetapi jumlah dana yang dibutuhkan perusahaan akan berkurang karena komitmen dari *Issuer*. Oleh sebab itu, sangatlah penting bagi *underwriter* menetapkan harga yang tepat (Ibbotson dan Ritter, 1995). Metode penetapan harga ini harus benar-benar disesuaikan dengan kondisi yang ada, baik dari sisi saham yang dijual maupun perusahaan penjamin. Artinya kalau memang saham yang dijual kelihatannya sulit untuk laku, maka metode *best effort* lebih tepat digunakan oleh penjamin.

Penjamin emisi dalam menjalankan fungsinya senantiasa menjaga citra baik dirinya sebagai profesional penunjang dan dituntut untuk memiliki integritas yang tinggi di mata masyarakat. Penjamin emisi memegang peranan yang sangat penting dalam menentukan keberhasilan suatu perusahaan yang akan *go public*. Penjamin emisi yang baik adalah mereka yang bisa menentukan harga perdana secara wajar, tidak *underpricing* (harga penawaran lebih rendah dibandingkan harga perdana) ataupun *overpricing* (harga penawaran lebih tinggi daripada harga di pasar perdana) dan mengetahui kondisi pasar dengan baik.

Harga saham merupakan fungsi dari nilai perusahaan. Apabila kinerja perusahaan yang telah *go public* naik, maka nilai perusahaan akan semakin tinggi. Di Bursa Efek hal itu dapat diapresiasi dalam bentuk kenaikan harga pasar sahamnya. Sebaliknya, berita buruk akan kinerja perusahaan akan diikuti dengan menurunnya harga saham dipasar modal. Secara umum dapat diambil kesimpulan bahwa penetapan harga saham pada saat penawaran perdana (IPO) cenderung mengalami fenomena *underpricing*, sehingga memberikan *initial return* yang positif bagi pemodal.

Pemilik perusahaan yang memiliki prospek bagus akan memilih penjamin emisi yang bereputasi baik (berkualitas). Hal ini didasarkan pada suatu pendapat bahwa *advising agents* yang dalam hal ini adalah *underwriter* yang memiliki reputasi yang baik cenderung memberikan informasi yang lebih akurat dan dapat dipercaya serta mereka lebih selektif dalam menentukan perusahaan-perusahaan mana yang patut dijamin (Titman dan Trueman, 1986).

Titman dan Trueman (1986) dalam teorinya menjelaskan bahwa penjamin emisi yang berkualitas baik (tinggi) cenderung lebih selektif dalam memilih perusahaan mana yang akan dijamin yang dalam hal ini hanya perusahaan (IPO) yang berkualitas yang dipilih. Hal ini dilakukan oleh *underwriter* selain untuk menjaga prestis juga untuk menghindari resiko gagalnya penjualan saham baru. Perusahaan (IPO) yang berkualitas baik cenderung memiliki resiko yang lebih kecil. Model tersebut memprediksi hubungan yang negatif antara kualitas penjamin emisi dan tingkat *underpricing*. Teori Titman dan Trueman mendapatkan dukungan dari penelitian-penelitian terdahulu. Misalnya Carter dan Manaster (1990) serta Johnson dan Miller (1988) yang menemukan hubungan negatif dan signifikan antara kualitas penjamin emisi dan tingkat *underpricing*.

Beberapa penelitian yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) oleh Rizka (1995) dan Rina (1999), menemukan bukti yang kurang konsisten dengan teori Titman dan Trueman (1986). Melihat banyaknya penelitian yang dilakukan, maka fenomena *underpricing* ini memang menarik untuk dikaji lebih lanjut terlebih-lebih untuk negara Indonesia mengingat selama ini penelitian mengenai hal ini banyak dilakukan di negara maju.

Penelitian yang dilakukan selama ini banyak yang menguji hubungan antara tingkat *underpricing* dan nilai perusahaan ataupun informasi yang terdapat di dalam prospektus. Penelitian ini menguji hubungan antara kualitas

underwriter dan tingkat *underpricing* dengan menggunakan analisis tunggal, yaitu tanpa menggunakan gabungan variabel lain.

Semakin banyaknya perusahaan yang melakukan IPO, maka kita harus semakin selektif dalam menilai dan mengetahui pihak-pihak yang menunjang kesuksesan IPO dan kondisi pasar. Kualitas penjamin emisi sebagai pihak penentu harga saham perdana sangatlah penting dengan metode penawaran umum perdana yang baik dan benar-benar mencerminkan kondisi penjamin emisi, sehingga harga yang wajar (tidak *underprice* maupun *overprice*) pada pasar perdana maupun pasar sekunder dapat tercapai.

1.2 Pokok Permasalahan

Walaupun penelitian yang ada menunjukkan hubungan yang kurang konsisten antara kualitas penjamin emisi dan nilai IPO, penelitian lanjutan masih perlu dilakukan, khususnya di Indonesia. Dari penelitian yang sudah dilakukan baik di luar negeri maupun di dalam negeri, masih perlu dilakukan pengujian lagi. Selain untuk mengetahui apakah hasil yang ada bisa digeneralisasi, juga untuk mengetahui apakah fenomena yang terjadi berlaku untuk sampel perusahaan yang berbeda. Berdasarkan kondisi ini, maka permasalahan dalam penelitian ini adalah

Bagaimanakah hubungan antara kualitas penjamin emisi dan tingkat *underpricing* pada perusahaan yang baru *go public* di Bursa Efek Jakarta?.

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan menentukan hubungan antara kualitas penjamin emisi dan tingkat *underpricing* pada perusahaan yang baru *go public* di Bursa Efek Jakarta.

1.4 Kegunaan Penelitian

Hasil penelitian ini dapat berguna bagi:

1. peneliti

penelitian ini diharapkan dapat berguna sebagai bahan pertimbangan untuk kajian selanjutnya, khususnya untuk fenomena *underpricing*.

2. investor dan calon investor

dengan adanya penelitian ini, maka diharapkan para investor dan calon investor lebih rasional dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi di pasar modal dengan mempertimbangkan informasi-informasi yang ada terutama yang berkaitan dengan pihak penjamin emisi.

3. emiten dan calon emiten

dengan adanya penelitian ini, maka diharapkan apabila suatu perusahaan akan melakukan IPO, perusahaan tersebut perlu mempertimbangkan kualitas pihak penjamin emisi agar penetapan harga sahamnya dapat mencapai harga yang wajar, sehingga emiten tidak akan mengalami kerugian.

4. akademisi

penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai informasi untuk pengembangan wawasan tentang pasar modal di Indonesia, khususnya fenomena *underpricing*, serta dapat membangun ide-ide baru bagi para akademisi agar penelitian ini lebih sempurna lagi.

5. pemerintah

penelitian ini diharapkan dapat berguna sebagai bahan pertimbangan dalam mengambil kebijakan-kebijakan yang mendukung perkembangan pasar modal di Indonesia.

1.5 Hipotesis

Hipotesis yang dapat diajukan berdasarkan latar belakang masalah adalah (yang dinyatakan dalam bentuk alternatifnya) :

H_a : diduga kualitas penjamin emisi berhubungan negatif dengan tingkat *underpricing*.

II. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Hasil Penelitian Sebelumnya

Penawaran saham pertama kali di pasar modal merupakan suatu yang sangat menarik bagi beberapa peneliti. Hal ini karena umumnya harga saham pada waktu penawaran perdana dinilai terlalu rendah (*underpriced*). Harga saham pasar perdana yang *underpriced* mencerminkan *initial return* yang positif bagi investor segera setelah saham tersebut mulai diperdagangkan di bursa.

Selama ini penelitian yang berhubungan dengan *initial return* sudah banyak dilakukan. Penelitian-penelitian yang mencoba menguji hubungan antara *initial return* dengan variabel-variabel perusahaan adalah Titman dan Trueman (1986), dengan judul penelitian "*Information quality and the Valuation of New Issues*". Penelitian ini menyimpulkan bahwa harga pada saat IPO dipengaruhi oleh pemilihan auditor dan penjamin emisi. Simpulan ini mengarah pada pemikiran bahwa kualitas auditor dan penjamin emisi membuktikan tentang kebenaran informasi nilai sebuah perusahaan. Untuk membuktikan hipotesis itu mereka menggunakan sebuah model yang menyatakan bahwa kualitas auditor dan penjamin emisi dapat dijadikan sarana untuk menunjukkan kualitas suatu perusahaan. Dalam penelitian tersebut dinyatakan bahwa pengusaha (*entrepreneur*) yang menginginkan perusahaannya untuk *go public* harus memilih auditor untuk menilai atau mengevaluasi laporan keuangan dan juga memilih penjamin emisi untuk memasarkan atau menjual saham yang ditawarkan. Karenanya perusahaan yang berprospek baik akan cenderung selektif dalam menentukan penjamin emisi agar kegagalan IPO tidak terjadi. Hasil dari penelitian ini adalah adanya hubungan yang positif antara kualitas auditor maupun penjamin emisi dan nilai pasar sebuah perusahaan.

Penelitian tentang masalah *initial return* (tingkat pengembalian) dari hasil IPO juga dilakukan oleh Carter dan Manaster (1990) yang berjudul "*Initial Public Offering and Underwriter Reputation*". Penelitian ini mengacu pada penelitian sebelumnya yaitu Rock (1986) yang berpendapat bahwa tingkat pengembalian dari hasil IPO harus diberikan kepada investor sebagai kompensasi atas resiko perdagangan yang berlawanan dari informasi yang muncul. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang *go public* (melakukan IPO) antara Januari 1979 sampai dengan Agustus 1983 sejumlah 501 emiten yang kesemua emiten itu menggunakan metode penawaran *firm commitment*. Carter dan Manaster juga menunjukkan bahwa informasi tambahan harus diberitahukan kepada investor untuk modal investor agar didapatkan tingkat pengembalian yang tinggi pada IPO.

Hasil yang diperoleh dalam penelitian Carter dan Manaster (1990) adalah bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara kualitas penjamin emisi dan tingkat kenaikan harga IPO. Atau dengan kata lain kualitas penjamin emisi adalah berhubungan dengan resiko terendah penawaran, karena dengan resiko yang rendah maka dorongan untuk memperoleh informasi juga rendah sehingga investor yang bersedia akan lebih sedikit. Konsekuensinya, kualitas penjamin emisi adalah berhubungan dengan IPO yang memiliki *return* paling rendah. Sehingga fenomena *underpricing* menunjukkan adanya *return* positif yang diterima investor pada pasar perdana.

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Johnson dan Miller (1988) dengan judul "*Investment Banker Prestige and the Underpriced of Initial Public Offering*". Penelitian yang menggunakan sampel sebanyak 962 ini mampu menjelaskan tiga hipotesis pokok tentang mengapa emisi saham baru yang ditanggung oleh *investment bankers* dapat menghasilkan *initial return* yang lebih rendah. Pertama, berdasar dari penelitian sebelumnya yang

menemukan bahwa bankir yang berkualitas kurang *underprice* dibanding bankir yang tidak berkualitas. Kedua, bahwa *initial return* terendah adalah ditunjukkan oleh penjamin emisi yang berkualitas, hal ini adalah karena resiko yang ada berbeda. Ketiga, *initial return* yang rendah ditunjukkan oleh bankir yang berkualitas, emisi saham baru oleh bankir yang berkualitas menjadi kurang beresiko pada semua kasus, dengan *proxy* untuk ketidakpastian informasi.

Penelitian Johnson dan Miller (1988) juga menemukan bahwa penjamin emisi yang *prestigious* mengurangi *underpricing* saham IPO. Kualitas penjamin emisi berkaitan dengan resiko terendah pada IPO dibanding penjamin emisi yang tidak berkualitas. Dalam menentukan reputasi penjamin emisi ini didasarkan pada *binary measurement* yaitu memberikan nilai 1 untuk penjamin emisi yang berkualitas dan 0 untuk penjamin emisi yang tidak berkualitas. Pengukuran semacam ini pernah dilakukan oleh Hayes (1987).

Penelitian di Indonesia tentang perilaku harga saham pasar perdana selama tahun 1990 dilakukan oleh Husnan (1991) dengan judul "*The First Issues Market: The Case of the Indonesian Bull Market*". Penelitian tersebut menunjukkan fenomena *underpricing*. Dikatakannya bahwa gejala penafsiran terlalu tinggi terhadap harga saham ditemukan setelah saham tersebut masuk bursa (pasar sekunder), tetapi tidak di emisi perdana. Bahkan setelah saham tersebut diperjualbelikan cukup lama dibursa para pemodal masih berhasil memperoleh keuntungan *abnormal* pada tingkat yang cukup berarti. Pada tahun 1994 Husnan juga meneliti emisi saham baru untuk periode *bullish* dan periode *bearish*. *Underpricing* untuk periode *bullish* lebih besar dibandingkan dengan *underpricing* pada periode *bearish*, meskipun untuk kedua periode tersebut ditemukan adanya *underpricing*.

Rizka (1995) melakukan penelitian yang mencoba melihat faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing*. Salah satu dari faktor-faktor tersebut

adalah kualitas penjamin emisi, yang dikelompokkan berdasarkan frekuensi penjaminan minimal sepuluh kali untuk dikategorikan sebagai penjamin emisi yang berkualitas / prestisius (dengan peringkat sepuluh besar). Sedangkan dalam penelitian ini digunakan peringkat tiga besar dan lima besar.

Kemudian Rina (1999) yang meneliti tentang pengaruh informasi prospektus pada *return* saham di pasar perdana dengan menggunakan 47 perusahaan yang masuk kriteria dari perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1994 dan tahun 1995. Informasi prospektus yang diuji antara lain reputasi auditor, reputasi penjamin emisi (berdasar total *fee* yang diperoleh sesuai dengan pemeringkatan tim majalah Uang dan Efek, dengan peringkat enam besar), umur perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan pada saat IPO, profitabilitas perusahaan yang diukur dengan *return on aset*, dan *financial leverage*, sedangkan untuk penelitian ini menggunakan peringkat (penjamin emisi) tiga besar dan lima besar. Hasilnya bahwa investor sama sekali tidak memperhatikan informasi pada prospektus sebelum mereka menanamkan dananya, karena yang berhubungan positif dan signifikan dengan *initial return* hanya umur perusahaan.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 *Initial Public Offering* (IPO) dan Fenomena *Underpricing*

Kata *Initial Public Offering* (IPO) atau emisi, dalam pembahasan pasar modal sudah menjadi istilah yang menyatu dan bahkan lebih dapat mudah dimengerti, walaupun perlu dipelajari pengertiannya. Kemudian karena *initial public offering* merupakan serangkaian kegiatan yang berkaitan secara khusus, maka perlu dipelajari bagaimana prosesnya.

Pada hakekatnya *Initial Public Offering* (IPO) secara terjemahannya adalah proses perusahaan yang IPO atau melakukan penjualan sahamnya untuk pertama kali artinya perusahaan itu memasarkan dirinya yaitu dengan

jalan memberikan sarana kepada investor untuk masuk ke dalamnya, yaitu dengan menerima penyertaan modal dari investor dalam usahanya baik dalam pemilikan maupun dalam kegiatan pengelolaan (Sumantoro, 1990:64).

Memang dengan IPO berarti perusahaan tersebut menawarkan partisipasi masyarakat dengan permodalan / memiliki saham dan sebagai akibat ikut sertanya pemilik saham tersebut ikut menentukan kebijaksanaan pengelolaan perusahaan yaitu dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Secara menyeluruh proses IPO melibatkan masyarakat luas sebagai pemodal, masyarakat pemodal akan terbawa pada kegiatan investasi sekaligus memahami berbagai kesempatan menggunakan dananya kepada berbagai kesempatan dengan masing-masing resikonya.

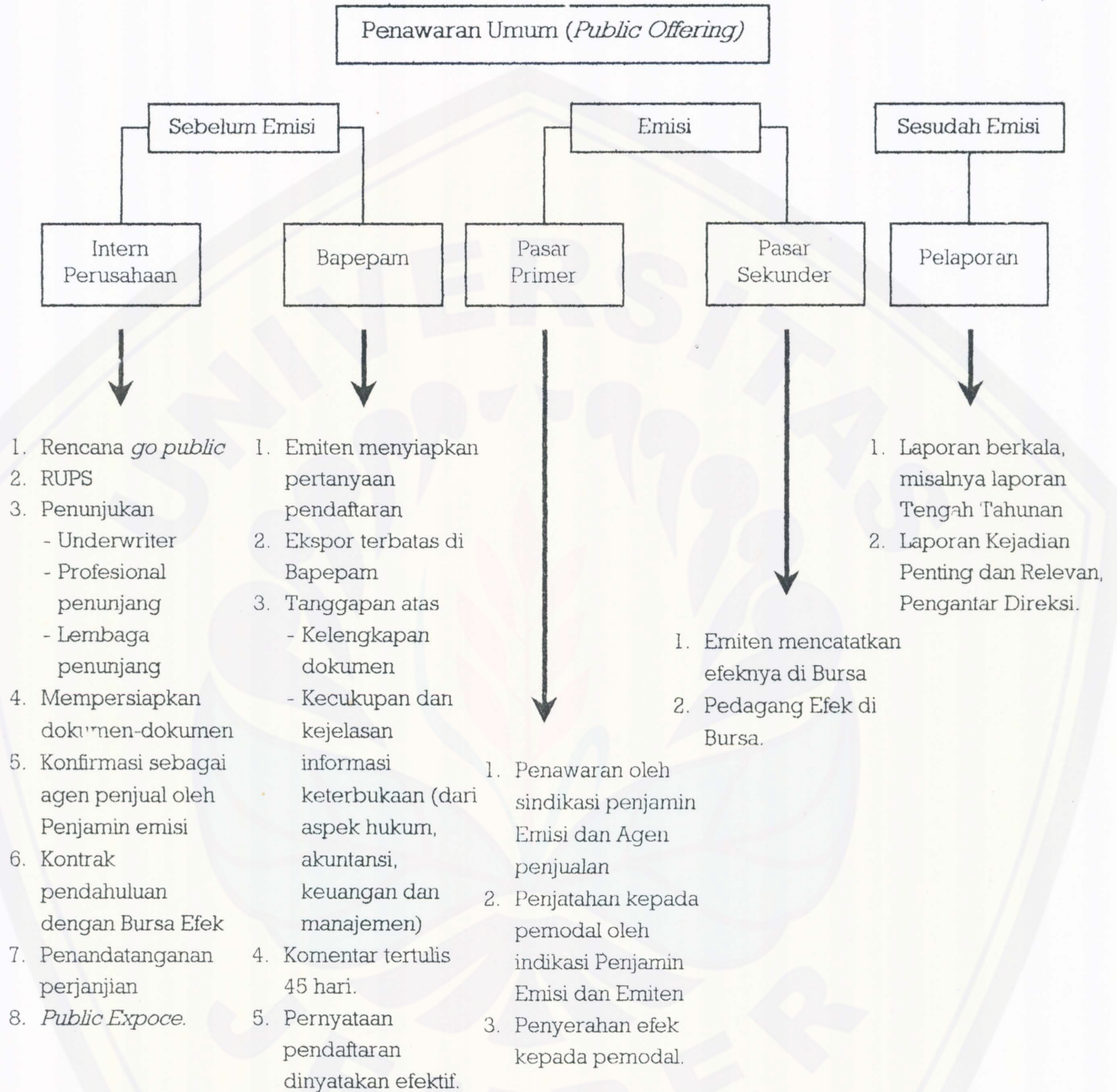
Pemerintah melalui lembaga pasar modal senantiasa mengusahakan agar pemanfaatan dana masyarakat dapat disalurkan ke perusahaan yang *go public* secara aman dan menarik, karena itu ditertibkan persyaratan-persyaratan bagi perusahaan yang akan IPO, antara lain dalam tata cara menawarkan efek / saham kepada masyarakat. Sedemikian sehingga akan memudahkan proses IPO di satu pihak dan memberikan perlindungan bagi masyarakat pemodal di lain pihak.

Berbagai lembaga penunjang dan profesi penunjang sangat penting keberadaanya dalam mendukung mekanisme kegiatan pasar modal. Lembaga penunjang mempunyai wewenang mengenai kebijaksanaan dalam penetapan syarat-syarat untuk IPO. Sedangkan lembaga profesi penunjang IPO erat kaitannya dengan proses IPO misalnya sebelum melakukan IPO perusahaan harus diaudit akuntan publik dan akuntan publik mempunyai hubungan dengan emiten dalam kaitan kewajiban dari emiten untuk membuat laporan keuangan sebelum IPO. Lembaga penunjang pasar modal yang dimaksud adalah Bursa Efek, Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam), dan Penjamin Emisi (*Underwriter*). Sedangkan lembaga profesi penunjang yaitu

akuntan publik, notaris, perusahaan penilai (*Appraisal*), serta Penasehat hukum perusahaan (*Legal Counsel*). Persyaratan utama untuk melakukan *go public* adalah mendapatkan pernyataan efektif dari Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam), untuk perusahaan yang *go public* merupakan perseroan yang harus memiliki sekurang-kurangnya 300 pemegang saham dan memiliki modal disetor sekurang-kurangnya Rp. 3 milyar atau suatu jumlah pemegang saham dan modal disetor yang ditetapkan oleh Peraturan Pemerintah. Seluruh informasi mengenai perusahaan harus disampaikan kepada Bapepam dan berbagai dokumen perusahaan akan diperiksa, karena prinsip yang harus dijunjung tinggi oleh pelaku pasar modal dalam persiapan dan pelaksanaan IPO adalah prinsip keterbukaan (*disclosure*). Selain pernyataan efektif dari Bapepam, perusahaan yang bermaksud mencatatkan sahamnya di Bursa Efek harus memenuhi persyaratan-persyaratan yang ditetapkan oleh Bursa Efek tersebut.

Menurut kalangan pasar modal, IPO tidak dapat dilakukan secara tiba-tiba, melainkan harus melalui suatu proses yang panjang. Yang termasuk dalam proses IPO adalah tahap persiapan penawaran umum (pre-IPO), tahap pelaksanaan penawaran umum (IPO), dan tahap sesudah penawaran umum (post-IPO). Adapun prosedur yang harus dilakukan untuk melakukan penawaran umum adalah seperti yang terlihat pada gambar di bawah ini.

Prosedur Penawaran Umum



Sumber: Pasar Modal Indonesias

Setiap emiten hendaknya tetap terbuka terhadap keberhasilan dan kegagalan IPO. Kalangan pasar modal berpendapat bahwa kegagalan suatu IPO disebabkan oleh banyak faktor antara lain sentimen pasar yang lemah, *Price Earning Ratio*-nya terlalu tinggi, jumlah saham yang ditawarkan terlalu sedikit, IPO dilakukan tanpa persiapan yang matang, atau tingkat kemampuan penjamin emisi yang rendah. Romanus Muda (1996) dalam tulisannya mengatakan bahwa keberhasilan IPO pada tahun 1996 adalah disebabkan karena beberapa faktor diantaranya:

1. Faktor psikologis investor yang telah kehausan saham baru yang selama semester I mengalami ketakutan. Hal ini ditunjukkan dengan meroketnya saham-saham tersebut ketika masuk di pasar sekunder yang disinyal secara sangat kuat pada kelebihan permintaan pada IPO dimana *oversubscribed* mencapai 600 %.
2. Secara global perhatian *fund-fund* manajer asing sedang diarahkan pada *emerging market countries*, khususnya kawasan Asia Tenggara dan Asia Timur yang memiliki pertumbuhan ekonomi relatif tinggi dibanding kawasan lain.
3. Faktor ekonomi nasional mengalami pertumbuhan yang meyakinkan.
4. Kinerja fundamental perusahaan-perusahaan baru ini relatif cukup kuat, dapat dilihat dari penjualan dan laba bersih yang diraih.

Hipotesis yang diajukan pada penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah hubungan antara kualitas penjamin emisi dan tingkat *underpricing* adalah negatif. Seperti telah diketahui bahwa adanya *initial return* menunjukkan indikasi penawaran saham *underpriced*. Atau dengan kata lain secara rata-rata perusahaan yang melakukan IPO atau baru *go public* mengalami *underpricing*. Fenomena *underpricing* (harga penawaran lebih rendah dibanding harga pasarnya) pada emisi saham baru banyak menarik perhatian para peneliti, karena fenomena semacam ini mempunyai implikasi



yang cukup luas baik terhadap profesi keuangan maupun akademisi. Bagi profesional strategi yang cukup jitu adalah dengan membeli saham dipasar perdana lalu menjual pada hari pertama perdagangan. Tetapi bagi akademisi yang telah banyak diteliti dan dibuktikan salah satunya oleh Mamduh Hanafi (1998) bahwa *underpricing* semacam itu melemahkan hipotesis efisiensi pasar, khususnya efisiensi keuangan bentuk setengah kuat.

Fenomena *underpricing* ini menurut penelitian yang sudah dilakukan biasanya disebabkan karena adanya informasi asimetri (ketimpangan informasi) yang terjadi baik antara pemilik perusahaan dan calon investor, antar calon investor, dan antara *issuer* dan penjamin emisi. Beberapa teori yang menjelaskan fenomena *underpricing* menurut Ibbotson dan Ritter (1995) adalah :

1. *The Winner's Curse Hypothesis*

Teori ini dikemukakan oleh Rock (1986) yang berdasar pada asumsi bahwa bila permintaan terhadap saham dipasar perdana (IPO) melebihi jumlah yang akan ditawarkan maka akan terjadi penjatahan. Sehingga investor harus jeli terhadap informasi yang akan diperoleh dari perusahaan. Apabila mereka kekurangan informasi maka akan merugi. Dalam modelnya, Rock mengasumsikan bahwa pemilik perusahaan yang akan menjual sahamnya (*issuer*) tidak mampu meramalkan harga pasar saham yang akan ditawarkan. Informasi asimetri terdapat pada kelompok *informed* investor dan *uninformed* investor. *Informed* investor mengetahui informasi lebih banyak mengenai prospek perusahaan emiten akan membeli saham-saham IPO jika harga pasar (*after market price*) yang diharapkan melebihi harga perdana atau dengan kata lain kelompok ini hanya akan membeli saham IPO yang *underpriced* saja. Sementara kelompok *uninformed* investor karena kurang memiliki informasi mengenai perusahaan emiten melakukan penawaran secara sembarangan baik pada saham-saham IPO yang *underpriced* maupun

yang *overpriced*. Fenomena ini yang disebut "*the winner's curse*" atau kutukan bagi si pemenang. Akibatnya, kelompok *uninformed* memperoleh proporsi yang lebih besar dalam saham IPO yang *overpriced* daripada kelompok *informed investor*.

2. *The Costly Information Acquisition Hypothesis*

Hipotesis ini beranggapan bahwa penjamin emisi melakukan *underpricing* untuk memaksa investor reguler untuk membuka informasi saham periode sebelum penjualan, yang pada gilirannya dapat digunakan untuk membantu penilaian suatu IPO. Teori ini dikembangkan oleh Benveniste dan Spindt (1989). Dalam upaya untuk memaksa investor reguler membuka informasi secara sukarela, penjamin emisi mengkompensasi dengan memberikan *underpricing*. Kemudian untuk dapat memaksa investor reguler untuk mengungkapkan informasi, penjamin emisi memberikan tingkat *underpricing* untuk informasi yang semakin baik, sebaliknya tingkat *underpricing* menurun bila informasi yang terungkap juga kurang banyak.

3. *The Investment Bankers Monopsony Power Hypothesis*

Teori ini menjelaskan bahwa *underpricing* terjadi karena adanya informasi asimetri antara perusahaan yang menjual saham (*issuer*) dan penjamin emisinya. Diduga bahwa penjamin emisi memanfaatkan kelebihannya tentang kualitas informasi di pasar untuk meng-*underprice* suatu IPO. Penjamin emisi dengan melakukan *underpricing* akan melakukan sedikit upaya penawaran terhadap IPO.

2.2.2 *Initial return*

Dari model yang dikembangkan oleh Booth dan Chua (1996) diharapkan ada perbedaan yang terjadi terhadap *underpricing* yang dihubungkan dengan informasi untuk mengukur biaya penyesuaian sebelum penawaran untuk tingkat yang diharapkan pada *oversubscription*. Menurut ukuran pada tingkat pengembalian pada hari perdagangan (*initial offer-day return*) yang kemudian diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Initial return} = (\text{harga saham pada hari pertama perdagangan} - \text{harga penawaran}) / \text{harga penawaran.}$$

Dalam penelitian ini variabel *initial return* diukur dalam prosentase.

Fenomena yang terjadi di pasar modal Indonesia *abnormal return* yang positif terdapat pada hari pertama perdagangan, Mamduh Hanafi (1998). Hanafi juga menunjukkan bahwa hari pada minggu pertama, atau bulan pertama, tidak menunjukkan konsistensi dari *abnormal return* yang positif. Dalam penelitiannya *abnormal return* dilihat dengan menggunakan penyesuaian resiko dan *return* pasar. Carter dan Manaster (1990) juga menemukan pengaruh yang negatif terhadap *return* saham yang diterima investor, dengan variabel-variabel yang diuji adalah persaingan penjamin emisi dan standar deviasi *return* selama 15 hari.

2.2.3 Penjamin Emisi (*Underwriter*)

Penjamin emisi adalah pihak yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan emiten dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual.

Memilih penjamin emisi yang tepat bagi perusahaan bukan merupakan pekerjaan yang mudah. Karena pada kenyataannya penjamin emisi ini sangat berperan dalam menentukan keberhasilan penawaran perdana, oleh

karena itu manajemen perusahaan harus benar-benar obyektif dalam menilai kualitas perusahaan penjamin emisi efek.

Kualitas penjamin emisi sangat berperan dalam menentukan keberhasilan suatu perusahaan yang akan *go public* (Titman dan Trueman 1986). Menurut mereka penjamin emisilah yang tahu tentang kondisi pasar, sehingga pemilik perusahaan yang memiliki prospek bagus akan memilih penjamin emisi yang berkualitas baik. Penjamin emisi yang berkualitas ditentukan dengan memasukkan perusahaan penjamin emisi kedalam tingkatan "*the big six*". Carter dan Manaster (1990) juga membuat kelompok untuk penjamin emisi yang berkualitas dan tidak berkualitas. Pengelompokan ini dilakukan dengan beberapa tahap, yaitu pada pengelompokan awal pengujian penjamin emisi ialah dengan membuat rangking dari 1 sampai dengan 9. Pengujian kedua, apabila pada pengujian ini terdapat penjamin emisi dengan nilai di atas penjamin emisi pada pengelompokan awal, maka penjamin emisi baru tersebut naik menduduki rangking pada pengujian pertama, sehingga rangking pada kelompok awal akan berubah.

Dalam penelitian ini pengelompokan kualitas penjamin emisi didasarkan pada penelitian sebelumnya yang pernah dilakukan oleh Rizka (1995) dan Rina (1999) yaitu dengan berdasar pada frekuensi penjaminan serta dari tingkat *fee* yang diperoleh (sesuai perangkingan yang dilakukan oleh tim majalah Uang dan efek).

Dalam pasar perdana (*primary market*), Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam), khususnya dalam penyelenggaraan bursa dan pengawasan perdagangan efek, selalu memonitor semua aktivitas yang seharusnya dilaksanakan oleh penjamin emisi. Kewajiban-kewajiban yang dilaksanakan oleh penjamin emisi selama masa pasar perdana ini ialah pengiklanan prospektus, melayani pemesanan saham, penjatahan saham, pengembalian uang deposit. Disamping tugas-tugas tersebut setelah masa pasar perdana

berakhir penjamin emisi berkewajiban membayar hasil emisi kepada emiten setelah dipotong biaya (maksimal 4 %) atas jasa penjamin emisi yang merupakan biaya penjamin emisi (*underwriting cost*). Semua kegiatan tersebut diikuti agar jangan sampai merugikan para pemodal. Penjamin emisi berkewajiban melaporkan aktivitas penjatahan, dengan memprioritaskan pesanan-pesanan dari investor kecil. Dana reksa diberi hak untuk membeli saham yang ditawarkan minimal 50 %.

Sebenarnya perusahaan yang ingin *go public* harus berhubungan dengan penjamin emisi, karena di sini akan terjadi penentuan harga saham yang ditetapkan bersama antara perusahaan (emiten) bersama pihak penjamin emisi. Beberapa nilai yang mungkin dapat digunakan sebagai acuan untuk menilai penjamin emisi selain indikator penentuan kualitas dalam penelitian ini adalah hubungannya dengan pemegang saham, media publikasi, likuiditas biaya, fleksibilitas dalam diskusi dengan perusahaan, nilai pembiayaan, *range* harga IPO serta waktu IPO dan perubahan personalia. Dari penilaian ini setidaknya emiten dapat mengetahui gambaran secara umum perusahaan penjamin emisi. Karena surat keputusan Bapepam No.Kep 01/PM/1988 pasal 11 menyatakan bahwa penjamin emisi ikut berperan dalam penetapan harga saham di pasar perdana. Sehingga penilaian ini harus benar-benar dilakukan oleh perusahaan yang IPO.

Persoalan penilaian dan penetapan harga merupakan masalah yang cukup sulit dan memerlukan perhatian yang khusus dari manajemen perusahaan. Sebab harga tersebut selain dipengaruhi oleh permintaan calon pemodal tetapi juga dari hasil penilaian dan estimasi-estimasi tentang keuangan perusahaan di masa yang akan datang oleh auditor. Beberapa hal yang harus diperhatikan dalam penentuan harga penawaran adalah kepentingan emiten dan investor, *Earning per share* (EPS), *Price earning ratio* (PER), *Book building*, Volume IPO, hasil *road show*, sikap investor. Selain itu



penetapan harga ini juga harus sangat memperhatikan kondisi pasar dan keadaan ekonomi, yang kesemuanya itu akan tercermin sebagai "Kekuatan Pasar" dalam menyerap informasi saham yang akan ditawarkan perusahaan. Sebab seringkali harga yang dikehendaki oleh emiten adalah harga yang tinggi, sehingga dana yang diperoleh dapat dimaksimumkan (dengan resiko banyak saham yang tidak terjual). Sedangkan dari sisi investor ingin memperoleh keuntungan (*initial return*) yang tinggi / positif. Fenomena *underpricing* ini harus dicermati secara seksama oleh perusahaan penjamin emisi agar terhindar dari kegagalan IPO.

Dua fungsi penting yang harus diperhatikan manajemen perusahaan adalah melakukan penilaian atas kondisi perusahaan dan menetapkan harga penjualan saham. Meskipun tidak terdapat formula yang standar, ada beberapa faktor tertentu selalu terdapat dalam proses penilaian. Pertama, *underwriter* harus selalu memperhatikan kondisi pasar modal setiap saat sewaktu proses persiapan penawaran umum perdana berlangsung. Kedua, harga saham final haruslah merupakan pencerminan dari permintaan yang timbul dari hasil *road show*. Akhirnya, *underwriter* akan mempertimbangkan faktor utama yang sangat menentukan dan sangat obyektif yaitu tingkat pertumbuhan yang diharapkan, resiko bisnis, stabilitas perusahaan dan sasaran setelah penawaran perdana. Dengan memperhatikan hal tersebut *underwriter* akan lebih suka memilih harga yang sedikit lebih rendah dari yang diestimasikan. Selain itu penjamin emisi akan lebih tahu kapan saat yang tepat untuk melakukan *go public*.

III. METODE PENELITIAN

3.1 Rancangan Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian korelasional, karena bertujuan untuk mengetahui sejauh mana hubungan antara kualitas penjamin emisi dengan tingkat *underpricing* berdasar pada koefisien korelasi. Penelitian ini dilakukan pada dua tahun sebelum Indonesia mengalami krisis ekonomi yang cukup berarti, sehingga pada tahun penelitian tersebut dianggap kondisi perekonomian dan situasi politik relatif stabil. Hal ini dilakukan karena diharapkan hasil penelitian ini dapat dijadikan pembandingan pada penelitian sebelumnya maupun yang masih akan dilakukan, khususnya di Indonesia.

3.2 Populasi dan Sampel Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk mendapatkan bukti empiris tentang bagaimana tingkat *initial return* (IR) yang didefinisikan sebagai *return* positif yang diterima investor di pasar perdana, yang diperoleh dari selisih antara harga saham pada saat penutupan hari pertama listing dipasar sekunder (*closing price*) dan harga saham pada saat penawaran umum dibagi dengan harga saham saat penawaran umum. Mencari korelasi tingkat *underpricing* (merupakan IR) dengan kualitas penjamin emisi merupakan sasaran penelitian ini. Persoalan *underpricing* ini menurut beberapa penelitian yang sudah ada, hanya terjadi pada saat pertama perdagangan, sehingga data yang diperlukan adalah data tentang harga saham dan juga Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai pengukur resiko pasar, serta data penunjang lainnya.

Sesuai dengan tujuan yang ingin dicapai, maka sebagai obyek dan sekaligus populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang baru

go public di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada tahun 1995 dan tahun 1996. Sampel yang akan diteliti ditentukan dengan teknik *purposive sampling* agar didapatkan sampel yang representatif. Dalam konteks penelitian ini didasarkan atas ketersediaan data yang diperlukan. Dari dasar pertimbangan tersebut, maka diperoleh sampel sebanyak 36 perusahaan (emiten) yang akan dijadikan obyek penelitian.

3.3 Prosedur Pengumpulan Data

Data dalam penelitian ini telah berhasil dikumpulkan dengan tahapan sebagai berikut :

1. Tahap pertama, penelitian ini dilakukan melalui studi kepustakaan yakni dengan mengumpulkan data pendukung yang telah dipublikasikan, jurnal-jurnal, majalah, makalah, dan literatur-literatur dari hasil penelitian yang pernah dilakukan guna mendapatkan gambaran secara umum tentang landasan teori yang tepat dan merencanakan bentuk analisis yang mungkin untuk memecahkan masalah yang dihadapi.
2. Tahap kedua, dilakukan dengan pengamatan yaitu dengan cara mengadakan kegiatan merangkum informasi-informasi yang penting yang digunakan untuk penelitian.

Dalam penelitian ini akan dibutuhkan data sekunder yang diperoleh dari *Indonesian Capital market Directory* dan data statistik lainnya yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta dan lain-lain.

3.4 Definisi Variabel Operasional dan Pengukurannya

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh kualitas penjamin emisi terhadap tingkat *initial return*.

Adapun variabel yang digunakan adalah penjamin emisi dan *initial return*.

3.4.1 Penjamin emisi

Penjamin emisi adalah pihak yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan emiten dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual.

Kualitas penjamin emisi dilihat berdasarkan dua hal yaitu : (a) Jumlah perusahaan yang dijamin, dan (b) Total *fee* yang diperoleh oleh penjamin emisi dari nilai IPO. Operasionalisasi variabel jumlah perusahaan yang dijamin menggunakan penentuan kualitas penjamin emisi dengan nilai 1 untuk penjamin emisi yang berkualitas dan 0 untuk penjamin emisi yang tidak berkualitas (sesuai dengan yang telah dilakukan oleh Rina (1999)). Penentuan nilai total *fee* didasarkan pada perbandingan yang dilakukan oleh tim majalah Uang dan Efek (1995).

3.4.2 *Initial return*

Variabel ini diukur dengan selisih antara harga penawaran umum (*offering price*) dengan harga saham pada hari pertama perdagangan (*closing price*). Seperti telah dituliskan di awal bahwa *underpricing* terjadi pada awal perdagangan. Dalam perhitungannya ada dua *initial return* yang diperoleh, yaitu *initial return* yang memperhitungkan resiko pasar dan *initial return* yang tidak memperhitungkan resiko pasar. Resiko pasar dalam hal ini ditunjukkan dengan menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada saat penawaran umum dan juga IHSG Pada saat hari pertama perdagangan.

Pada pasar modal Indonesia biasanya cenderung *underpriced* yang menyebabkan terjadinya *initial return* yang positif.

3.5 Metode Analisis

Untuk menentukan hubungan antara kualitas penjamin emisi dan tingkat *underpricing* pada perusahaan yang baru *go public* di Bursa Efek Jakarta, digunakan langkah-langkah meliputi.

3.5.1 Analisis *Initial return* dengan menggunakan harga saham

Untuk mengetahui tingkat *underpricing* yang merupakan *initial return* (IR) digunakan metode perhitungan IR, sebagai berikut.

1. Menghitung *Initial return* tanpa memperhitungkan resiko pasar.

Dalam hal ini diperlukan harga saham pada saat penawaran perdana (*offering price*) dan juga harga saham pada saat hari pertamam perdagangan (*closing price*), dengan rumus sebagai berikut (Booth dan Chua, 1996:301)

$$IR_1 = [(P_t - P_0) / P_0] \times 100 \%$$

Dimana P_t adalah harga saham pada hari pertama perdagangan atau merupakan harga saat penutupan hari pertama *listing* di pasar sekunder, sedangkan untuk P_0 adalah harga saham pada saat penawaran umum perdana.

2. Menghitung *Initial return* dengan memperhitungkan resiko pasar.

Resiko pasar dalam hal ini digunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), dengan rumus sebagai berikut (Booth dan Chua, 1996:300).

$$IR_2 = \{ [(P_t - P_0) / P_0] - [(IHSG_t - IHSG_0) / IHSG_0] \} \times 100 \%$$

Dimana $IHSG_t$ merupakan Indeks Harga Saham Gabungan pada hari pertama perdagangan dan $IHSG_0$ merupakan Indeks Harga Saham

Gabungan pada satu hari sebelum hari *listing* atau hari terakhir perdagangan sebelum hari *listing*.

3. Menghitung Rata-rata *Initial return*.

Rata-rata *initial return* ini dihitung untuk masing-masing *return* (dengan dan tanpa memperhitungkan resiko) dengan rumus (Supranto, 1992:192).

$$\text{a. } \overline{IR}_1 = \frac{\sum_{t=1}^n IR_1}{n} \qquad \text{b. } \overline{IR}_2 = \frac{\sum_{t=1}^n IR_2}{n}$$

Dimana IR_1 adalah *initial return* dengan tanpa memperhitungkan resiko pasar, IR_2 adalah *initial return* dengan memperhitungkan resiko pasar, n adalah Jumlah sampel yang digunakan.

3.5.2 Analisis korelasi dan pengujiannya

Untuk menjawab permasalahan yang ada, digunakan analisis korelasi dengan cara sebagai berikut (Supranto, 1992:192).

1. Menghitung koefisien korelasi (r)

$$r = \frac{n \sum X_i Y_i - \sum X_i \sum Y_i}{\sqrt{n \sum X_i^2 - (\sum X_i)^2} \sqrt{n \sum Y_i^2 - (\sum Y_i)^2}}$$

Dimana untuk koefisien korelasi antara kualitas penjamin emisi dan *initial return* yang tanpa memperhitungkan resiko pasar nilai X adalah *initial return* tanpa memperhitungkan resiko pasar, sedangkan Y adalah kualitas penjamin emisi. Untuk koefisien korelasi antara kualitas penjamin emisi dan *initial return* dengan memperhitungkan resiko pasar nilai X adalah *initial return* dengan memperhitungkan resiko pasar, dan nilai Y adalah kualitas penjamin emisi.

2. Menguji hipotesis tentang koefisien korelasi.

Prosedur pengujiannya adalah sebagai berikut :

a. Merumuskan hipotesis penelitian, dimana hipotesis kerja yang dirumuskan merupakan kebalikan dari hipotesis nol.

$H_0 : \rho > 0$ (X berkorelasi positif dengan Y)

$H_a : \rho < 0$ (X berkorelasi negatif dengan Y)

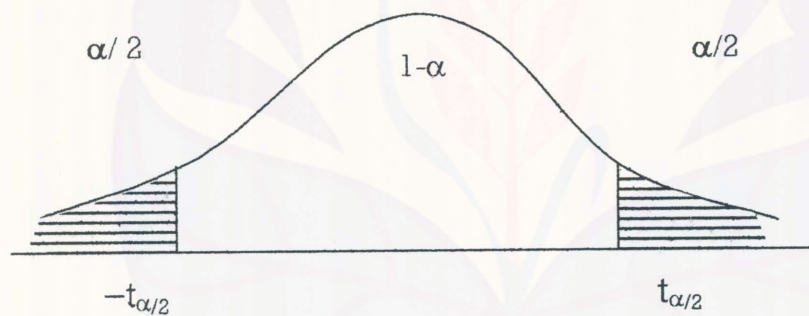
b. Menentukan taraf nyata pengujian (*level of significant*) atau α dan *degree of freedom* ($df = n-2$) dari tabel t.

c. Menentukan nilai t hitung dengan rumus :

$$t_0 = \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}}$$

d. Kesimpulan dengan membandingkan nilai t hitung dengan t tabel

Gambar 3.1



Kalau $t_0 < -t_{\alpha/2}$ atau $t_0 > t_{\alpha/2}$ maka H_0 ditolak

Kalau $-t_{\alpha/2} \leq t_0 \leq t_{\alpha/2}$ maka H_0 diterima

Untuk mempermudah proses analisis diatas, digunakan program *Statistical Program for Social Solution* (SPSS).

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Bursa Efek Jakarta

Sejak jaman penjajahan Belanda, di Indonesia sudah diperdagangkan instrumen efek yang berasal dari Indonesia, Belanda, Amerika Serikat, Kanada, dan Cina. Instrumen yang dimaksud meliputi saham, obligasi, dan sertifikat berupa *Amsterdam Depository Receipt*. Tepatnya pada tanggal 14 Desember 1912 didirikan Bursa Efek di Batavia (sekarang Jakarta). Kemudian tanggal 11 Januari 1925 didirikan bursa efek di Surabaya, dan di Semarang pada tanggal 1 Agustus 1925. Jumlah efek yang diperdagangkan meliputi 30 sertifikat dan 250 jenis saham termasuk dari lokal dan internasional. Pada tahun 1928 Bursa Efek di Batavia dimiliki oleh 13 anggota bursa yang sebagian besar berbentuk Firma. Tahun 1925 Bursa Efek di Surabaya memiliki 6 anggota bursa dan di Semarang memiliki 4 anggota bursa, yang status hukumnya sebagai Firma. Tahun 1939 bersamaan dengan jatuhnya Belanda di tangan Jerman, Bursa Efek di Surabaya dan di Semarang ditutup, sedangkan di Batavia ditutup tahun 1940.

Kegiatan bursa efek dibuka kembali tahun 1952. Pengelolaan jual beli efek dilaksanakan oleh Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek (PPUE). Anggota bursa terdiri dari bank negara (12 bank), bank swasta, dan 6 perusahaan broker efek. Berbagai langkah ditempuh untuk menyempurnakan cara perdagangan efek di bursa. Hal ini dilakukan karena dalam beberapa dekade Bursa Efek Jakarta tidak mengalami kemajuan yang pesat (fakum). Baru pada tahun 1977 pemerintah membuka kembali bursa efek dengan dibentuknya Badan Pelaksana Pasar Modal (Bapepam). Sayang upaya pemerintah tersebut kurang mendapat respon yang menggembirakan. Hal ini nampak dari perkembangan perusahaan yang *go public* dimana sejak tahun 1977 sampai 1988 hanya ada 24 perusahaan yang *go public*. Pasar modal

Indonesia mengalami perkembangan yang pesat sejak ditetapkannya paket deregulasi tahun 1987 dan 1988. Para pelaku bisnis di Indonesia (khususnya di pasar modal) banyak yang tertarik untuk meningkatkan kinerjanya di bursa. Hal ini ditandai dengan masuknya sejumlah perusahaan di bursa serta perubahan yang signifikan dalam hal kapitalisasi pasar dan indeks harga saham. Tabel 4.1 menyajikan statistik deskriptif perkembangan perusahaan yang *go public* di BEJ.

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif dan Perkembangan Perusahaan yang *go Public* di BEJ tahun 1987 – 1998

Tahun	Perusahaan IPO	Kapitalisasi Pasar	Indeks
1987	24	0,1	82
1988	24	0,5	305
1989	32	4,4	399
1990	66	12,4	417
1991	17	16,4	247
1992	13	24,8	274
1993	21	69,3	588
1994	47	103,8	469
1995	21	152,2	513
1996	15	215,0	637
1997	25	160,0	402
1998	7	176,0	398

Sumber: *Descriptive Statistic of JSX*

Selain perkembangan yang menggembirakan dalam jumlah perusahaan yang *go public*, pemerintah juga memberi peluang untuk berdirinya bursa efek swasta. Hal ini juga dapat dilihat dengan didirikannya Bursa Efek swasta pertama di Indonesia tahun 1989 dengan nama Bursa Efek Surabaya (BES). Sebenarnya sebelum itu juga telah didirikan bursa efek swasta yaitu Bursa Paralel Indonesia (BPI) pada tahun 1987. Bursa paralel (*over the counter market*) diperuntukkan bagi perusahaan kecil dan menengah serta

perusahaan baru yang rugi tetapi mempunyai prospek yang baik di masa yang akan datang. Pada tahun 1995 BPI dan BES dikonsolidasikan sehingga sekarang hanya terdapat dua bursa efek di Indonesia yaitu BEJ dan BES.

Sehingga tahun 1989 – 1993 menandai masa keemasan Bursa efek Indonesia. Emiten seakan-akan ditunggu kedatangannya di pasar modal. Akan tetapi ketika harapan peningkatan jumlah emiten tidak berarti "sampah" pun boleh masuk pasar modal. Kalangan pemodal pasti akan kecewa dengan masuknya emiten baru yang kurang berkualitas. Lolosnya emiten yang kurang berkualitas ke pasar modal tidak terlepas dari peran penjamin emisi. Mestinya emiten yang kurang berkualitas tidak perlu dijamin. Disinilah kualitas penjamin emisi teruji. Sebab sejak tahun 1990, jauh lebih banyak calon emiten yang mendatangi penjamin emisi yang ditandai dengan semakin banyaknya perusahaan yang berencana untuk *go public*. Sukses sejumlah konglomerat meraup dana segar dari pasar modal menarik minat perusahaan untuk *go public* termasuk perusahaan yang belum layak. Sekali bisa menjamin emisi besar, pundi-pundi langsung menggelembung. Inilah salah satu daya tarik pasar modal. Sebagai langkah antisipasi pihak Bapepam tidak lagi mempermudah ijin. Fakta menunjukkan, dari 78 perusahaan sekuritas yang mendapat ijin sebagai penjamin emisi, yang aktif sebagai penjamin pelaksana sejak awal 1994 hanya 29 perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa tidak gampang menjadi penjamin emisi. Jika pada pasar perdana tidak laku, penjamin harus bersedia membeli saham tersebut, khususnya bagi penjaminan berjenis *full commitment*. Bila saham baru jatuh di pasar sekunder, penjamin emisi disalahkan dengan tuduhan kurang selektif dan kurang bertanggung jawab.

Bursa Efek Jakarta diswastakan tahun 1992 melalui SK Menkeu No. 323/KMK.010/1992. Swastanisasi ini membawa angin segar bagi keleluasaan ruang gerak BEJ. Banyak rencana strategis yang dilakukan untuk mencapai tujuan dari swastanisasi, diantaranya menciptakan bursa yang likuid, efisien, *fair*, dan transparan. Atas dasar itu bursa efek wajib menyediakan sarana pendukung dan mengorganisasi secara baik perilaku pelaku bursa. Selain itu agar perdagangan efek berjalan dengan *fair*, maka perdagangan yang ada harus sesuai dengan mekanisme pasar dengan memberikan informasi transparan, dan mengenal betul nasabahnya. Untuk mewujudkan perdagangan efek yang efisien, penyelesaian transaksi dilakukan dengan mudah, murah, dan cepat. Pencapaian tujuan ini dilakukan dengan sungguh-sungguh mulai dari pemanfaatan sumber daya manusia, peningkatan kualitas kinerjanya, serta perbaikan manajemen di BEJ. Bapepam yang semula berfungsi sebagai Badan Pelaksana Pasar Modal (sebelum BEJ diswastakan) kemudian berubah fungsi menjadi Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM). Sejak itu kegiatan di pasar modal mulai menarik beberapa perusahaan untuk *go public*. Manajemen baru yang diciptakan BEJ membuat kinerja pasar modal Indonesia mulai membaik. Jumlah emiten misalnya, meningkat dari 139 perusahaan (1991) menjadi 158 (1992) atau naik 7,8 %.

Pada tabel 4.2 di bawah ini terlihat bahwa jumlah emiten dan juga dana yang diperoleh dari IPO sangat bervariasi dari tahun ke tahun. Perusahaan yang *go public* paling banyak tahun 1994. Hal ini menunjukkan kerja keras tim manajemen BEJ untuk meningkatkan kualitas kinerjanya berdampak positif dan mulai mendapat kepercayaan dari masyarakat. Akan tetapi dana IPO terbesar adalah tahun 1995. Hal ini disebabkan karena pada tahun tersebut terdapat PT Telekomunikasi Indonesia (PT TELKOM) yang melakukan IPO dengan dana sebesar Rp. 3,3 triliun atau sekitar 60 % dari total dana IPO tahun 1995.

Tabel 4.2 Perkembangan Jumlah IPO di BEJ, tahun 1992-1996

Tahun	Jumlah Emiten	Dana dari IPO (trilyun Rupiah)
1992	13	0,6
1993	21	1,5
1994	47	4,3
1995	21	5,6
1996	15	2,4

Sumber: PT Bursa Efek Jakarta

PT TELKOM adalah salah satu Badan Usaha Milik Negara (BUMN) dengan modalnya yang cukup tinggi yang telah berani dan sukses memasuki pasar modal Indonesia bahkan Internasional. Peristiwa ini digunakan oleh BEJ untuk membuktikan dan meyakinkan kepada masyarakat, bahwa pasar modal (dalam hal ini BEJ) mampu menghimpun dana masyarakat dalam jumlah yang besar. Kemampuan ini juga ditunjukkan dengan keuntungan yang diperoleh para investor yang menanamkan dananya di pasar modal, terutama pemegang saham PT TELKOM.

Selain itu PT BEJ aktif berpartisipasi dalam mengendalikan basis investor lokal yang luas dan kokoh sebagai stabilisator Pasar Modal Indonesia. Misi ini dilakukan karena di Indonesia peran investor asing dalam perdagangan sangat dominan. Data statistik BEJ pada periode tahun 1993-1996 menunjukkan bahwa porsi perdagangan asing mencapai lebih dari 50 % dari total perdagangan saham. Sedangkan dampak investor asing yang membeli saham dalam jumlah besar telah mendorong investor lokal untuk membeli saham pada pasar perdana dan menjualnya cepat di pasar sekunder. Namun, sejak akhir tahun 1996 terdapat penurunan porsi perdagangan asing di BEJ. Pada tahun 1997 investor lokal mulai mendominasi pasar dengan porsi volume perdagangan saham mencapai kurang lebih 58 % dari total perdagangan saham.

Ketertarikan investor untuk ikut serta meramaikan kegiatan perdagangan di pasar modal berpengaruh terhadap harga saham di pasar bursa, sebab harga saham di pasar masih ditentukan oleh kekuatan mekanisme pasar. Artinya, harga saham masih tergantung dari kekuatan permintaan dan penawaran. Penelitian Sjahrir (1995), dalam bukunya *Analisis Bursa Efek*, tentang kaitan harga saham dengan kondisi fundamental sebuah perusahaan menunjukkan anggapan bahwa faktor fundamental sebagai faktor yang menentukan, tidak sepenuhnya mendapatkan dukungan dari pengujian kuantitatif yang dilakukan. Dikatakan bahwa sangatlah mungkin "Semangat Pasar Modal" atau sentimen pasar menjadi faktor penting yang menentukan pembelian saham oleh investor. Misalnya, seperti yang telah terjadi antara tahun 1995 hingga 1997. Pada tahun 1995 terdapat 40 saham yang kursnya melonjak di atas 30 % dalam sehari perdagangan. Selanjutnya pada tahun 1996 tercatat 32 saham dengan *gain* luar biasa dalam kurun waktu yang sama. Semuanya ini lebih disebabkan oleh adanya "rumor-rumor" tertentu atau karena *corporate action*.

Bukti lain juga nampak pada pergerakan harga saham PT TELKOM. Dengan penetapan harga oleh pemerintah pada emisi perdana sebesar Rp. 2.050,- ternyata malah membawa dampak baik. Harga yang jauh di bawah harga tertinggi (Rp. 2.800,-) pada waktu itu membuat para investor berebut saham PT TELKOM. Akibatnya volatilitas harga saham pada waktu itu sangat tinggi, terbukti dalam tempo dua bulan lebih (di pasar sekunder BEJ), harga saham Telkom naik menjadi Rp. 3.050,- atau 50 % lebih. Penentuan harga penawaran saham Telkom sebesar Rp. 2.050,- adalah mengacu pada kuatnya permintaan Wall Street, yang merupakan hasil dari *book building* suatu sistem penentuan harga yang dianggap paling wajar di Wall Street. Karena itulah pergerakan harga saham ini jelas mempengaruhi harga saham-saham lainnya. Kapitalisasi pasar (yang merupakan hasil kali harga saham dengan total jumlah

saham yang beredar) secara otomatis akan mengalami pergolakan. Sehingga apabila harga saham naik, maka sudah pasti nilai kapitalisasi pasar juga akan naik. Karena itulah para pemodal harus melakukan penilaian terlebih dahulu terhadap kondisi perekonomian dan implikasinya terhadap pasar modal. Nilai kapitalisasi pasar yang tinggi secara langsung akan direfleksikan pada naiknya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang dihitung dari total nilai kapitalisasi pasar dibagi dengan nilai dasar digunakan sebagai indikator resmi pasar modal untuk membantu pergerakan harga saham. IHSG ini pernah mencapai poin tertinggi pada tahun 1996 yaitu 637 poin (nampak pada Tabel 4.3). Tetapi sebenarnya pernah mencapai tingkat 746,0 pada bulan Juli 1997 (sebelum krisis moneter terjadi). Setelah terjadi krisis moneter IHSG pernah mengalami penurunan sebesar 62 %. Dalam hal ini berarti banyak investor yang mengalami kerugian. Kapitalisasi pasar sebagai ukuran besarnya bursa juga terpengaruh oleh krisis ekonomi dan mengalami penciutan dari Rp 264 trilyun (Juli 1997) menjadi Rp 127 trilyun (Oktober 1998) atau penciutan sebesar 52 %. Berbeda dengan tahun 1993 sewaktu kondisi perekonomian dan pasar modal Indonesia membaik, IHSG meningkat sampai dengan 115 %. Banyak pemodal yang portofolio investasinya menghasilkan tingkat keuntungan yang tinggi pada waktu itu.

Tabel 4.3 Indikator Kemajuan Bursa Efek Jakarta

Tahun	Kapitalisasi (triliun Rp)	Nilai Transaksi (milyar Rp)	Emiten (buah)	IHSG index
1988	0,5	0.1	24	305
1993	69,3	77.6	172	588
1994	103,8	104.0	217	469
1995	152,2	131.0	238	513
1996	215,0	304.0	253	637
1997	160,0	489.0	282	402
1998	144,0	468.0	287	301

Sumber: Bahan seminar (Samsul, 1998)

Catatan: Tahun 1998 sampai dengan bulan oktober

Pada tahun 1995 banyak perusahaan yang semakin tertarik untuk menjadi anggota bursa dengan diterapkannya sistem perdagangan otomatis *Jakarta Automated Trading System (JATS)*. Dengan pemakaian sistem ini volume perdagangan menjadi lebih tinggi, karena transaksi yang dapat dicatat dalam satu hari mencapai 50.000 sampai dengan 75.000 transaksi. Sistem perdagangan otomatis ini selain membuat frekuensi perdagangan menjadi lebih besar, juga menjamin perdagangan lebih wajar dan lebih transparan. Karena dengan JATS, lantai bursa BEJ memiliki papan elektronik yang memberikan informasi terakhir mengenai harga saham, volume perdagangan, dan informasi mengenai nilai IHSG. Akibatnya para pedagang dan pemodal dapat memantau informasi secara langsung di kantor masing-masing. Salah salah satu indikasi bekerja tidaknya pasar modal secara optimal adalah ketersediaan informasi yang dapat diakses oleh semua pihak yang berkepentingan tanpa terkecuali. Sistem baru yang diterapkan BEJ itu membuat banyak perusahaan yang memilih pasar modal sebagai alternatif pembiayaan, untuk kemudian mencatatkan sahamnya di bursa (*go public*).

Perusahaan yang bergerak dalam berbagai macam industri tertarik untuk ikut memeriahkan pasar modal. Selain itu juga karena pada tahun 1995 telah hadir UU No. 8 tentang pasar modal yang memberikan peluang semakin

besar, baik bagi perusahaan-perusahaan *go public* maupun bagi investor untuk memportofoliokan dananya di pasar modal. Jiwa UU ini melindungi kepentingan investor. Dari sinilah banyak investor yang tergoda untuk turut investasi di pasar modal. Di samping itu, dengan aktifnya manajer investasi untuk mengelola berbagai produk reksa dana akan memberikan peluang bagi masuknya pemodal kecil domestik untuk menanamkan dananya di pasar modal. Dalam tabel 4.4 dibawah ini dapat dilihat perkembangan nilai dan volume perdagangan yang diperoleh BEJ sejak tahun 1989 serta perubahan yang terlihat saat BEJ menggunakan sistem perdagangan otomatis baik pada volume perdagangan, nilainya, maupun frekuensi transaksi yang terjadi.

Tabel 4.4 Perkembangan Nilai dan Volume Perdagangan di Burs Efek Jakarta sejak tahun 1989

Tahun	Volume (juta lbr)		Nilai (milyar Rp)		Frekuensi transaksi	
	Total	Rata-rata per hari	Total	Rata-rata per hari	Total	Rata-rata per hari
1989	95,5	0,4	964,3	3,9	n/a	n/a
1990	702,6	2,9	7.311,3	30,1	n/a	n/a
1991	1.007,9	4,1	5.778,3	23,6	n/a	n/a
1992	1.706,3	6,9	7.953,3	32,2	n/a	n/a
1993	3.844,0	15,6	19.086,2	77,6	251.742	1.023
1994	5.292,6	21,6	25.482,8	104,0	373.867	1.526
1995	10.646,4	43,3	32.357,5	131,5	609.469	2.478
1996	29.500	118,6	75.700	304,1	1.737.498	7.063
1997	75.000	304,9	119.307	485,0	n/a	n/a

Sumber: PT Bursa Efek Jakarta

Catatan: n/a: tidak tersedia data

Boom pasar modal terjadi pada tahun 1989 setelah melalui beberapa deregulasi. Selama tahun ini, terdapat 37 perusahaan yang *go public* dan sahamnya tercatat (*listed*) di BEJ. Pada tahun ini tidak hanya jumlah emiten yang membengkak, tetapi jumlah perusahaan efekpun bertambah dengan pesat. Misi pasar Modal sebagai salah satu alternatif sumber pembiayaan

investasi yang dapat diandalkan sangat tampak di era ini. Dari 39 saham yang *go public* (1988-1989) hampir semuanya mengalami *initial return* yang tinggi (Jasso Winarto: 1997,39). Pada tahun 1992 juga terdapat gejala *undervalue* (IR positif) yang tinggi pada pasar perdana meskipun tingkat *undervaluation* lebih besar pada periode 1989, kemudian rata-rata *abnormal return* yang negatif pada tahun 1989 untuk minggu ke-2 menunjukkan bahwa saham menjadi *overvalued* setelah perdagangan di bursa (Husnan: 1994). Secara umum antara tahun 1989-1993 membeli saham di pasar perdana hanya untung di hari-hari pertama perdagangan pasar sekunder. Maka pada pasar perdana saham diwarnai antrean panjang, dan Bapepam akhirnya meluncurkan ketentuan mengenai penjatahan saham.

Otomasi perdagangan membuat frekuensi perdagangan terus meningkat dari tahun ke tahun. Tabel 4.5 memberikan gambaran perusahaan yang *go public* tahun 1995 dan 1996 yang sekaligus merupakan gambaran umum perusahaan yang diteliti dalam penelitian ini. Kenyataan semakin banyaknya perusahaan yang *go public* menunjukkan semakin kuat bukti bahwa "Mekanisme pasar" (permintaan dan penawaran) merupakan faktor penting untuk kelangsungan hidup perekonomian, dalam hal ini pasar modal.

Tabel 4.5 Gambaran Umum Sampel Penelitian (n = 36)

No	Perusahaan (IPO)	Tanggal listing	Jumlah Saham IPO (000)	Harga Penawaran (Rp)	Gross Proceed (000)
1	Bukaka Teknik Utama	09/01/95	40.000	3.200	128.000.000
2	Citra Marga Nushapala Persada	10/01/95	122.000	2.600	317.200.000
3	Kawasan Industri Jababeka	10/01/95	47.000	4.950	232.650.000
4	Telagamas Pertiwi	26/01/95	10.000	1.350	13.500.000
5	Hexindo Adiperkasa	13/02/95	10.000	2.800	28.000.000
6	Budi Acid Jaya	08/05/95	30.000	3.000	90.000.000
7	Tunas Ridean	16/05/95	28.000	2.700	75.600.000
8	Panin Overseas Finance	05/06/95	12.500	1.300	16.250.000
9	Sinar Mas Multiartha	05/07/95	60.000	1.800	108.000.000
10	Bimantara Citra	17/07/95	200.000	1.250	250.000.000
11	Mustika Ratu	27/07/95	27.000	2.600	70.200.000
12	Surya Hidup Satwa	08/08/95	20.660	1.125	23.242.500
13	Perdana Bangun Pusaka	22/08/95	23.000	950	21.850.000
14	Suryamas Dutamakmur	12/10/95	80.000	850	68.000.000
15	BDNI Reksadana	16/10/95	400.000	500	200.000.000
16	Tambang Timah (Persero)	19/10/95	50.330	2.900	145.957.000
17	Elang Realty	30/10/95	110.000	625	68.750.000
18	Miwon Indonesia	31/10/95	25.000	1.950	48.750.000
19	Komatsu Indonesia	31/10/95	32.000	2.100	67.200.000
20	Asahimas Flat Glass	08/11/95	86.000	2.450	210.700.000
21	Telekomunikasi Indonesia	14/11/95	933.333	2.050	1.913.332.650
22	Lippo Karawaci	28/06/96	30.800	3.250	100.100.000
23	Citatah Industri Marmer	03/07/96	44.000	2.375	104.500.000
24	Per.Perk. London Sumatra Indonesia	05/07/96	38.800	4.650	180.420.000
25	Cahaya Kalbar	09/07/96	34.000	1.100	37.400.000
26	Surya Dumai Industri	24/07/96	78.708	1.000	78.708.000
27	Ramayana Lestari Sentosa	24/07/96	80.000	3.200	256.000.000
28	Fiskaragung Perkasa	25/07/96	100.000	1.325	132.500.000
29	Kadawung Setia Industrial	29/07/96	50.000	800	40.000.000
30	Selamat Sempurna Tbk	09/09/96	34.400	1.700	58.480.000
31	Pelangi Indah Canindo Tbk	23/09/96	27.500	650	17.875.000
32	Daya Guna Samudra Tbk	24/10/96	100.000	1.950	195.000.000
33	Bank Negara Indonesia Tbk	25/11/96	1.085.032	850	922.277.200
34	Bank Umum Servitia Tbk	11/12/96	40.000	800	32.000.000
35	Siantar Top Tbk	16/12/96	27.000	2.200	59.400.000
36	Sierad Produce Tbk	27/12/96	250.000	900	225.000.000

Sumber: *JSX Statistic 1997*

Catatan: *Gross Proceed* merupakan penerimaan kotor IPO (nilai penawaran) yang dihitung dari hasil kali antara jumlah saham yang ditawarkan dan harga penawaran.

Digital Repository Universitas Jember

Tabel 4.6 menunjukkan perusahaan yang di teliti dan jenis industri masing-masing perusahaan. Sementara itu, Tabel 4.7 menunjukkan klasifikasi perusahaan yang diteliti berdasarkan jenis industri dan proporsi masing-masing industri. Secara sekilas pada Tabel 4.7 nampak bahwa prosentase terbesar sampel perusahaan yang diteliti adalah pada industri manufaktur (makanan dan minuman) yaitu sebesar 13,89% dengan 5 emiten, 11,11% untuk industri manufaktur (*Automotive and Allied Products*), dan 11,11% industri *Real Estate and Property*.

Pada tabel 4.6 nampak bahwa industri manufaktur makanan dan minuman jumlahnya mendominasi pasar, walaupun demikian bukan berarti mereka akan mampu mempengaruhi pasar saham, karena pergerakan pasar saham lebih disebabkan oleh faktor nilai kapitalisasi yang dimiliki industri tersebut. Bukti nyata nampak pada tahun 1996, dimana ada 2 perusahaan yang masuk dalam top 10 emiten yang memiliki kapitalisasi terbesar. Kondisi dua perusahaan inilah yang secara otomatis pengaruhnya besar terhadap perdagangan saham saat itu. Mereka adalah PT Telekomunikasi Indonesia (PT TELKOM) pada urutan teratas yang termasuk dalam industri komunikasi dan Bank Negara Indonesia (BNI) diurutan kedelapan yang termasuk industri perbankan (Farid dan Siswanto, 1998:55).

Tabel 4.6 Sampel Perusahaan (IPO) dan Jenis Industrinya

No	Perusahaan IPO	Kode Perusahaan	Jenis Industri
1	Bukaka Teknik Utama	BUKK	Constuction
2	Citra Marga Nushapala Persada	CMNP	Other
3	Kawasan Industri Jababeka	KIJA	Real Estate and Property
4	Telagamas Pertiwi	TMPI	Apparel and Other Textile *)
5	Hexindo Adiperkasa	HEXA	Automotive and Allied *)
6	Budi Acid Jaya	BUDI	Chemical and Allied *)
7	Tunas Ridean	TURI	Automotive and Allied *)
8	Panin Overseas Finance	POFI	Credit Agencies Other than Bank
9	Sinar Mas Multiartha	SMMA	Credit Agencies Other than Bank
10	Bimantara Citra	BMTR	Other
11	Mustika Ratu	MRAT	Other Manufacture *)
12	Surya Hidup Satwa	SHSA	Other Manufacture *)
13	Perdana Bangun Pusaka	KONI	Photographic Equipment *)
14	Suryamas Dutamakmur	SMDM	Real Estate and Property
15	BDNI Reksadana	DANA	Credit Agencies Other than Bank
16	Tambang Timah (Persero)	TINS	Mining and Mining Services
17	Elang Realty	MWON	Food and Beverages *)
18	Miwon Indonesia	ELTY	Real Estate and Property
19	Komatsu Indonesia	KOMI	Machinery *)
20	Asahimas Flat Glass	AMFG	Plastic and Glass *)
21	Telekomunikasi Indonesia	TLKM	Communication
22	Lippo Karawaci	LPKR	Real Estate and Property
23	Citatah Industri Marmer	CTTH	Mining and Mining Services
24	Per.Perk.London Sumatra Indonesia	LSIP	Agriculture, Forestry and Fishing
25	Cahaya Kalbar	CEKA	Food and Beverages *)
26	Surya Dumai Industri	SUDI	Lumber and Wood *)
27	Ramayana Lestari Sentosa	RALS	Whole Sale and Retail Trade
28	Fiskaragung Perkasa	FISK	Food and Beverages *)
29	Kedawung Setia Industrial	KDSI	Other Manufacturing *)
30	Selamat Sempurna Tbk	SMSM	Automotive and Allied *)
31	Pelangi Indah Canindo Tbk	PICO	Metal Products *)
32	Daya Guna Samudra Tbk	DGSA	Agriculture, forestry and Fishing
33	Bank Negara Indonesia Tbk	BBNI	Banking
34	Bank Umum Servitia	BUSV	Banking
35	Siantar Top Tbk	STTP	Food and Beverages *)
36	Siered Produce Tbk	SIPD	Food and Beverages *)

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory 1997*

Catatan: *) adalah industri manufaktur

Tabel 4.7 Klasifikasi perusahaan yang *go public* tahun 1995 dan 1996 Berdasarkan Jenis Industrinya

Jenis Industri	Jumlah	%	% kumulatif
Agriculture, Forestry and Fishing	1	2.78	2.78
Mining and Mining Service	2	5.55	8.33
Construction	1	2.78	11.11
Food and Beverages	5	13.89	25
Appreal and Other Textile Products	1	2.78	27.78
Lumber and Wood Products	1	2.78	30.56
Chemical and Allied Products	1	2.78	33.34
Plastic and Glass Products	1	2.78	36.12
Metal Products	1	2.78	38.90
Machinery	1	2.78	41.68
Automotive and Allied Products	4	11.11	52.79
Photographic Equipment	1	2.78	55.57
Other Manufacturing	3	8.33	63.90
Communication	1	2.78	66.68
Whole sale and Retail Trade	1	2.78	69.46
Banking	2	5.55	75.01
Credit Agencies Other than Bank	3	8.33	83.34
Real Estate and Property	4	11.11	94.45
Other	2	5.55	100.00
Total	36	100.00	

Sumber: *Capital Market Directory* BEJ 1997

Tabel 4.8 menyajikan data tentang perubahan harga pada hari pertama perdagangan dan perhitungan *initial return* milik perusahaan yang *go public* tahun 1995 dan 1996. Sebagaimana dapat dilihat dalam tabel tersebut, saham-saham dari perusahaan IPO tahun 1995 dan 1996 yang tercatat di BEJ secara rata-rata mengalami kenaikan pada hari pertama perdagangan. Apabila dalam penetapan harga kurang hati-hati, *positive initial return* tidak akan di peroleh investor pada hari pertama perdagangan, walaupun sebenarnya prospek perusahaan tersebut bagus sehingga justru diperoleh IR negatif. Hal ini seperti yang dialami oleh PT Miwon Indonesia yang *go public* tahun 1995 dengan *initial return* - 25,159 %.

Tabel 4.8 Statistik Deskriptif Harga Saham Perusahaan IPO di BEJ tahun 1995 dan 1996

No	Kode Perusahaan	Perusahaan (IPO)	Harga Penawaran (Rp)	Harga Hari I Perdagangan (Rp)	Initial Return
1	BUKK	Bukaka Teknik Utama	3.200	3.325	0,03906
2	CMNP	Citra Marga Nushapala Persada	2.600	2.625	0,00962
3	KIJA	Kawasan Industri Jababeka	4.950	4.950	0,00000
4	TMPI	Telagamas Pertiwi	1.350	1.400	0,03704
5	HEXA	Hexindo Adiperkasa	2.800	2.825	0,00893
6	BUDI	Budi Acid Jaya	3.000	3.000	0,00000
7	TURI	Tunas Ridean	2.700	2.750	0,01852
8	POFI	Panin Overseas Finance	1.300	1.300	0,00000
9	SMMA	Sinar Mas Multiartha	1.800	1.950	0,08333
10	BMTR	Bimantara Citra	1.250	1.800	0,44000
11	MRAT	Mustika Ratu	2.600	3.000	0,15385
12	SHSA	Surya Hidup Satwa	1.125	1.175	0,04444
13	KONI	Perdana Bangun Pusaka	950	900	-0,05263
14	SMDM	Suryamas Dutamakmur	850	750	-0,11765
15	DANA	BDNI Reksadana	500	425	-0,15000
16	TINS	Tambang Timah (Persero)	2.900	2.925	0,00862
17	ELTY	Elang Realty	625	625	0,00000
18	MWON	Miwon Indonesia	1.950	1.450	-0,25641
19	KOMI	Komatsu Indonesia	2.100	2.000	-0,04762
20	AMFG	Asahimas Flat Glass	2.450	2.475	0,01020
21	TLKM	Telekomunikasi Indonesia	2.050	2.100	0,02439
22	LPKR	Lippo Karawaci	3.250	3.500	0,07692
23	CTTH	Citatah Industri Marmer	2.375	2.500	0,05263
24	LSIP	Per.Perk. London Sumatra Indonesia	4.650	4.750	0,02151
25	CEKA	Cahaya Kalbar	1.100	1.175	0,06818
26	SUDI	Surya Dumai Industri	1.000	1.075	0,07500
27	RALS	Ramayana Lestari Sentosa	3.200	3.675	0,14844
28	FISK	Fiskaragung Perkasa	1.325	1.550	0,16981
29	KDSI	Kadawung Setia Industrial	800	825	0,03125
30	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	1.700	1.850	0,08824
31	PICO	Pelangi Indah Canindo Tbk	650	725	0,11538
32	DGSA	Daya Guna Samudra Tbk	1.950	2.300	0,17949
33	BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk	850	1.250	0,47059
34	BUSV	Bank Umum Servitia Tbk	800	1.125	0,40625
35	STTP	Siantar Top Tbk	2.200	2.350	0,06818
36	SIPD	Sierad Produce Tbk	900	825	-0,08333

Sumber: JSX Statistic 1997

4.2 Analisis Data

4.2.1 Statistik Deskriptif

Tabel 4.9 menyajikan gambaran statistik dari harga dan nilai IPO. Panel A berisi data untuk tahun 1995, panel B untuk data tahun 1996, dan panel C untuk tahun 1995-1996. Rata-rata harga penawaran tahun 1995 Rp. 2.050,- yang lebih tinggi sebesar 14,95 % dibanding dengan rata-rata jumlah saham yang ditawarkan pada tahun 1996 lebih besar 20,5 % dibanding rata-rata jumlah saham yang ditawarkan pada tahun 1995. Sementara itu pada panel C secara rata-rata nilai penawaran (*gross proceeds*) adalah sebesar Rp.181,5 milyar, dengan harga penawaran maksimum Rp. 4.950,- dan minimum Rp. 500,-, kemudian pada hari pertama perdagangan nilai minimum Rp.425,- dan maksimum Rp.4.950,-. Rentang yang cukup tinggi ini menunjukkan bahwa saham-saham yang IPO tahun 1995 dan 1996 mengalami volatilitas harga yang cukup tinggi. Sebagaimana diindikasikan oleh nilai standart deviasi sebesar Rp. 1,13 milyar.

Tabel 4.9 Statistik Deskriptif Harga dan Nilai IPO

Keterangan	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
Panel A: Data Th 1995 (n =21)				
P_o	2050	1068,03	500	4950
P_t	2083,33	1096,74	425	4950
IPO (000)	111.753,47	207.959,25	10.000,00	933.333,00
GP (000)	195.103.911,90	403.093.517,46	13.500.000,00	1.913.332.650,00
Panel B: Data Th 1996 (n = 15)				
P_o	1783,33	1167,86	650	4650
P_t	1965	1211,212498	725	4750
IPO (000)	134.682,67	268.941,41	27.000,00	1.085.032,00
GP (000)	162.644.013,33	223.050.040,70	17.875.000,00	922.277.200,00
Panel C: Data Th 1995 - 1996 (n = 36)				
P_o	1938,89	1102,34	500	4950
P_t	2034,027778	1130,331064	425	4950
IPO (000)	121.307,30	231.896,16	10.000,00	1.085.032,00
GP (000)	181.578.954,16	336.172.810,98	13.500.000,00	1.913.332.650,00

Sumber: Lampiran 6

Tabel 4.10 berisi gambaran statistik *initial return*. Dari tabel tersebut terlihat bahwa rata-rata *initial return* (tanpa memperhitungkan resiko) tahun 1995 sebesar 1,208 %, lebih rendah dibanding tahun 1996 yang sebesar 12,59 % (lihat panel A dan B). Hal ini konsisten dengan rata-rata harga penawaran tahun 1995 yang lebih tinggi dibanding tahun 1996. Rentang nilai yang cukup tinggi nampak pada perhitungan IR tanpa memperhitungkan resiko (IR_1) dari minus 8,33 % menjadi positif 47,05 % untuk tahun 1996 (panel B). Walaupun nilai terendah dari IR tahun 1995 dan 1996 adalah negatif akan tetapi secara rata-rata masih diperoleh IR yang positif pada penutupan hari pertama perdagangan (panel C).

Tabel 4.10 Statistik Deskriptif *Initial Return*

Keterangan	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
Panel A: Data Th 1995 (n =21)				
IR ₁ 95	0,01208	0,12931	-0,2564	0,44
IR ₂ 95	0,01261	0,12717	-0,2516	0,4329
Panel B: Data Th 1996 (n =15)				
IR ₁ 96	0,1259*	0,14265	-0,0833	0,47059
IR ₂ 96	0,12928	0,13678	-0,0911	0,4455
Panel C: Data Th 1995-1996 (n = 36)				
IR ₁ 95-96	0,05951*	0,14469	-0,2564	0,47059
IR ₂ 95-96	0,06122*	0,14187	-0,2516	0,4455

Sumber: Lampiran 7

Catatan: *) menunjukkan rata-rata signifikan pada tingkat 5 % atau p,0,05

Initial Return yang diperoleh oleh investor selama tahun penelitian adalah positif dan signifikan pada tingkat 0,05 secara keseluruhan (setelah dihitung dengan uji t), hanya pada tahun 1995 IR tidak signifikan baik IR tanpa ataupun dengan memperhitungkan resiko pasar. Akan tetapi setelah dilakukan perhitungan rata-rata IR dengan melihat kualitas penjamin emisi yang di nilai berdasar jumlah perusahaan yang dijamin dan total *fee*, hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa penjamin emisi yang berkualitas belum tentu IR yang diperoleh adalah rendah (*underpricing* rendah) secara rata-rata.

Tabel 4.11 menyajikan hasil perhitungan rata-rata IR berdasarkan kualitas penjamin emisi. Dari Tabel 4.11 nampak bahwa rata-rata IR yang diperoleh dengan penjamin emisi yang berkualitas adalah lebih kecil dibanding dengan penjamin emisi yang tidak berkualitas (berdasar peringkat lima besar), yaitu 0,12 % berbanding 2,84%. Akan tetapi rata-rata IR dengan penjamin emisi berdasar peringkat tiga besar, tidak selalu rendah untuk penjamin emisi yang berkualitas. Nampak pada rata-rata IR dengan penjamin emisi berkode 4 lebih besar dibanding rata-rata IR dengan penjamin emisi berkode 3 (berdasar total *fee* tahun 1995).

Tabel 4.11 Hasil Perhitungan Rata-rata IR dengan Melihat kualitas penjamin emisi

Keterangan		Rata-rata IR ₁ Th 1995-1996 (%)	Rata-rata IR ₂ Th 1995-1996 (%)
Panel A: Berdasarkan jumlah perusahaan yang di jamin			
Kode I:	1	0,12	0,12
	0	2,84	3,12
Kode II:	5	0,119	0,121
	4	0,117	0,115
	3	5,09	5,57
	2	-4,044	-2,715
	1	4,23	3,89
	0	3,43	3,5
Panel B: Berdasar Total <i>Fee</i> yang diperoleh			
Kode I:	1	1,34	1,34
	0	1,7	1,97
Kode II:	5	0,205	0,204
	4	5,54	5,59
	3	-4,83	-3,98
	2	3,55	3,58
	1	5,33	6,12
	0	3,43	3,5

Sumber: lampiran 5

Catatan:

Kode I, nilai 1 untuk penjamin emisi yang berkualitas dan 0 untuk penjamin emisi yang tidak berkualitas (berdasar peringkat lima besar). Sedangkan untuk kode II, nilai 5 adalah untuk penjamin emisi paling berkualitas, kemudian 4 adalah kualitas penjamin dibawah 5, dan seterusnya (berdasar peringkat tiga besar).

4.2.2 Bukti Empiris

Setelah diketahui data tentang harga dan *initial return*, maka selanjutnya bisa dilakukan pengolahan data melalui pengujian hipotesis korelasi dari permasalahan yang ada. Pengolahan data ini meliputi analisis korelasi antara kualitas penjamin emisi dan *initial return*, yang kemudian diuji dengan menggunakan t-test, dan akan lebih diyakinkan lagi dengan analisis regresi linier sederhana. Dalam analisis ini data yang dipakai adalah kualitas penjamin emisi (yang telah diberi nilai) dan *initial return* (tanpa dan dengan memperhitungkan resiko pasar) seperti pada lampiran 5, kemudian dicari korelasinya dan dilanjutkan dengan pengujian terhadap hipotesis.

Analisis korelasi dilakukan dengan menggunakan bantuan program SPSS (*statistical program for social solution*). Hasilnya adalah nampak pada matriks korelasi Pearson tabel 4.12. Hasil analisis korelasi menunjukkan bahwa *initial return* yang dihitung dengan mempertimbangkan resiko pasar (IR_1) adalah berhubungan positif dan signifikan dengan kualitas penjamin emisi berdasar total *fee* yang diperoleh ($p < 0,05$) baik untuk peringkat lima besar maupun tiga besar. Demikian juga untuk IR yang tanpa memperhitungkan resiko berhubungan positif dan signifikan ($p < 0,05$) dengan penjamin emisi berdasar total *fee*. Sedangkan untuk kualitas penjamin emisi yang dinilai berdasarkan jumlah perusahaan yang di jamin, berhubungan positif dengan *initial return* (baik IR_1 maupun IR_2) akan tetapi tidak signifikan.

Tabel 4.12 Matriks Korelasi Pearson

	TBP	LBP	TBF	LBF	IR ₁	IR ₂
TBP	1,000					
LBP	0,800**	1,000				
TBF	0,919**	0,736**	1,000			
LBF	0,743**	0,818**	0,831**	1,000		
IR ₁	0,249	0,308	0,335*	0,396*	1,000	
IR ₂	0,254	0,303	0,337*	0,395*	0,997*	1,000

Sumber: lampiran 8

Catatan: TBP (Tiga Besar Perusahaan), dan LBP (Lima Besar Perusahaan) merupakan kode penjamin emisi berdasarkan jumlah perusahaan yang dijamin sesuai dengan peringkatnya; TBF (Tiga Besar Fee), dan LBF (Lima Besar Fee) merupakan kode penjamin emisi berdasarkan total fee yang diperoleh sesuai dengan peringkatnya; IR₁ adalah *Initial Return* tanpa memperhitungkan resiko pasar; IR₂ adalah *Initial Return* dengan memperhitungkan resiko pasar (IHSG).

* signifikan pada 0,01 (*two-tailed*), ** signifikan pada 0,05 (*two-tailed*)

Untuk uji hipotesis korelasi antara *initial return* dan kualitas penjamin emisi dilakukan dengan tahapan sebagai berikut:

1. Merumuskan hipotesis penelitian dimana hipotesis kerja yang dirumuskan merupakan kebalikan hipotesis nol.

Ho : $\rho > 0$ (X berkorelasi positif dengan Y)

Ha : $\rho < 0$ (X berkorelasi negatif dengan Y).

2. Menentukan taraf nyata pengujian (*level of significant*) atau $\alpha = 5\%$, dengan *degree of freedom* ($df = 36 - 2 = 34$) dan uji dilakukan pada dua sisi sehingga diperoleh nilai kritis atau tabel t sebesar 2,3451.

3. Menentukan nilai t hitung

Dari data yang ada dalam korelasi Pearson dengan menggunakan program SPSS diperoleh hasil yang signifikan ($p < 0,05$) koefisien korelasi (r) sebesar 0,335 untuk IR₁ dan TBF ($t_o = 2,073$); r sebesar 0,337 untuk IR₂ dan TBF ($t_o = 2,09$); untuk IR₁ dan LBF r sebesar 0,396 ($t_o = 2,518$); serta r sebesar 0,395 untuk IR₂ dan LBF ($t_o = 2,508$).

4. Kesimpulan

Membandingkan nilai t hitung (t_0) dengan t tabel. Dengan membandingkan t hitung dengan t tabel, dimana t tabel berada antara nilai negatif dan positif, maka dapat disimpulkan antara kualitas penjamin emisi dan tingkat *underpricing*.

Untuk selanjutnya digunakan analisis regresi sederhana (*simple regression*) untuk melihat sejauh mana keterkaitan antara kualitas penjamin emisi dan tingkat *underpricing* (*Initial Return / IR*).

4.3 Pembahasan

Dari analisis data yang telah dilakukan diatas maka dapat diketahui bahwa untuk kualitas penjamin emisi yang berhubungan positif dan signifikan ($p < 0,05$) dengan tingkat *initial return* adalah penjamin emisi yang dikelompokkan berdasarkan total *fee* yang diperoleh, baik untuk peringkat tiga besar maupun lima besar. Sedangkan untuk kualitas penjamin emisi yang dikelompokkan berdasar jumlah perusahaan adalah berhubungan positif (ada hubungan) tetapi tidak signifikan. Tabel 4.13 memberikan gambaran tentang besarnya koefisien korelasi dan t hitung. Nampak bahwa nilai t hitung yang lebih besar dari pada t tabel atau t hitung lebih kecil dari $-t$ tabel (H_0 diterima) hanya ada pada hubungan IR dan kualitas penjamin emisi berdasar total *fee* yang diperoleh untuk peringkat lima besar.

Tabel 4.13 Gambaran Uji hipotesis

Keterangan		Koefisien Korelasi	T hitung (t_0)	T tabel
IR ₁	TBP	0,249	1,5	2,0322
	LBP	0,308	1,891	
	TBF	0,335	2,073	
	LBF	0,396	2,515	
IR ₂	TBP	0,254	1,532	
	LBP	0,303	1,853	
	TBF	0,337	2,09	
	LBF	0,395	2,506	

Sumber: lampiran 8.9

Dari Tabel 4.13 tersebut terlihat bahwa meskipun penjamin emisi berhubungan positif, tetapi tidak semua signifikan pada tingkat yang ditentukan. Dalam tabel tersebut juga nampak bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa kualitas penjamin emisi berhubungan negatif dengan tingkat *underpricing* (*initial return*) tidak terjawab. Melihat dari besarnya nilai koefisien korelasi, nampak bahwa meskipun terdapat hubungan yang positif akan tetapi sangat lemah (lebih kecil dari 0,5). Dari tabel tersebut juga terlihat bahwa besarnya koefisien korelasi antara IR dengan penjamin emisi berdasar peringkat tiga besar adalah lebih kecil dibanding penjamin emisi berdasar peringkat lima besar, dari 0,249 (antara IR₁ dan TBP) menuju 0,308 (antara IR₁ dan LBP). Begitu juga yang terjadi pada penjamin emisi berdasar pada peringkat dari total *fee* yang diperoleh.

Hasil perhitungan dengan menggunakan analisis regresi sederhana, nampak pada Tabel 4.14. Pada tabel tersebut nampak bahwa koefisien regresi (TBF) dengan koefisien konstanta *Initial Return* tanpa memperhitungkan resiko pasar (IR₁) adalah negatif sebesar 0,063 dan signifikan pada $p < 0,05$ ini menunjukkan bahwa apabila penjamin emisi yang berkualitas (digolongkan berdasarkan total *fee* dengan peringkat tiga besar)

tidak ada maka akan diperoleh IR yang negatif, demikian sebaliknya (untuk koefisien konstanta yang positif). IR dengan memperhitungkan resiko pasar (IR_2) yang diperoleh masih positif, dari penggolongan penjamin emisi yang berkualitas (baik berdasar jumlah perusahaan yang dijamin dan total *fee* yang diperoleh untuk semua peringkat).

Tabel 4.14 Koefisien Regresi

Keterangan	Koefisien Konstanta	Koefisien Indep. Var.	T Value Konstanta	T Value Indep. Var
Panel A: Dep. Var. IR_1				
Indep. Var: TBP	0,014	0,019	0,379	1,498
LBP	0,028	0,093	0,996	1,887
TBF	-0,063	0,025	-0,017	2,073*
LBF	0,017	0,118	0,605	2,518*
Panel B: Dep. Var. IR_2				
Indep. Var: TBP	0,016	0,019	0,434	1,528
LBP	0,031	0,090	1,115	1,857
TBF	0,018	0,024	0,051	2,088*
LBF	0,019	0,115	0,713	2,508*

Sumber: lampiran 10

Catatan: * signifikan pada $p < 0,05$

Secara rata-rata memang telah diperoleh *initial return* yang positif pada hari pertama perdagangan, serta pada perhitungan rata-rata IR yang diperoleh oleh investor, tidak semua investor memperoleh *initial return* yang rendah karena penjamin yang berkualitas. Nampak dalam penentuan hargaupun penjamin sangat berhati-hati. Selain dengan pertimbangan nilai perusahaan, ternyata pejamin juga harus memperhatikan faktor permintaan dan penawaran yang ada di bursa, telah dibuktikan oleh PT TELKOM sebagai emiten dengan nilai IPO terbesar tahun 1995.

V. SIMPULAN DAN SARAN

5.1 SIMPULAN

Penelitian ini mencoba menguji hubungan antara kualitas penjamin emisi dan tingkat *underpricing* (*initial return*) pada perusahaan yang baru *go public* di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Secara rata-rata *Initial Return* (IR) yang diperoleh para investor selama tahun penelitian dan pada sampel penelitian adalah positif. Dari hasil perhitungan rata-rata IR yang telah dilakukan, menunjukkan bahwa tidak semua penjamin emisi yang berkualitas memiliki IR yang rendah.

Penelitian yang menggunakan sampel sebanyak 36 perusahaan IPO, ini menemukan bukti adanya hubungan yang positif antara IR baik dengan atau tanpa memperhitungkan resiko pasar (IHSG) dan kualitas penjamin emisi dalam semua kategori. Dari hasil perhitungan koefisien korelasi Pearson nilai r lebih kecil dari 0,5 ini berarti bahwa meskipun terdapat hubungan antara kualitas penjamin emisi dan tingkat *underpricing*, tetapi hubungan ini sangat lemah. Koefisien korelasi IR_1 dengan penjamin emisi berdasar jumlah perusahaan yang dijamin (tiga besar) sebesar 0,249, sedang untuk lima besar sebesar 0,308. Untuk penjamin emisi berdasar total *fee* yang diperoleh (untuk tiga besar adalah 0,335, untuk lima besar adalah 0,396). Sedangkan untuk koefisien korelasi IR_2 dan penjamin emisi berdasar jumlah perusahaan yang dijamin sebesar 0,254 (untuk tiga besar), 0,303 untuk lima besar. Serta untuk penjamin emisi berdasar total *fee* yang diperoleh memiliki koefisien korelasi 0,337 untuk tiga besar dan 0,395 untuk lima besar.

Secara keseluruhan telah diperoleh hasil bahwa terdapat hubungan antara kualitas penjamin emisi dan tingkat *underpricing*, akan tetapi hasilnya berlawanan dengan yang diduga (tidak terbukti).

5.2 Saran

Hasil dari penelitian ini mungkin saja disebabkan oleh kurang tepatnya penggunaan *proxy* untuk penilaian kualitas penjamin emisi serta tingkat *initial return*. Untuk penelitian mendatang disarankan untuk menggunakan *proxy* lain yang lebih dapat mewakili penilaian tingkat IR. Serta mungkin bisa ditambahkan variabel lain untuk mengetahui tingkat IR (*underpricing*) yang terjadi. Hal ini dilakukan agar mendapatkan hasil yang lebih baik di masa mendatang.

Fenomena *underpricing* masih terjadi di Indonesia. Kecenderungan ini hendaknya bisa diperkecil dengan pemeringkatan kualitas penjamin emisi yang lebih baik lagi. Sebab selama ini memang belum ada patokan khusus dari pemerintah yang digunakan untuk menilai bahwa penjamin emisi itu berkualitas atau tidak. Sehingga sebaiknya untuk segera dibuat peringkat penjamin emisi yang valid. Sebab untuk kondisi sekarang ini pasar modal di Indonesia terbukti masih belum efisien.

Bagi para investor diharapkan untuk sedapat mungkin bermain dengan *fair* di pasar modal, sebab apabila berinvestasi di pasar modal dengan orientasi jangka pendek akan beresiko tinggi. Walaupun secara umum akan diperoleh *gain* akan tetapi hal ini akan berakibat buruk pada kualitas pasar modal kita. Serta hendaknya diperhatikan pula tentang perusahaan penjamin yang melakukan penjaminan.

Perusahaan penjamin yang sangat berperan dalam proses IPO hendaknya benar-benar diperhatikan oleh calon emiten yang akan *go public*, kalau perlu dilakukan pengetesan terhadap penjamin emisi yang menawarkan diri agar tidak terjadi kegagalan dalam IPO.

DAFTAR PUSTAKA

- Benveniste, L.M., and Spindt, P.A., 1989, "How Investment Bankers Determine The Offer Price and Allocation of New Issues", *Journal of Financial Economics*, 24 : 343-361
- Booth, J.R. dan Chua L., 1996, "Ownership dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing", *Journal of financial Economics*. 41 : 291-310
- Carter, R. dan S. Manaster, 1990, "Initial public offerings and underwriter reputation", *Journal of finance*, 45 (4) 1045-1067
- Hanafi, M., 1998, Efisiensi Emisi Saham Baru di Bursa Efek Jakarta (1989-1994), *Kelola* No. 17, Vol. VIII, UGM, Yogyakarta
- Harianto, F. dan Sudomo S., 1988, Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia, *PT. Bursa Efek Jakarta*, Jakarta
- Hayes S.L, 1971, "Investment Banking Power Structure in Flux", *Havard Bussiness Review*, (March – April) : 136-152
- Husnan, Suad, 1991, "The First Issues Market : The Chase of The Indonesian Bull Market", *Jurnal Ekonomi Indonesia* Vol. 2 NO. 1 : 16-32
- _____, _____. 1994, "The First Issues Market: Comparison on The Two Different Periods in The Indonesian Market", dalam *Pacific-Basin Capital Markets (PACAP)* ke-6, Jakarta
- Ibbotson, R.G. dan Ritter, J.R., 1995, "Initial Public Offerings", dalam R. Jarrow et.al (Eds). *Handbooks in Operation Research and Management Science*. Vol. 9, hal. 993-1016
- Indonesian Capital Market Directory, 1997, *BEJ*, Jakarta
- M. Johnson dan R.E. Miller, 1988, "Investment Banker Prestige and The Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Financial Management*, Summer : 19-30
- Maxi, A. 1995, "Membuka Tabir Misteri IPO", dalam *Uang dan Efek* hal. 60, Desember, Jakarta

- Rina, T. 1999, "Pengaruh Informasi Prospektus pada Return Saham di Pasar Perdana", dalam *Simposium Nasional Akuntansi II IAI-KAPd*, Universitas Brawijaya, Malang
- Riyanto, B., 1994, *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*, BPFE, Yogyakarta
- Rizka, Y. 1995, "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Underpricing pada Penawaran Perdana Emisi yang Listing di Bursa Efek Jakarta Periode 1989-1994". Thesis Master. Tidak dipublikasikan, *Universitas Gajah Mada*. Yogyakarta
- Rock, K. 1986, "Why New Issues are Underpriced", *Journal of Financial Economics*, 15 : 187-212
- Romanus Muda, 1996, IPO di Tengah Optimisme Pasar, dalam *Bisnis Indonesia*, Edisi 15 Juli
- Sitompul, A., 1996, *Pasar Modal (Penawaran Umum dan Permasalahannya)*, PT. Citra Aditya Bakti, Bandung
- Sumantoro, 1990, Pengantar Tentang Pasar Modal di Indonesia, 64, *Graha Indonesia*, Jakarta
- Supranto, J. 1992, *Statistik Pasar Modal*, hal. 192, Rineka Cipta. Jakarta
- Titman, S. dan B. Trueman. 1986, "Information Quality and The Valuation of New Issues", *Journal of Accounting and Economics*, 8 : 159-172
- Winarto, J., 1997, *Pasar Modal Indonesia: Retrospeksi Lima Tahun Swastanisasi BEJ*, Pustaka Sinar Harapan, Jakarta

Lampiran 1 Perhitungan *Initial Return*, Tahun 1995

No	Kode Perusahaan	Harga Penawaran (Rp)	Harga Hari Pertama Perdagangan (Rp)	IHSG °	IHSG ₁	<i>Initial Return</i> (IR ₁)	<i>Initial Return</i> (IR ₂)
1	BUKK	3.200	3.325	481.222	477.042	0,03906	0,04775
2	CMNP	2.600	2.625	477.042	468.687	0,00962	0,02713
3	KJA	4.950	4.950	477.042	468.687	0,00000	0,01751
4	TMPI	1.350	1.400	432.958	434.460	0,03704	0,03357
5	HEXA	2.800	2.825	453.314	455.704	0,00893	0,00366
6	BUDI	3.000	3.000	427.010	428.534	0,00000	-0,00357
7	TURI	2.700	2.750	461.526	463.498	0,01852	0,01425
8	POFI	1.300	1.300	493.422	497.261	0,00000	-0,00778
9	SMMA	1.800	1.950	493.349	498.586	0,08333	0,07272
10	BMTR	1.250	1.800	508.264	511.873	0,44000	0,43290
11	MRAT	2.600	3.000	509.942	510.729	0,15385	0,15230
12	SHSA	1.125	1.175	515.741	517.483	0,04444	0,04107
13	KONI	950	900	498.034	499.100	-0,05263	-0,05477
14	SMDM	850	750	496.284	495.422	-0,11765	-0,11591
15	DANA	500	425	496.563	496.012	-0,15000	-0,14889
16	TINS	2.900	2.925	499.480	501.618	0,00862	0,00434
17	ELTY	625	625	494.467	490.810	0,00000	0,00740
18	MWON	1.950	1.450	490.810	488.446	-0,25641	-0,25159
19	KOMI	2.100	2.000	490.810	488.446	-0,04762	-0,04280
20	AMFG	2.450	2.475	489.905	487.458	0,01020	0,01520
21	TLKM	2.050	2.100	467.351	469.286	0,02439	0,02025
	Jumlah					0,25369	0,26472

Sumber: Tabel 4.8. *JSX Statistic* (1995)

Lampiran 2. Perhitungan *Initial Return*, Tahun 1996

No	Kode Perusahaan	Harga Penawaran (Rp)	Harga Hari Pertama Perdagangan (Rp)	IHSG ^o	IHS ^t	<i>Initial Return</i> (IR ₁)	<i>Initial Return</i> (IR ₂)
1	LPKR	3.250	3.500	592.038	594.259	0,07692	0,07317
2	CTTH	2.375	2.500	594.408	594.071	0,05263	0,05320
3	LSIP	4.650	4.750	588.612	575.050	0,02151	0,04455
4	CEKA	1.100	1.175	573.832	574.890	0,06818	0,06634
5	SUDI	1.000	1.075	578.185	571.726	0,07500	0,08617
6	RAIS	3.200	3.675	578.185	571.726	0,14844	0,15961
7	FISK	1.325	1.550	571.726	568.447	0,16981	0,17555
8	KDSI	800	825	561.309	540.738	0,03125	0,06790
9	SMSM	1.700	1.850	543.751	542.517	0,08824	0,09050
10	FICO	650	725	568.994	570.167	0,11538	0,11332
11	DGSA	1.950	2.300	575.402	575.886	0,17949	0,17865
12	BBNI	850	1.250	612.861	628.237	0,47059	0,44550
13	BUSV	800	1.125	626.679	626.574	0,40625	0,40642
14	STTP	2.200	2.350	624.458	623.614	0,06818	0,06953
15	SIPD	900	825	632.497	637.432	-0,08333	-0,09114
Jumlah						1,88853	1,93927

Sumber: Tabel 4.8, *JSX Statistic* (1996)

Lampiran 3. Perhitungan Rata-rata *Initial Return*, Tahun 1995-1996

Cara mencari Rata-rata *Initial Return* pada tiap-tiap tahun adalah:

1. Menghitung rata-rata *initial return* tahun 1995, tanpa memperhitungkan resiko pasar (Data lampiran 1).

$$\begin{aligned}\bar{IR}_{1(95)} &= \frac{\sum_{t=1}^n IR_1}{n} \\ &= \frac{0,25369}{21} \\ &= 0,01208 \\ &= 1,208 \%\end{aligned}$$

2. Menghitung rata-rata *initial return* tahun 1995, dengan memperhitungkan resiko pasar (Data lampiran 1)

$$\begin{aligned}\bar{IR}_{2(95)} &= \frac{\sum_{t=1}^n IR_2}{n} \\ &= \frac{0,26472}{21} \\ &= 0,01260 \\ &= 1,260 \%\end{aligned}$$

3. Menghitung rata-rata *initial return* tahun 1996, tanpa memperhitungkan resiko pasar (Data lampiran 2)

$$\begin{aligned}\bar{IR}_{1(96)} &= \frac{\sum_{t=1}^n IR_1}{n} \\ &= \frac{1,8885}{15} \\ &= 0,12590 \\ &= 12,590 \%\end{aligned}$$

4. Menghitung rata-rata *initial return* tahun 1996, dengan memperhitungkan resiko pasar (Data lampiran 2)

$$\begin{aligned}\bar{IR}_{2(96)} &= \frac{\sum_{t=1}^n IR_2}{n} \\ &= \frac{1,93927}{15} \\ &= 0,12928 \\ &= 12,928 \%\end{aligned}$$

Lanjutan lampiran 3

5. Menghitung rata-rata *initial return* tahun 1995-1996

(Data no.1,2,3,4 lampiran 3)

Initial return tanpa memperhitungkan resiko pasar

$$\begin{aligned}\bar{IR}_{1(95,96)} &= \frac{\bar{IR}_{195} (n_{95}) + \bar{IR}_{196} (n_{96})}{n_{95} + n_{96}} \\ &= \frac{0,01208 (21) + 0,12590 (15)}{21 + 15} \\ &= \frac{2,14218}{36} \\ &= 0,0595 \\ &= 5,95 \%\end{aligned}$$

Initial return dengan memperhitungkan resiko pasar

$$\begin{aligned}\bar{IR}_{2(95,96)} &= \frac{\bar{IR}_{295} (n_{95}) + \bar{IR}_{296} (n_{96})}{n_{95} + n_{96}} \\ &= \frac{0,01260 (21) + 0,12928 (15)}{21 + 15} \\ &= \frac{2,2038}{36} \\ &= 0,0612 \\ &= 6,12 \%\end{aligned}$$

Lampiran 4. Data Perusahaan Penjamin Emisi pada Perusahaan yang baru *go public* tahun 1995-1996 *)

No	Perusahaan Penjamin Emisi	Total Fee	TBF	LBF	Jumlah Perusahaan Yang dijamin	TBP	LBP
1	PT Danareksa Sekuritas	167.887.382.548	5	1	40	5	1
2	PT Makindo	43.677.000.000	5	1	9	4	1
3	PT Jaerdine Fleming Nusantara	3.000.620.000	5	1	10	5	1
4	PT WI Car Indonesia	24.848.000.000	4	1	6	3	0
5	PT Lippo Securities	20.240.824.000	4	1	9	4	1
6	PT Pentasena Arhasentosa	18.380.400.000	4	0	7	4	0
7	PT Usaha Bersama Sekuritas	15.008.000.000	3	0	2	2	0
8	PT Niaga Securities	14.852.800.000	3	0	3	3	0
9	PT BDN I Securities	13.146.080.000	3	0	2	2	0
10	ING Barring Securities Indonesia	10.400.000.000	2	0	1	1	0
11	PT Indovest Securities	5.338.206.000	2	0	10	5	1
12	PT Normura Indonesia	4.591.960.000	2	0	4	3	0
13	PT Timegah Securindo Lestari	4.320.000.000	1	0	1	1	0
14	PT Bhakti Investama	4.077.600.000	1	0	2	2	0
15	PT Bahana Securities	3.828.000.000	1	0	1	1	0
16	PT Sung Hung Kai Sec. Indonesia	617.400.000	0	0	1	0	0
17	PT Asian Development	540.000.000	0	0	1	0	0
18	PT HSBC Securities Indonesia	0	0	0	0	0	0
19	BZW Niagh Securities	0	0	0	0	0	0
20	PT Panin Securities	0	0	0	0	0	0
21	PT Aspak Uppindo Sekuritas	0	0	0	0	0	0
22	PT Pratama Penaganarta	0	0	0	0	0	0
23	PT Asjaya Indosurya	0	0	0	0	0	0
24	PT Jade Securities	0	0	0	0	0	0

*) adalah peringkat penjamin emisi tahun 1977 - Agustus 1995, tidak termasuk emisi kedua dan emisi obligasi
 Sumber: *Indonesian Capital Market Directory 1997*, Majalah Uang dan Efek Oktober 1995

Lampiran 5. Dat. Perusahaan IPO dan Kode Penjamin Emisi (Tahun 1995-1996)

N	Kode Emiten	Perusahaan (IPO)	Penjamin Emisi	TBP	LBP	TBF	LBF	Initial Return (R ₁)	Initial Return (R ₂)
1	BUKK	Bukaka Teknik Utama	PT Lippo Securities	4	1	4	1	0,03906	0,04775
2	CMNP	Citra Marga Nushapala Persada	PT Usaha Bersama Sekuritas	2	0	3	0	0,00962	0,02713
3	KJA	Kawasan Industri Jababeka	PT Niaga Securities	3	0	3	0	0,00000	0,01751
4	TMPI	Telagamas Pertiwi	PT Asian Development Securities	0	0	0	0	0,03704	0,03357
5	HEXA	Hexindo Adiperkasa	PT Makindo	4	1	5	1	0,00893	0,00366
6	BUDI	Budi Acid Jaya	PT Lippo Securities	4	1	4	1	0,00000	-0,00357
7	TURI	Tunas Rideen	PT Jardine Fleming Nusantara	5	1	5	1	0,01852	0,01425
8	POFI	Panin Overseas Finance	PT Nomura Indonesia	3	0	2	0	0,00000	-0,00778
9	SMMA	Sinar Mas Mulihartha	PT Trimegah Sekurindo Lestari	1	0	1	0	0,08333	0,07272
10	BMIR	Rimantara Citra	PT Makindo	4	1	5	1	0,44000	0,43290
11	MRAT	Mustika Ratu	PT WI Car Indonesia	3	0	4	1	0,15385	0,15230
12	SHEA	Surya Hidup Satwa	PT HSBC Securities Indonesia	0	0	0	0	0,04444	0,04107
13	KONI	Perdana Bangun Pusaka	PT BDN Securities	2	0	3	0	-0,05263	-0,05477
14	SMDM	Suryamas Dutaalamur	PT Trimegah Sekurindo Lestari	1	0	1	0	-0,11765	-0,11591
15	DANA	BDNI Reksadana	PT BDN Securities	2	0	3	0	-0,15000	-0,14889
16	TINS	Tembang Tirnah (Fersero)	BZW Niaga Securities	0	0	0	0	0,00862	0,00434
17	ELTY	Elang Realty	PT Panin Securities	0	0	0	0	0,00000	0,00740
18	MWON	Miwon Indonesia	PT Sung Hung Kai Sec. Indonesia	0	0	0	0	-0,25641	-0,25159
19	KOMI	Komatsu Indonesia	PT Nomura Indonesia	3	0	2	0	-0,04762	-0,04280
20	AMFG	Asahimas Flat Glass	PT Indovest Securities	5	1	2	0	0,01020	0,01520
21	TKM	Telekomunikasi Indonesia	PT Bahana Securities	1	0	1	0	0,02439	0,02025
22	LPKR	Lippo Karawaci	PT Pentasena Arbasentosa	4	0	4	0	0,07692	0,07317
23	CTTH	Cititah Industri Marmer	PT Lippo Securities	4	1	4	1	0,05263	0,05320
24	LSIP	Per. Perk. London Sumatra Indonesia	PT Danareksa Sekuritas	5	1	5	1	0,02151	0,04455
25	CEKA	Cahaya Kalbar	PT Aspac Uppindo Sekuritas	0	0	0	0	0,06818	0,06634
26	SUDI	Surya Dumai Industri	PT Danareksa Sekuritas	5	1	5	1	0,07500	0,08617
27	RALS	Ramayana Lestari Sentosa	PT WI Car Indonesia	3	0	4	1	0,14844	0,15961
28	FISK	Fiskregung Perkasa	PT Pratama Penaganarta	0	0	0	0	0,16981	0,17555
29	KDSI	Kadawung Setia Industrial	PT Bhakti Investama	2	0	1	0	0,03125	0,06790
30	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	PT Asjaya Indosurya Securities	0	0	0	0	0,06824	0,09050
31	PICO	Pelangi Indah Cemindo Tbk	PT Panin Sekuritas	0	0	0	0	0,11538	0,11332
32	DGSA	Daya Guna Sempudra Tbk	ING Baring Sec. Indonesia	1	0	2	0	0,17849	0,17865
33	BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk	PT Danareksa Sekuritas	5	1	5	1	0,47059	0,44550
34	BUSV	Bank Umum Servita Tbk	PT Makindo	4	1	5	1	0,40625	0,40642
35	STIP	Siantar Top Tbk	PT Jade Securities	0	0	0	0	0,06818	0,06953
36	SIPD	Sierad Produce Tbk	PT Lippo Securities	4	1	4	1	-0,08333	-0,09114

Sumber: lampiran 1, 2, 4

Lampiran 6 Statistik Deskriptif (*out put*) SPSS Tahun 1995-1996

Descriptive Statistics Tahun 1995

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
P0	21	500	4950	2050	1068,029728
PT	21	425	4950	2083,333333	1096,737586
IPO	21	10000000	933333000	111753476,2	207959257,4
GP	21	13500000000	1,91333E+12	1,95104E+11	4,03094E+11
Valid N (listwise)	21				

Descriptive Statistics Tahun 1996

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
P0	15	650	4650	1783,333333	1167,860783
PT	15	725	4750	1965	1211,212498
IPO	15	27000000	1085032000	134682666,7	268941412,9
GP	15	17875000000	9,22277E+11	1,62644E+11	2,2305E+11
Valid N (listwise)	15				

Descriptive Statistics Tahun 1995-1996

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
P0	36	500	4950	1936,888889	1102,342383
PT	36	425	4950	2034,027778	1130,331064
IPO	36	10000000	1085032000	121307305,6	231896166,3
GP	36	13500000000	1,91333E+12	1,81579E+11	3,36173E+11
Valid N (listwise)	36				

Sumber: Tabel 4.5

Lampiran 7. Statistik Deskriptif IR (output SPSS)

Descriptive Statistics Tahun 1995					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
IR195	21	-0,25641	0,44	0,012080476	0,129312656
Valid N (listwise)	21				
IR295	21	-0,25159	0,4329	0,012606667	0,127165583
Valid N (listwise)	21				

Descriptive Statistics Tahun 1996					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
IR196	15	-0,08333	0,47059	0,125902667	0,142653156
Valid N (listwise)	15				
IR296	15	-0,09114	0,4455	0,129284667	0,136778399
Valid N (listwise)	15				

Descriptive Statistics Tahun 1995-1996					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
IR19596	36	-0,25641	0,47059	0,059506389	0,144686334
Valid N (listwise)	36				
IR29596	36	-0,25159	0,4455	0,0612225	0,141871038
Valid N (listwise)	36				

Sumber: lampiran 1,2

Lampiran 8. Hasil Perhitungan Koefisien Korelasi dengan SPSS
Correlations

	TBP	LBP	TBF	LBF	IR1	IR2
TBP						
Pearson Correlation	1	0,80023	0,91937	0,74349	0,24882	0,25351
Sig. (2-tailed)		4,8E-10	1,8E-16	1,6E-07	0,14337	0,135732
N	36	36	36	36	36	36
LBP						
Pearson Correlation	0,8002305	1	0,73646	0,81786	0,30783	0,303384
Sig. (2-tailed)	4,8494E-10		2,5E-07	2,9E-11	0,06778	0,072063
N	36	36	36	36	36	36
TBF						
Pearson Correlation	0,91936651	0,73646	1	0,8307	0,33498	0,337174
Sig. (2-tailed)	1,8424E-16	2,5E-07		2,2E-12	0,04582	0,044329
N	36	36	36	36	36	36
LBF						
Pearson Correlation	0,74348607	0,81786	0,8307	1	0,3964	0,395105
Sig. (2-tailed)	1,565E-07	2,9E-11	2,2E-12		0,01669	0,017083
N	36	36	36	36	36	36
IR1						
Pearson Correlation	0,24881672	0,30783	0,33498	0,3964	1	0,997452
Sig. (2-tailed)	0,14337432	0,06778	0,04582	0,01669		1,84E-16
N	36	36	36	36	36	36
IR2						
Pearson Correlation	0,25351011	0,30338	0,33717	0,39511	0,99745	1
Sig. (2-tailed)	0,13573236	0,07206	0,04433	0,01708	1,8E-16	
N	36	36	36	36	36	36

** Correlation is significant at the 0 01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0 05 level (2-tailed).

Sumber: lampiran 5

Lampiran 9. Perhitungan t hitung

1. Mencari t hitung untuk korelasi antara IR dan TBQ

$$r = 0,249; n = 36$$

$$\begin{aligned} t_o &= \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}} \\ &= \frac{0,249\sqrt{36-2}}{\sqrt{1-(0,249)^2}} \\ &= \frac{0,249(5,831)}{\sqrt{0,938}} \\ &= \frac{1,452}{0,968} \\ &= 1,5 \end{aligned}$$

2. Mencari t hitung untuk korealsi antara IR dan LBP

$$r = 0,308; n = 36$$

$$\begin{aligned} t_o &= \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}} \\ &= \frac{0,308\sqrt{34}}{\sqrt{1-(0,308)^2}} \\ &= \frac{0,249(5,831)}{\sqrt{0,905}} \\ &= \frac{1,796}{0,95} \\ &= 1,890 \end{aligned}$$

Lanjutan lampiran 9

3. Mencari t hitung untuk korelasi antara IR₁ dan TBF

$$r = 0,335; n = 36$$

$$\begin{aligned}t_0 &= \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}} \\&= \frac{0,335 \sqrt{34}}{\sqrt{1-(0,308)^2}} \\&= \frac{1,953}{0,942} \\&= 2,073\end{aligned}$$

4. Mencari t hitung untuk korelasi antara IR₁ dan LBF

$$r = 0,396; n = 36$$

$$\begin{aligned}t_0 &= \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}} \\&= \frac{0,396\sqrt{34}}{\sqrt{1-(0,396)^2}} \\&= \frac{2,308}{0,918} \\&= 2,514\end{aligned}$$

5. Mencari t hitung untuk korelasi antara IR₂ dan TBP

$$r = 0,254; n = 36$$

$$\begin{aligned}t_0 &= \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}} \\&= \frac{0,254\sqrt{34}}{\sqrt{1-(0,254)^2}} \\&= \frac{1,481}{0,935} \\&= 1,548\end{aligned}$$

Lanjutan Lampiran 9

6. Mencari t hitung untuk korelasi antara IR₂ dan LBP

$$r = 0,303; n = 36$$

$$\begin{aligned}t_0 &= \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}} \\ &= \frac{0,303\sqrt{34}}{\sqrt{1-(0,303)^2}} \\ &= \frac{1,766}{0,953} \\ &= 1,853\end{aligned}$$

7. Mencari t hitung untuk korelasi antara IR₂ dan TBF

$$r = 0,337; n = 36$$

$$\begin{aligned}t_0 &= \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}} \\ &= \frac{0,337\sqrt{34}}{\sqrt{1-(0,337)^2}} \\ &= \frac{1,965}{0,941} \\ &= 2,088\end{aligned}$$

8. Mencari t hitung untuk korelasi antara IR₂ dan TBF

$$r = 0,395; n = 36$$

$$\begin{aligned}t_0 &= \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}} \\ &= \frac{0,395\sqrt{34}}{\sqrt{1-(0,395)^2}} \\ &= \frac{2,303}{0,918} \\ &= 2,508\end{aligned}$$

Lampiran 10. Hasil Perhitungan Koefisien Regresi Sederhana dengan SPSS

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	0,015	0,038		0,379	0,707
TBP	0,019	0,013	0,249	1,498	0,143
(Constant)	0,028	0,029		0,998	0,325
LBP	0,093	0,049	0,308	1,887	0,068
(Constant)	-0,001	0,037		-0,017	0,986
TBF	0,025	0,012	0,335	2,073	0,046
(Constant)	0,017	0,028		0,605	0,549
LBF	0,118	0,047	0,396	2,518	0,017

a. Dependent Variable: IR1

Coefficient^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	0,016	0,037		0,434	0,667
TBP	0,019	0,013	0,254	1,528	0,136
(Constant)	0,031	0,028		1,115	0,273
LBP	0,090	0,048	0,303	1,857	0,072
(Constant)	0,002	0,036		0,051	0,959
TBF	0,025	0,012	0,337	2,088	0,044
(Constant)	0,020	0,028		0,713	0,480
LBF	0,115	0,046	0,395	2,508	0,017

a. Dependent Variable: IR2

Sumber: lampiran 5