

PENGARUH VARIABEL - VARIABEL KEUANGAN DAN *SIGNALING* TERHADAP PENENTUAN HARGA PASAR SAHAM DI BURSA EFEK JAKARTA

Payamta^{*)}

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah variabel-variabel keuangan dan signaling yang disajikan dalam prospektus penawaran saham berpengaruh secara signifikan terhadap penentuan harga pasar saham perusahaan sesudah penawaran umum perdana (IPO). Penelitian ini dilakukan terhadap data sekunder. Populasinya adalah perusahaan go public yang telah tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ) tahun 1994-1996. Dengan teknik purposif sampling, diperoleh sebanyak 55 perusahaan sebagai anggota sampel. Penelitian ini penting dilakukan, mengingat bahwa studi empiris tentang peranan informasi pada prospektus terhadap penentuan harga pasar saham (return saham) di Indonesia belum banyak dilakukan, dan hasilnya tidak selalu konsisten.

Adapun masalah yang akan diteliti adalah bagaimana pengaruh variabel keuangan dan signaling mempengaruhi penentuan harga pasar saham. Berdasarkan permasalahan dan kerangka pikir itu, peneliti menguji hipotesis. Hipotesis alternatif (H_A) dirumuskan: "Variabel-variabel keuangan dan signaling baik secara individu maupun secara serentak berpengaruh signifikan dalam menentukan harga pasar saham perusahaan yang melakukan IPO". Uji regresi linier berganda digunakan untuk menguji hipotesis ini, dengan bantuan program Micro Statistic. Uji T untuk menguji pengaruh variabel independen secara individu terhadap variabel dependennya (H₀₁ - H_{0n}), sedangkan Uji F digunakan untuk menguji pengaruh variabel-variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen (H_A).

Hasil analisis menunjukkan bahwa pada hari pertama sampai dengan hari ketujuh untuk variabel proceed untuk investasi, financial leverage, dan ROA berpengaruh signifikan terhadap harga saham pada taraf signifikansi 5%. Sedangkan untuk variabel EPS, ukuran penawaran, Indeks rata-rata saham industri, dan kualitas underwriter tidak berpengaruh terhadap harga saham pada tingkat signifikansi 5%. Namun akan tetap signifikan jika digunakan tingkat signifikansi 10%. Hasil uji F menunjukkan bahwa kedelapan variabel independen tersebut secara serentak berpengaruh terhadap variabel dependen selama tujuh hari pengamatan berturut-turut pada tingkat signifikansi 5%. Model regresi yang digunakan cukup robust, segala asumsi ekonometrik telah dipenuhi dan diperoleh R-Square antara 29% - 31%, yang berarti bahwa perubahan variabel dependen mampu dijelaskan sekitar 30% oleh perubahan variabel independen, sedangkan sekitar 70%-nya dijelaskan oleh variabel lain di luar model. Penelitian ini masih belum sempurna mengingat, sampel yang non random, tidak mempertimbangkan umur perusahaan, skala operasi perusahaan.

Kata Kunci : Variabel Keuangan, Variabel *Signaling*, Harga Saham, Emiten, Penawaran Umum Perdana.

LATAR BELAKANG PENELITIAN

Sejalan dengan berkembangnya perekonomian, banyak perusahaan yang melakukan ekspansi usaha. Untuk tujuan tersebut, maka

^{*)} Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.

perusahaan memerlukan dana yang relatif besar. Pemenuhan kebutuhan dana tersebut dapat diperoleh dengan melakukan pinjaman dalam bentuk hutang atau menerbitkan saham di pasar modal. Dengan menerbitkan saham di pasar modal berarti bahwa perusahaan bukan hanya dimiliki oleh pemilik lama (*founders*), tetapi juga dimiliki masyarakat.

Pada saat perusahaan memutuskan *go public* untuk yang pertama kali, tidak ada harga pasar saham sampai dimulainya penjualan saham di pasar sekunder. Pada saat tersebut umumnya para pemodal memiliki informasi terbatas pada informasi yang diungkapkan dalam prospektus penawaran. Dalam prospektus ini dikemukakan mengenai informasi keuangan maupun non-keuangan, seperti jumlah lembar saham, tujuan IPO, penggunaan dana, pernyataan hutang, kewajiban, prospek, ikhtisar data keuangan penting, dan proyeksi indikator-indikator keuangan untuk tahun mendatang. Maksud disajikannya informasi itu adalah terutama membantu investor/calon investor untuk mengapresiasi perusahaan tersebut. Informasi ini akan membantu investor dalam membuat keputusan yang rasional mengenai risiko dan nilai saham yang ditawarkan perusahaan emiten (Kim, et al., 1995: p. 450).

Penentuan harga saham merupakan keputusan yang didasarkan informasi tentang perusahaan. Investor pada umumnya akan memperoleh Informasi pertama tentang perusahaan melalui prospektus IPO perusahaan. Jika informasi itu berguna, maka dikatakan bahwa informasi itu cukup berkualitas, sehingga keputusan yang dibuat oleh pemakai informasi akan semakin baik. Dengan tersedianya informasi yang berkualitas, dapat membantu investor untuk menentukan harga sekuritas secara wajar. Harga saham merupakan fungsi dari nilai perusahaan. Dengan demikian, seberapa jauh relevansi atau kegunaan suatu informasi dapat diketahui dengan mempelajari kaitan antara pergerakan harga (*return*) saham dengan keberadaan informasi tersebut.

Sejumlah studi telah menguji manfaat informasi keuangan maupun non-keuangan yang diungkapkan dalam prospektus, namun hasilnya tidak konsisten. Kim et al. (1995: p.449-464) menguji manfaat variabel keuangan dan non keuangan yang diungkapkan dalam prospektus dalam penentuan harga pasar saham perusahaan sesudah IPO. Dalam penelitian itu dinyatakan bahwa variabel laba per saham (*earning per share, EPS*), indeks rata-rata industri, ukuran penawaran (*proceeds*) dan tipe penawaran berpengaruh signifikan dalam penentuan harga pasar saham. Di Indonesia, Trisnawati (1996: p. 52-54) telah menguji pengaruh informasi pada prospektus (variabel reputasi auditor, reputasi *underwriter*, prosentase penawaran saham pada saat IPO, umur perusahaan, profitabilitas, dan *financial leverage*) terhadap *initial return*. Hasilnya menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan

signifikan antara informasi pada prospektus dengan *initial return* kecuali variabel umur perusahaan.

Dari temuan penelitian tersebut, kiranya sangat menarik untuk dilakukan penelitian kembali terhadap masalah itu, mengingat masih sedikit penelitian tersebut dilakukan di Indonesia. Untuk itu, penelitian ini akan menguji pengaruh informasi keuangan dan variabel *signaling* terhadap penentuan harga saham pada hari-hari awal terjadinya perdagangan (*first to seventh trading-day*) di Bursa Efek Jakarta. Peneliti menggunakan variabel yang sama dengan variabel yang digunakan dalam penelitiannya Kim et al. (1995) yaitu laba per lembar saham, ukuran penawaran, tipe penawaran, dan indeks rata-rata industri, dan variabel *signaling* (kualitas *underwriter*, *proceeds* yang ditujukan untuk investasi, *financial leverage*, dan *rate of return on asset*). Hasil penelitian ini diharapkan menjadi konfirmasi terhadap temuan penelitian terdahulu.

PERUMUSAN MASALAH

Berdasarkan uraian di atas, maka masalah penelitian ini adalah "Apakah variabel-variabel keuangan (laba per lembar saham, *proceeds*, tipe penawaran, dan indeks rata-rata industri) dan variabel-variabel *signaling* (kualitas *underwriter*, *proceeds* yang ditujukan untuk investasi, *financial leverage*, dan *rate of return on asset*) yang diungkapkan dalam prospektus mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap penentuan harga pasar saham perusahaan yang melakukan IPO?"

TUJUAN PENELITIAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk memberikan bukti empiris pengaruh variabel-variabel keuangan dan *signaling* yang diungkapkan dalam prospektus terhadap penentuan harga pasar saham perusahaan yang melakukan IPO.

MANFAAT PENELITIAN

1. Bagi investor, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai informasi mengenai hal-hal yang berpengaruh signifikan terhadap harga saham di pasar sekunder sehingga dapat dipergunakan sebagai

bahan pertimbangan dalam menanamkan modalnya di perusahaan yang *go public*.

2. Bagi pihak yang berkepentingan terhadap pasar modal Indonesia (Bapepam, PT BEJ, calon emiten dan profesi terkait), hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan dalam meningkatkan perannya untuk memenuhi kebutuhan pihak pemakai informasi.
3. Bagi ilmu pengetahuan, hasil penelitian dapat menambah khasanah pustaka bagi yang berminat mendalami pengetahuan dalam bidang pasar modal.

KAJIAN PUSTAKA

1. Penawaran Umum Perdana

Jika perusahaan menjual efek kepada masyarakat melalui pasar modal untuk pertama kalinya, maka penjualan ini disebut sebagai penawaran umum perdana (*Initial Public Offering, IPO*). Dengan melakukan IPO, suatu perusahaan akan berubah statusnya dari perusahaan tertutup (*private company*) menjadi perusahaan terbuka (*public company*). Husnan (1996: p.63) menyatakan bahwa dengan menerbitkan saham di pasar modal berarti perusahaan tidak hanya dimiliki oleh pemilik lama (*founders*) tetapi juga oleh masyarakat. Hal ini memungkinkan pemilik lama memperoleh harga yang wajar (*fair price*) atas saham yang ditawarkan perusahaan. *Fair price* terjadi karena proses penawaran saham di pasar modal melibatkan banyak pelaku pasar modal yang membuat informasi lebih transparan. Persaingan antar investor akan mengakibatkan harga yang wajar.

Suatu penawaran umum bermanfaat baik bagi perusahaan, pihak manajemen, dan masyarakat umum. Bagi perusahaan; penawaran umum merupakan media untuk mendapatkan dana untuk ekspansi bisnis. Tidak ada kewajiban pelunasan dan pembayaran bunga tetap. Bagi manajemen, dengan penawaran umum berarti meningkatkan keterbukaan perusahaan dan pada akhirnya akan memaksa peningkatan profesionalisme. Sedangkan bagi masyarakat berarti memperoleh kesempatan untuk turut serta memiliki perusahaan.

Ada berbagai alasan perusahaan menjual saham melalui pasar modal. Sjahrir (1995: p.22) mengemukakan bahwa perusahaan menawarkan sahamnya melalui pasar modal dengan berbagai alasan berikut ini.

1. Kebutuhan akan dana untuk melunasi hutang baik jangka panjang maupun jangka pendek sehingga mengurangi beban biaya.
2. Meningkatkan modal kerja.

3. Membiayai perluasan perusahaan (pembangunan pabrik baru, menambah kapasitas produksi).
4. Memperluas jaringan pemasaran dan distribusi.
5. Meningkatkan teknologi produksi.
6. Membayar sarana penunjang seperti pabrik, perawatan kantor, dan lain-lain.

Selain itu, menurut Usman, dkk. (1990: p.29), perusahaan memanfaatkan pasar modal untuk menarik dana pada umumnya didorong oleh beberapa tujuan sebagai berikut: (a) melakukan perluasan usaha; (b) memperbaiki struktur modal; dan (c) melakukan divestasi atau pengalihan pemegang saham. Melalui IPO, perusahaan akan menerima uang tunai yang dapat segera dimanfaatkan untuk berbagai keperluan perusahaan.

Weston dan Brigham (1993: p.715-716), Brigham dan Gapenski (1993: p.505-506), dan Brigham (1995: p.512-513) mengemukakan beberapa keuntungan yang dapat diperoleh perusahaan yang melakukan IPO (*go public*) selain mendapatkan dana secara cepat. Keuntungan tersebut antara lain di bawah ini.

1. Membuka jalan bagi pemegang saham untuk melakukan diversifikasi. Perusahaan yang *go public* dapat melakukan diversifikasi kepemilikan saham sehingga dapat mengurangi risiko yang ditanggung pendiri perusahaan.
2. Meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham.
3. Kemudahan meningkatkan modal di masa mendatang.

Selain hal-hal yang menguntungkan tersebut di atas, terdapat pula hal-hal yang kurang menguntungkan dari rencana IPO, antara lain Sitompul (1996: p.19-21) menyatakan bahwa biaya IPO harus dipertimbangkan sebagai suatu hal yang penting karena cukup besar. Para eksekutif perusahaan juga harus memusatkan perhatian pada program IPO selama beberapa bulan. Selain itu Bapepam mewajibkan keterbukaan penawaran bahwa setiap prospektus dilarang memuat keterangan yang tidak benar tentang fakta material yang diperlukan agar prospektus tidak memberikan gambaran yang menyesatkan. IPO ataupun penjualan di pasar sekunder akan mengurangi kontrol dari pemegang saham lama. Selain itu sebagai perusahaan publik, berbagai keputusan harus disetujui terlebih dahulu oleh para pemegang saham. Hal ini tentunya mengurangi *privacy* manajemen perusahaan. Setelah *go public* maka akan terdapat tekanan bagi perusahaan untuk meningkatkan kinerjanya.

2. Peranan Informasi Prospektus

Prospektus adalah gambaran suatu perusahaan yang disajikan dalam bentuk tertulis yang memuat keterangan lengkap dan terbuka mengenai keadaan perusahaan dan prospeknya di masa mendatang serta informasi yang dibutuhkan sehubungan dengan penawaran umum. Sebagai alat untuk penawaran penjualan efek-efek kepada masyarakat, prospektus ini akan memandu masyarakat dengan menyediakan informasi yang berguna untuk melakukan penilaian terhadap efek perusahaan yang ditawarkan.

Prospektus disebarluaskan kepada masyarakat sebelum penawaran perdana dimulai. Emiten mempunyai kewajiban untuk mengumumkan prospektus ringkas kepada masyarakat melalui surat kabar. Selain itu, di lingkungan Bapepam, masyarakat dapat memperoleh prospektus ini di kantor-kantor perantara perdagangan efek, pedagang efek, dan penjamin emisi emiten.

Prospektus antara lain memuat informasi berikut ini (Husnan, 1993: p.20), antara lain: (1) Banyaknya jumlah lembar saham yang ditawarkan dan harga penawaran, (2) Jadwal kegiatan IPO, (3) Tujuan IPO, (4) Rencana penggunaan dana hasil IPO, (5) Pernyataan hutang dan kewajiban, (6) Analisis dan pembahasan oleh manajemen, (7) Risiko usaha, (8) Kegiatan penting setelah tanggal laporan keuangan, (9) Keterangan tentang emiten, (10) Kegiatan dan prospek usaha, (11) Ikhtisar data keuangan penting, (12) Ekuitas, (13) Kebijakan dividen, (14) Perpajakan, (15) Penjaminan emisi efek, (16) Profesi penunjang pasar modal, (17) Persyaratan pemesanan pembelian saham, dan (18) Penyebarluasan prospektus.

Dengan adanya ikhtisar data keuangan penting dan laporan keuangan yang disajikan, calon investor dapat memperkirakan seberapa besar mereka mengharapkan keuntungan dari perusahaan tersebut. Atau setidaknya calon investor dapat mengukur apakah harga penawaran pada pasar perdana dapat diterima atau terlalu tinggi (Usman, dkk., 1990: p.180).

Prospektus juga berperan penting dalam pembentukan harga pasar saham. Informasi ini akan membantu investor dalam membuat keputusan yang rasional mengenai risiko dan nilai saham sesungguhnya yang ditawarkan emiten (Kim *et al.*, 1995: p.450). Lebih lanjut, Usman, dkk. (1990: p.155) menyatakan bahwa para fundamentalis mencoba mempelajari hubungan antara harga saham dengan kondisi perusahaan. *Fair price* sekuritas (saham) yang terbentuk dari mekanisme pasar di lantai bursa dapat menggambarkan prospek perusahaan, karena harga saham merupakan fungsi dari nilai perusahaan.

3. Penentuan Harga Saham

Harga saham pada hakikatnya merupakan penerimaan besamnya pengorbanan yang harus dilakukan oleh setiap investor untuk penyertaan dalam perusahaan. Harga ini di pasar sekunder akan bergerak sesuai dengan kekuatan permintaan dan penawaran yang terjadi atas saham. Tinggi rendahnya harga saham lebih banyak dipengaruhi oleh pertimbangan pembeli dan penjual tentang kondisi internal dan eksternal perusahaan.

Secara teoritis, harga suatu saham merupakan nilai sekarang dari arus kas yang akan diterima oleh pemilik saham di kemudian hari (Hanafi dan Husnan, 1991: p.12). Oleh karena itu, untuk menaksir harga saham yang wajar hanya dapat dilakukan dengan tepat bila arus kas yang akan diterima tersebut dapat diestimasi secara tepat pula. Dalam praktik tidak ada satu cara yang dapat memberikan hasil estimasi terbaik terhadap keadaan masa depan yang mengandung unsur ketidakpastian. Untuk keperluan analisis saham, telah dikembangkan beberapa pendekatan dalam penilaian dan penentuan harga saham. Pendekatan tersebut pada dasarnya untuk membantu *judgment* analis. Analisis terhadap harga saham meliputi analisis fundamental dan analisis teknikal.

4. Perilaku Harga Saham-Saham IPO

Penawaran saham pertama kali di pasar modal (IPO) merupakan suatu masalah yang menarik bagi para peneliti. Hal ini karena pada umumnya harga saham pada waktu IPO dinilai terlalu rendah (*underpriced*).

Investor yang rasional dan analis sekuritas menghubungkan harga aktual sekuritas dengan nilai intrinsik berdasarkan informasi yang dimiliki investor mengenai kondisi perusahaan emiten. Jika harga saham *undervalued*, maka akan mendorong investor untuk melakukan pembelian atau menahan bila saham tersebut telah dimiliki. Sebaliknya, jika harga saham dinilai *overvalued* maka pada saat perdagangan di bursa para investor akan menjual saham yang dimilikinya atau menghindari pembelian saham tersebut. Akibat adanya koreksi pasar mengakibatkan harga saham yang *undervalued* cenderung naik mendekati nilai intrinsik dan harga saham yang *overvalued* akan cenderung turun saat diperdagangkan di pasar sekunder.

Pengamatan perilaku harga saham di pasar perdana yang dilakukan Hanafi dan Husnan (1991:p.12-15) selama tahun 1990 menunjukkan fenomena *underpricing*.

Penjelasan literatur tentang fenomena *underpricing* adalah adanya informasi asimetri (Mauer dan Senbet, 1990: p.56). Informasi asimetri ini dapat terjadi antara perusahaan emiten dengan penjamin emisi (model Baron) atau antara *informed investor* dengan *uninformed investor* (Model Rock). Dalam

model Baron, penjamin emisi dianggap memiliki informasi yang lebih baik mengenai permintaan saham perusahaan emiten dibanding perusahaan emiten sendiri. Penjamin emisi akan memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk mendapatkan kesepakatan optimal dengan emiten yaitu dengan memperkecil risiko keharusan membeli saham yang tidak laku jual. Karena emiten kurang memiliki informasi, maka emiten harus menerima harga yang murah bagi penawaran sahamnya.

Model Rock menyatakan bahwa informasi asimetri terdapat pada kelompok *informed investor* dan *uninformed investor*. Kelompok *informed* yang memiliki informasi lebih banyak mengenai prospek perusahaan emiten akan membeli saham-saham IPO yang *underpriced* saja. Sementara kelompok *uninformed* yang kurang memiliki informasi mengenai perusahaan emiten melakukan penawaran dengan sembarangan baik pada saham yang *underpriced* maupun yang *overpriced*. Akibatnya kelompok *uninformed* memperoleh proporsi saham-saham IPO yang *overpriced* lebih besar daripada kelompok *informed*. Menyadari bahwa mereka menerima saham-saham IPO yang tidak proporsional, kelompok *uninformed* akan meninggalkan pasar perdana. Agar kelompok ini berpartisipasi pada pasar perdana, memungkinkan mereka memperoleh *return* saham yang wajar, dan dapat menutupi kerugian yang diderita dari pembelian saham yang *overpriced*, maka saham-saham IPO harus cukup *underpriced* (Cheung dan Krinsky, 1994: p.739).

5. Tinjauan Penelitian Terdahulu

Jeong-Bon Kim, Itzhak Krinsky dan Jason Lee (1995: pp.449-464) melakukan penelitian dengan judul "*The Role of Financial Variables in the Pricing of Korean Initial Public Offerings*". Tujuan penelitian itu adalah menyelidiki peranan variabel-variabel keuangan yang diungkapkan dalam prospektus dalam menentukan harga pasar saham perusahaan-perusahaan Korea yang melakukan IPO. Variabel-variabel keuangan tersebut adalah laba per saham, ukuran penawaran, dan variabel *dummy* yang menunjukkan tipe-tipe penawaran saham. Untuk dapat mengendalikan variasi *cross-sectional* dari *industry effect*, peneliti memasukkan variabel indeks rata-rata industri pada tanggal penawaran, dalam memprediksi penentuan harga pasar saham perusahaan sesudah IPO. Peneliti membagi 260 perusahaan yang melakukan IPO pada periode Januari 1985-Maret 1990, ke dalam perusahaan yang melakukan IPO sebelum dan sesudah liberalisasi yang mengurangi peran pemerintah.

Peneliti yang sama, yaitu Jeong-Bon Kim, Itzhak Krinsky dan Jason Lee (1993: pp.195-211) melakukan penelitian yang berjudul

"*Motives for Going Public and Underpricing: New Finding from Korea*". Penelitian ini dilatarbelakangi oleh alasan-alasan mendasar mengapa suatu perusahaan memasuki pasar IPO. Alasan yang pertama adalah *founders* ingin mendiversifikasikan portofolionya, dan alasan yang kedua adalah perusahaan tidak mempunyai alternatif sumber pendanaan lain untuk membiayai proyek investasinya. Dalam penelitian itu digunakan variabel-variabel *signaling* yang diduga mempengaruhi penentuan harga pasar saham perusahaan sesudah IPO. Variabel-variabel *signaling* tersebut adalah kualitas *underwriter*, *proceeds* yang ditujukan untuk investasi dan retensi kepemilikan.

Dengan memasukkan variabel-variabel *signaling* ke dalam model, ditemukan bahwa pengaruh semua variabel dalam model berbeda secara signifikan untuk sebelum dan sesudah liberalisasi. Tidak satupun variabel-variabel *signaling* baik secara individu atau bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap penentuan harga pasar saham sesudah IPO. Kesimpulan atas penelitian ini adalah bahwa model gagal mendeteksi hubungan antara harga pasar dan variabel-variabel *signaling*.

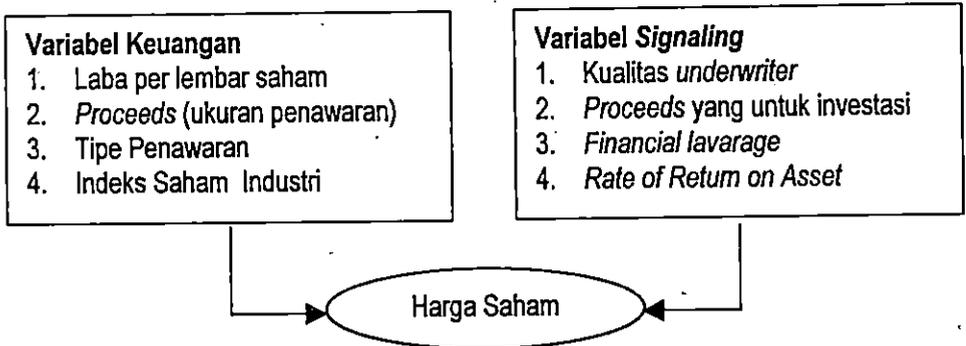
Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai kapitalisasi pasar perusahaan pada penutupan perdagangan hari kelima. Variabel-variabel *signaling* yang diduga mempengaruhi nilai kapitalisasi pasar merupakan variabel penjelas, yaitu persentase kepemilikan saham sesudah masa penawaran, *proceeds*, *excess market return* antara harga saham awal dengan harga saham pada penutupan hari kelima, variabel *dummy* yang menunjukkan kualitas pelaporan akuntansi, variabel *dummy* yang menunjukkan kualitas broker, variabel *dummy* yang menunjukkan penggunaan *merchant banking*, variabel *dummy* yang menunjukkan apakah ramalan laba diungkapkan dalam prospektus.

Sampel sebanyak 190 perusahaan yang melakukan IPO di *Unlisted Securities Market (USM) UK* Inggris selama periode 1984-1986, digunakan untuk meneliti peranan variabel *signaling* dalam penilaian pengeluaran saham baru. Hasil penelitian menggunakan *OLS Regression* menunjukkan bahwa nilai kapitalisasi pasar perusahaan adalah signifikan dan berhubungan positif dengan persentase kepemilikan, *proceeds*, *tingkat underpriced*, kualitas pelaporan akuntansi dan aktiva bersih perusahaan pada tingkat signifikansi 5% dengan nilai R^2 sebesar 0,48.

Di Indonesia, Trisnawati (1996: pp.52-54) telah menguji pengaruh informasi pada prospektus (variabel reputasi auditor, reputasi *underwriter*, prosentase penawaran saham pada saat IPO, umur perusahaan, profitabilitas, dan *financial leverage*) terhadap *initial return*. Hasilnya menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan signifikan antara informasi pada prospektus dengan *initial return* kecuali variabel umur perusahaan.

7. Kerangka Pemikiran dan Perumusan Hipotesis

Berdasarkan kajian teori di atas, maka kerangka pemikiran yang menggambarkan hubungan antara variabel dependen dan variabel independen dapat dijelaskan dalam bentuk bagan 1 di bawah ini.



Bagan 1 : Kerangka Pemikiran

Berdasarkan hubungan antar variabel dan permasalahan di atas, maka dalam penelitian ini dirumuskan hipotesis alternatif (HA) berikut ini.

HA: **Variabel-variabel keuangan** (laba per saham, ukuran penawaran, tipe penawaran, dan indeks harga saham industri) dan **variabel-variabel signaling** (kualitas *underwriter*, *proceeds* yang ditujukan untuk investasi, *Financial leverage*, *Rate of Return on Asset*) baik secara individu maupun secara serentak berpengaruh signifikan dalam menentukan harga pasar saham perusahaan yang melakukan IPO.

Pengaruh variabel independen secara individu dengan asumsi variabel lain tetap terhadap variabel dependen merupakan hipotesis parsial (H_{a1} - H_{a6}), sedangkan pengaruh variabel - variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan atau serentak merupakan ringkasan hipotesis (HA).

METODE PENELITIAN

1. Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini merupakan *statistical study* dengan menggunakan metode *survey* yaitu untuk mengetahui karakteristik populasi dilakukan

dengan menganalisis data yang diambil sebagai sampel. Penelitian ini merupakan tipe penelitian penjelasan (*explanatory research*) yang menyoroti hubungan antara variabel-variabel penelitian dan menguji hipotesis yang dirumuskan (Singarimbun, 1989: p.5).

2. Populasi dan Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana atau IPO yang telah tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Periodisasi populasi penelitian mencakup data tahun 1994, 1995, dan 1996 yang dipandang cukup mewakili kondisi BEJ yang relatif stabil dan normal.

Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ yang dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Dengan metode *purposive sampling*, sampel dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik dengan kriteria sampel yang ditentukan. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah perusahaan yang *listing* pada tahun 1994, 1995, dan 1996 serta emiten yang sahamnya aktif diperdagangkan berdasar kriteria pada Surat Edaran PT BEJ No. SE-03/BEJ-II-III/1994 yang menyatakan bahwa saham dinilai aktif jika frekuensi perdagangan selama tiga bulan sebanyak 75 kali atau lebih.

Sampel penelitian ini sebanyak 55 perusahaan. Proses seleksi sampel tersebut dilakukan dengan tahapan seperti disajikan pada tabel 1 berikut ini. Kelompok perbankan dikeluarkan dari sampel karena mempunyai karakteristik yang berbeda yang dapat menyebabkan bias dalam pengujian *financial leverage*.

Tabel 1
Hasil Seleksi Sampel

Emiten yang terdaftar (<i>listing</i>) di BEJ tahun 1994-1996	85
Tidak termasuk sampel	
Emiten yang prospektus dan data kurs tidak tersedia	(14)
Emiten yang sahamnya tidak aktif diperdagangkan	(10)
Emiten yang termasuk perusahaan perbankan	(6)
Emiten yang terpilih menjadi sampel	<u>55</u>

3. Variabel Penelitian

Penelitian ini akan menguji pengaruh variabel dependen terhadap variabel independen. Variabel penelitian dapat dijelaskan di bawah ini.

- **Variabel dependen** : harga saham sesudah IPO, yaitu harga saham setelah *listing* di pasar sekunder. Variabel harga diukur dengan melihat harga pada hari pertama sampai hari ketujuh perdagangan.
- **Variabel independen** meliputi: (1) variabel keuangan (laba per saham, ukuran penawaran; tipe penawaran, dan indeks harga saham industri) dan (2) variabel *Signaling* (Kualitas *underwriter*, *Proceeds* ang ditujukan untuk investasi, *Financial leverage*, *Rate of Return on Asset*).

Variabel Keuangan

1. Laba per lembar saham (EPS) adalah rasio antara laba bersih dengan jumlah saham biasa yang beredar. Rasio ini sering digunakan oleh investor untuk menganalisis kemampuan perusahaan mencetak laba berdasarkan saham yang dimiliki.
2. *Proceeds* merupakan hasil yang diterima dari pengeluaran saham. Variabel ini diukur dengan nilai penawaran saham perusahaan pada saat melakukan IPO. Nilai penawaran saham ini dapat dihitung dengan harga penawaran (*offer price*) dikalikan dengan jumlah lembar saham yang diterbitkan (*shares*).
3. Tipe penawaran merupakan pengelompokkan saham yang ditawarkan oleh emiten, yang dapat berupa saham baru yang belum pernah beredar sebelumnya (*unseasoned share*) dan saham-saham lama (*seasoned share*). Tipe penawaran diukur dengan menggunakan skala nominal (*dummy*) dengan skala 0 untuk saham yang benar-benar baru diterbitkan dan 1 untuk saham-saham lama atau kombinasi keduanya.
4. Indeks harga saham industri adalah indeks rata-rata harga saham masing-masing industri pada setiap tanggal penawaran.

Variabel Signaling

1. Kualitas *underwriter* merupakan pengelompokan *underwriter* berdasarkan kinerjanya, dimana pengukuran kinerja *underwriter* dilaksanakan dengan mengukur nilai emisi saham yang dijamin oleh *underwriter* yang bersangkutan.
2. *Proceeds* yang ditujukan untuk investasi merupakan hasil yang diterima dari pengeluaran saham yang akan digunakan

untuk membiayai proyek investasi, bukan untuk membiayai kegiatan perusahaan atau untuk melunasi hutang.

3. *Financial leverage* diukur melalui rasio antara total hutang dengan total modal saham. Rasio ini menunjukkan seberapa jauh perusahaan didanai oleh hutang.

Return on Assets (ROA) merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat *assets* tertentu. *Return on assets* dihitung dengan membagi laba bersih dengan total *assets*.

4. Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Daftar perusahaan yang *go public* pada tahun 1994, 1995, dan 1996 diperoleh dari *Jakarta Stock Exchange (JSX) Fact Book* 1995, 1996, dan 1997. Data mengenai variabel keuangan dan *signaling* perusahaan yang *go public* diperoleh dari prospektus dan *Capital Market Directory*. Sedangkan data mengenai Indeks Harga Saham industri dan harga saham tiap emiten diperoleh dari *JSX-Statistic* dan Daftar Kurs di Bursa Efek Jakarta tahun 1994, 1995, dan 1996.

5. Metode Analisis Data

Analisis data adalah proses penyederhanaan data ke dalam bentuk yang mudah dibaca dan diinterpretasikan. Prosedur pengolahan data dalam penelitian ini dimulai dengan memilahkan data ke dalam variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Dari hasil operasionalisasi variabel yang akan diuji, nilai variabel tersebut dimasukkan dalam program *Micro Statistic*. Sedangkan teknik statistik yang digunakan dalam analisis data adalah model regresi berganda dengan persamaan berikut ini.

$$Y = a_0 + a_1 \text{ EPS} + a_2 \text{ P} + a_3 \text{ OLD} - a_4 \text{ INDEKS} + a_5 \text{ Inves} + a_6 \text{ ROA} + a_7 \text{ Finlev} + a_8 \text{ Under} + \epsilon.$$

Notasi:

- Y = harga saham.
 a = konstanta.
 a₁ - a₈ = koefisien regresi.
 EPS = laba per lembar saham.
 P = *Proceeds*, sebagai ukuran penawaran saham.

- OLD = variabel *dummy* yang menunjukkan tipe-tipe penawaran.
INDEKS = nilai indeks harga saham industri rata-rata pada tanggal penawaran.
INVES = *Proceeds* yang ditujukan untuk investasi.
ROA = *Rate of return on assets*.
FINLEV = *Financial leverage*.
Under = Variabel *dummy* yang menunjukkan kualitas *underwriter*.
 ϵ = residual.

Tujuan pengujian regresi adalah untuk mengetahui bagaimana pengaruh variabel-variabel keuangan dan variabel *signaling* dalam menentukan harga saham pada awal perdagangan dari perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO. Pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara individu diuji dengan uji T, sedangkan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan diuji dengan Uji F.

Selain itu, dalam penelitian ini juga dilakukan pengujian terhadap ketepatan model regresinya. Tingkat ketepatan regresi dinyatakan dalam koefisien determinasi majemuk yang besarnya antara nol dan satu ($0 \leq R^2 \leq 1$) (Gujarati, 1993:p.13). Koefisien determinasi majemuk menunjukkan pengukuran proporsi varian variabel dependen yang dijelaskan oleh variabel independen (Hair, *et al.*, 1995: p.80). *R-Square* sama dengan satu berarti variabel independen berpengaruh sempurna terhadap variabel dependen; Tetapi jika *R-Square* sama dengan nol berarti variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen. Apabila *R-Square* semakin mendekati satu maka tingkat keepatan model juga semakin tinggi.

Secara teoritis model yang digunakan dalam penelitian ini akan menghasilkan nilai parameter model penduga yang sah bila memenuhi asumsi normalitas, tidak terjadi otokorelasi, multikolinieritas, dan heteroskedastisitas atau data bersifat homoskedastik.

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Hasil pengujian statistik terhadap 55 sampel perusahaan dengan *multiple regression* pada hari pertama sampai dengan hari ketujuh perdagangan dapat dijelaskan di bawah ini.

1. Pengujian koefisien regresi secara parsial (Uji t)

Uji t dimaksudkan untuk mengetahui apakah variabel bebas secara individu berpengaruh terhadap variabel terikat, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan. Apabila t-hitung lebih kecil dari t-tabel pada $\alpha = 5\%$ maka H_a tidak didukung atau H_0 ditolak, artinya nilai koefisien regresi tidak berpengaruh signifikan. Apabila t-hitung lebih besar dari t-tabel, maka H_a didukung, artinya nilai koefisien regresi bermakna sehingga dapat digunakan untuk mengestimasi variabel dependen.

a. Pengujian pengaruh variabel EPS terhadap harga saham (H_{a1})

Ringkasan hasil pengujian H_{a1} disajikan pada Tabel 2 di bawah ini.

Tabel 2
Hasil Uji t Pengaruh EPS terhadap Harga Saham

Hari	t - hitung	t - tabel $\alpha = 5\%$	Hasil
1	0,859	1,960	H_a tidak didukung
2	0,880	1,960	H_a tidak didukung
3	0,935	1,960	H_a tidak didukung
4	0,920	1,960	H_a tidak didukung
5	0,973	1,960	H_a tidak didukung
6	0,924	1,960	H_a tidak didukung
7	0,859	1,960	H_a tidak didukung

Sumber : *print out komputer*

Dari tabel di atas dapat dijelaskan bahwa variabel EPS tidak berpengaruh terhadap perubahan harga pasar saham di Bursa Efek Jakarta. Hasil uji-t statistik menunjukkan bahwa nilai t pada hari pertama sampai dengan hari ketujuh lebih kecil daripada t-tabel $\alpha=5\%$ (1,960), sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai koefisien regresi tidak dapat dijadikan tolok ukur pengaruh variabel EPS terhadap harga pasar. Hal ini berarti hipotesis alternatif (H_{a1}) tidak dapat didukung atau H_{01} diterima. Dengan H_{a1} tidak dapat didukung, maka H_{01} diterima, artinya bahwa secara statistik variabel EPS tidak berpengaruh signifikan terhadap perubahan harga pasar saham.

b. Pengujian pengaruh variabel *proceeds* terhadap harga saham (H_{a2})

Ringkasan hasil pengujian H_{a2} disajikan pada Tabel 3 berikut ini.

Tabel 3
Hasil Uji t Pengaruh *Proceeds* terhadap Harga Saham

Hari	t - hitung	t - tabel $\alpha = 5\%$	Hasil
1	0,933	1,960	Ha tidak didukung
2	0,887	1,960	Ha tidak didukung
3	0,832	1,960	Ha tidak didukung
4	0,822	1,960	Ha tidak didukung
5	0,917	1,960	Ha tidak didukung
6	0,827	1,960	Ha tidak didukung
7	0,870	1,960	Ha tidak didukung

Sumber : *print out* komputer

Berdasarkan tabel 3 di atas menunjukkan bahwa H_{a2} tidak dapat didukung. Hal ini karena perhitungan nilai t lebih rendah daripada nilai kritis t pada $\alpha = 5\%$ (1,960). H_{a2} tidak didukung berarti H_{o2} diterima, yang berarti bahwa secara individual, variabel *proceeds* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga pasar saham pada hari pertama sampai dengan hari ketujuh perdagangan.

c. Pengujian variabel tipe penawaran terhadap harga saham (H_{a3})

Pada tabel 4 disajikan hasil analisis hipotesis parsial ketiga (H_{a3}), yaitu pengujian pengaruh tipe penawaran terhadap harga saham.

Tabel 4
Hasil Uji t Pengaruh Tipe Penawaran terhadap Harga Saham

Hari	t - hitung	t - tabel $\alpha = 5\%$	Hasil
1	0,750	1,960	Ha tidak didukung
2	0,871	1,960	Ha tidak didukung
3	0,898	1,960	Ha tidak didukung
4	0,876	1,960	Ha tidak didukung
5	0,833	1,960	Ha tidak didukung
6	0,856	1,960	Ha tidak didukung
7	0,929	1,960	Ha tidak didukung

Sumber : *print out komputer*

Hasil uji t statistik menunjukkan bahwa variabel tipe penawaran tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga pasar saham. Hal ini ditunjukkan dari besarnya nilai t-hitung pada hari pertama sampai hari ketujuh yang lebih rendah dari nilai kritis t pada $\alpha = 5\%$.

d. Pengujian Variabel Indeks Rata-Rata Saham Industri terhadap Harga Saham (H_{a4})

Tabel 5 berikut ini menyajikan hasil analisis hipotesis parsial ketiga (H_{a4}), yaitu pengujian pengaruh indeks rata-rata industri terhadap harga saham.

Tabel 5
Hasil Uji t Pengaruh Indeks Rata - Rata Industri terhadap Harga Saham

Hari	t - hitung	t - tabel $\alpha = 5\%$	Hasil
1	-1.134	1,960	Ha tidak didukung
2	0.922	1,960	Ha tidak didukung
3	-0.962	1,960	Ha tidak didukung
4	-0.972	1,960	Ha tidak didukung
5	-0.994	1,960	Ha tidak didukung
6	-1.107	1,960	Ha tidak didukung
7	-1.186	1,960	Ha tidak didukung

Sumber : *print out komputer*

Dari hasil analisis pada tabel 5 tersebut menunjukkan bahwa hipotesis nol yang menyatakan $a_1 = 0$ diterima, dan H_{a1} tidak dapat didukung Hal ini karena perhitungan nilai t selama tujuh hari perdagangan berturut-turut lebih rendah daripada nilai kritis t pada $\alpha = 5\%$ (1,960). Hal ini berarti bahwa variabel indek rata-rata saham industri secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap harga pasar saham.

e. Pengujian pengaruh variabel *proceeds* untuk investasi terhadap harga saham (H_{a5})

Ringkasan hasil pengujian H_{a1} disajikan pada tabel 6 di bawah ini.

Tabel 6
Hasil Uji t Pengaruh *Proceeds* untuk Investasi terhadap Harga Saham

Hari	t – hitung	t - tabel $\alpha = 5\%$	Hasil
1	1,980 *	1,960	Ha didukung
2	1,839 **	1,960	Ha tidak didukung
3	1,829 **	1,960	Ha tidak didukung
4	1,871 **	1,960	Ha tidak didukung
5	1,741 **	1,960	Ha tidak didukung
6	1,833 **	1,960	Ha tidak didukung
7	1,801 **	1,960	Ha tidak didukung

Sumber : *print out* komputer

* signifikan pada $\alpha = 5\%$

** signifikan pada $\alpha = 10\%$

Hasil uji-t statistik menunjukkan bahwa nilai t pada hari pertama sampai dengan hari ketujuh lebih kecil daripada t-tabel $\alpha = 5\%$ (1,960) terkecuali untuk hari pertama perdagangan. Namun jika digunakan $\alpha = 10\%$ (1,645) maka nilai t hitung lebih besar dari t tabelnya, sehingga H_a didukung pada tingkat signifikansi 10%. Dengan kata lain, jika digunakan tingkat signifikansi 10%, maka dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan variabel *proceeds* untuk investasi terhadap harga saham. Hal ini memberi indikasi bahwa investor atau calon investor sangat memperhatikan tujuan IPO yang

dilakukan emiten. Pada umumnya investor sangat tertarik untuk membeli saham IPO yang ditujukan untuk investasi produktif.

f. Pengujian pengaruh variabel financial leverage terhadap harga saham (H_{a6})

Ringkasan hasil pengujian H_{a6} disajikan pada tabel 7 berikut ini.

Tabel 7
Hasil Uji t Pengaruh Variabel *Financial Lverage* terhadap Harga Saham

Hari	t - hitung	T - tabel $\alpha = 5\%$	Hasil
1	1.793 **	1,960	Ha tidak didukung
2	1.865 **	1,960	Ha tidak didukung
3	1.851 **	1,960	Ha tidak didukung
4	1.827 **	1,960	Ha tidak didukung
5	1.883 **	1,960	Ha tidak didukung
6	1.828 **	1,960	Ha tidak didukung
7	1.703 **	1,960	Ha tidak didukung

Sumber : *print out* komputer

** signifikan pada $\alpha = 10\%$

Dari tabel di atas menunjukkan bahwa hipotesis nol yang menyatakan $a_1 = 0$ tidak diterima. Hal ini karena perhitungan nilai t lebih rendah daripada nilai kritis t pada $\alpha = 5\%$ (1,960). Hal ini berarti bahwa secara individual, variabel *financial leverage* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga pasar saham pada hari pertama sampai dengan hari ketujuh perdagangan. Namun jika digunakan tingkat signifikansi 10%, maka dapat dikatakan bahwa variabel *financial leverage* berpengaruh secara signifikan terhadap harga pasar saham pada hari pertama sampai dengan hari ketujuh perdagangan. Hal ini memberi indikasi bahwa investor tertarik dengan tujuan IPO apakah hasil penjualan saham perusahaan nantinya akan dipergunakan untuk melunasi utang atau tujuan lainnya.

g. Pengujian variabel ROA terhadap harga saham (H_{a7})

Tabel 8 menyajikan hasil analisis hipotesis parsial ketujuh (H_{a7}), yaitu pengujian pengaruh variabel *return on assets (ROA)* terhadap harga saham.

Tabel 8
Hasil Uji t Pengaruh Variabel ROA terhadap Harga Saham

Hari	t - hitung	t - tabel $\alpha = 5\%$	Hasil
1	1.949 **	1,960	Ha tidak didukung
2	1.857 **	1,960	Ha tidak didukung
3	1.999 *	1,960	Ha didukung
4	2.080 *	1,960	Ha didukung
5	2.051 *	1,960	Ha didukung
6	1.966 *	1,960	Ha didukung
7	2.007 *	1,960	Ha didukung

Sumber : *print out* komputer

* signifikan pada $\alpha = 5\%$

** signifikan pada $\alpha = 10\%$

Hasil uji t statistik menunjukkan bahwa variabel ROA berpengaruh secara signifikan terhadap harga pasar saham, kecuali pada hari pertama dan kedua. Hal ini ditunjukkan dari besarnya nilai t-hitung pada hari pertama sampai hari ketujuh yang lebih rendah dari nilai kritis t pada $\alpha = 5\%$. namun jika digunakan tingkat sigifikansi 10%, maka variabel ROA berpengaruh secara signifikan dari hari pertama pengujian sampai hari ketujuh perdagangan. Dapat disimpulkan bahwa investor sangat memperhatikan ROA, karena merupakan besarnya ROA akan sangat menentukan hasil dari investasi saham di kemudian hari.

h. Pengujian pengaruh variabel kualitas *underwriter* terhadap harga saham (H_{a8})

Ringkasan hasil pengujian H_{a8} disajikan pada tabel 9 berikut ini.

Tabel 9

Hasil Uji t Pengaruh Variabel Kualitas *Underwriter* terhadap Harga Saham

Hari	t – hitung	T - tabel $\alpha = 5\%$	Hasil
1	0.476	1,960	Ha tidak didukung
2	0.513	1,960	Ha tidak didukung
3	0.525	1,960	Ha tidak didukung
4	0.573	1,960	Ha tidak didukung
5	0.467	1,960	Ha tidak didukung
6	0.429	1,960	Ha tidak didukung
7	0.417	1,960	Ha tidak didukung

Sumber : *print out* komputer

** signifikan pada $\alpha = 10\%$

Dari tabel di atas menunjukkan bahwa hipotesis nol yang menyatakan $a_1 = 0$ diterima. H_0 diterima berarti H_a tidak didukung. Hal ini karena perhitungan nilai t lebih rendah daripada nilai kritis t pada $\alpha = 5\%$ (1,960). Hal ini berarti bahwa secara individual, variabel kualitas *underwriter* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga pasar saham pada hari pertama sampai dengan hari ketujuh perdagangan. Investor kurang tertarik atau kurang memperhatikan siapa yang menjadi penjamin emisi saham perusahaan.

2. Pengujian koefisien regresi secara simultan (Uji F)

Pengujian ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah variabel bebas secara simultan atau bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat. Apabila perhitungan F lebih besar dari nilai kritis F dalam tabel-F maka hipotesis nol ($b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = 0$) akan ditolak. Tabel 10 berikut menyajikan nilai F statistik, signifikan F dan koefisien determinasi (*R-Square*) dari hasil analisis regresi pada hari pertama sampai hari ketujuh perdagangan.

Tabel 10
Pengujian Signifikan Statistik

Hari	Nilai F	Signifikan F	Hasil	R-Square
1	2.649 *	2.10	HA didukung	0.3154
2	2.457 *	2.10	HA didukung	0.2994
3	2.535 *	2.10	HA didukung	0.3059
4	2.591 *	2.10	HA didukung	0.3107
5	2.600 *	2.10	HA didukung	0.3114
6	2.594 *	2.10	HA didukung	0.3109
7	2.536 *	2.10	HA didukung	0.3061

Sumber : *print out* komputer

* signifikan pada $\alpha=5\%$

Pada tabel 10 ditunjukkan bahwa nilai F-statistik signifikan pada tingkat 5%. Hal ini dapat dilihat dari nilai F-hitung yang lebih besar dari F-tabel sebesar 2,10. Oleh karena itu berarti hipotesis nol ($b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = 0$) ditolak, dan mendukung HA. HA didukung artinya bahwa secara serentak variasi variabel - variabel keuangan dan *signaling* berpengaruh signifikan terhadap perubahan harga saham selama tujuh hari pada awal saham diperdagangkan.

3. Interpretasi Hasil

Nilai *R - Square* berkisar antara 0,2994 s.d 0,3154 berarti bahwa perubahan harga saham dipengaruhi oleh perubahan variabel-variabel keuangan dan *signaling* yang ditentukan dalam model tersebut, sedangkan sekitar 70%-nya dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam model. Mengingat *R-square* sekitar 29% s.d 31%, maka dapat dikatakan bahwa model yang digunakan cukup *robust* sebagai dasar analisis. Namun secara individu dari kedelapan variabel dependen tersebut, hanya variabel *proceeds* untuk investasi, ROA, dan *financial leverage* yang berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham, sedangkan variabel EPS, *proceeds* atau ukuran penawaran, tipe penawaran, indeks rata-rata industri, dan kualitas *underwriter* secara individu tidak berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham selama tujuh hari pengamatan. Meskipun demikian, hasil uji F cukup meyakinkan bahwa kedelapan variabel dependen tersebut berpengaruh terhadap perubahan harga

saham secara signifikan selama tujuh hari pengamatan. Berikut ini disajikan persamaan model regresi untuk estimasi berdasarkan hasil penelitian ini.

$$\ln Y_1 = 12,5061 + 0,0668 \ln (\text{EPS}) + 0,0825 \ln (P) + 0,2173 \text{ Tipe} - 1,0227 \ln (\text{INDEKS}) + 0,2512 \ln (\text{Invest}) + 0,3110 \ln (\text{Finlev}) + 0,2121 \ln (\text{ROA}) + 0,0720 \text{ Under} + E.$$

$$\ln Y_2 = 11,5191 + 0,00704 \ln (\text{EPS}) + 0,0814 \ln (P) + 0,2602 \text{ Tipe} - 0,5752 \ln (\text{INDEKS}) + 0,0399 \ln (\text{Invest}) + 0,3329 \ln (\text{Finlev}) + 0,2084 \ln (\text{ROA}) + 0,0801 \text{ Under} + E.$$

$$\ln Y_3 = 11,8048 + 0,0747 \ln (\text{EPS}) + 0,0769 \ln (P) + 0,2679 \text{ Tipe} - 0,9102 \ln (\text{INDEKS}) + 0,2388 \ln (\text{Invest}) + 0,3386 \ln (\text{Finlev}) + 0,2248 \ln (\text{ROA}) + 0,0217 \text{ Under} + E.$$

$$\ln Y_4 = 11,7892 + 0,0730 \ln (\text{EPS}) + 0,00758 \ln (P) + 0,2592 \text{ Tipe} - 0,9007 \ln (\text{INDEKS}) + 0,2426 \ln (\text{Invest}) + 0,3218 \ln (\text{Finlev}) + 0,2328 \ln (\text{ROA}) + 0,0886 \text{ Under} + E.$$

$$\ln Y_5 = 11,6343 + 0,0765 \ln (\text{EPS}) + 0,0836 \ln (P) + 0,2439 \text{ Tipe} - 0,9160 \ln (\text{INDEKS}) + 0,2254 \ln (\text{Invest}) + 0,3200 \ln (\text{Finlev}) + 0,2171 \ln (\text{ROA}) + 0,0755 \text{ Under} + E.$$

$$\ln Y_6 = 12,6043 + 0,0729 \ln (\text{EPS}) + 0,0753 \ln (P) + 0,2509 \text{ Tipe} - 1,0305 \ln (\text{INDEKS}) + 0,2354 \ln (\text{Invest}) + 0,3200 \ln (\text{Finlev}) + 0,2171 \ln (\text{ROA}) + 0,0755 \text{ Under} + E.$$

$$\ln Y_7 = 12,8972 + 0,0683 \ln (\text{EPS}) + 0,0795 \ln (P) + 0,2740 \text{ Tipe} - 1,0665 \ln (\text{INDEKS}) + 0,2326 \ln (\text{Invest}) + 0,3007 \ln (\text{Finlev}) + 0,2228 \ln (\text{ROA}) + 0,0643 \text{ Under} + E.$$

Persamaan regresi di atas menunjukkan nilai koefisien regresi EPS sebesar 0,0668 s.d 0,0765%. Hal ini berarti bahwa apabila EPS meningkat sebesar 1% akan menaikkan harga pasar saham sebesar 6,68% s.d 7,65%, dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Nilai koefisien regresi variabel *proceeds* sebesar 0,0753 s.d 0,0795. Hal ini berarti bila *proceeds* meningkat 1% akan menaikkan harga pasar sebesar 7,53% s.d 7,95%, dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Nilai koefisien tipe penawaran sebesar 0,2173 s.d 0,2679. Hal ini berarti bahwa perbedaan penawaran saham baru akan menurunkan harga pasar sebesar 21,73% s.d 26,79%.

Nilai koefisien regresi indeks rata-rata industri sebesar -1,0665 s.d -0,5752. Hal ini berarti bahwa kenaikan 1% indeks rata-rata industri akan menurunkan harga pasar sebesar 57, 62%

s.d 106,65%. Nilai koefisien *invest* sebesar 0,0399 s.d 0,2512. Hal ini berarti bahwa proceed untuk investasi akan menaikkan harga pasar saham sebesar 3,99% s.d 25,12% dengan anggapan variabel lainnya konstan. Nilai koefisien regresi variabel *finlev* sebesar 0,3007 s.d 0,3329. Hal ini berarti bahwa perubahan *financial leverage* akan menaikkan harga pasar sebesar 30,107% s.d 33,29%, dengan asumsi variabel lainnya konstan. Nilai koefisien regresi variabel *under* sebesar 0,2117 s.d 0,0801. Hal ini berarti bahwa bila kualitas *underwriter* berubah 1%, maka akan mempengaruhi harga pasar saham sebesar 2% s.d 8%, dengan asumsi variabel lain konstan.

Pada uji t, t-hitung harus lebih besar dari t-tabel untuk memenuhi syarat signifikan (H_A didukung). Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa EPS tidak berpengaruh signifikan terhadap harga pasar saham pada $\alpha = 5\%$. Temuan ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan Kim *et al.* (1995) yang menemukan bahwa EPS berpengaruh dan berkorelasi positif dengan harga pasar saham. Temuan ini sangatlah mengejutkan, mengingat EPS sering dianggap sebagai nilai pengganti atas nilai perusahaan di pasar. Hal ini barangkali disebabkan oleh perbedaan karakteristik investor untuk masing-masing pasar modal. Investor di BEJ kurang memperhatikan perubahan variabel EPS, dan mungkin sebagian besar investor tertarik untuk memperoleh keuntungan jangka pendek saja.

Tidak didukungnya hipotesis alternatif pada pengujian *proceeds*, tipe penawaran, dan indeks rata-rata industri menunjukkan bahwa variabel-variabel tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap penentuan harga pasar saham pada $\alpha = 5\%$. Sedangkan variabel *invest*, *finlev*, dan ROA meskipun tidak berpengaruh signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$, namun akan tetap berpengaruh jika digunakan tingkat $\alpha = 10\%$. Temuan ini sangatlah wajar. Hal ini berarti bahwa investor ternyata memperhatikan tujuan dari IPO itu sendiri.

Hasil uji F menunjukkan bahwa secara serentak variabel keuangan dan variabel *signaling* yang diuji berpengaruh signifikan terhadap harga pasar saham pada tingkat 5%. Besarnya *R-Square* menunjukkan proporsi sumbangan variabel independen terhadap variabel dependen Secara keseluruhan variabel independen yang diuji mempunyai kemampuan untuk menjelaskan variasi harga saham sebesar 29% s.d 31% pada hari pertama sampai hari

ketujuh, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel-variabel lainnya di luar model.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN IMPLIKASINYA

1. Kesimpulan

- a). Sebagaimana telah diduga sebelumnya mengenai bagaimana pengaruh variabel-variabel keuangan dan variabel *signaling* terhadap penentuan harga pasar saham, maka berdasarkan hasil analisis data mengenai variabel-variabel tersebut dapat dibuat kesimpulan berikut ini.
- b). Berdasarkan uji t dari kedelapan variabel keuangan dan variabel *signaling* yang dianalisis pada hari pertama sampai dengan hari ketujuh, diantaranya dua variabel mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga pasar saham, yaitu *proceeds* yang ditujukan untuk investasi, dan *financial leverage*, dan ROA. Ketiga variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham selama tujuh hari pengamatan setelah IPO. Variabel *proceeds* yang ditujukan untuk investasi, dan *financial leverage* berpengaruh signifikan pada tingkat signifikansi 5% ($\alpha = 5\%$), sedangkan ROA signifikan pada tingkat $\alpha = 10\%$. Hal ini berarti bahwa H_0 didukung, yang ditunjukkan dengan nilai t - hitung yang lebih besar daripada nilai t - tabelnya. Temuan ini konsisten selama 7 hari pengamatan secara berturut-turut.
- c). Variabel EPS, *proceeds* sebagai ukuran penawaran, Indeks, dan kualitas *underwriter* ternyata tidak cukup berpengaruh terhadap harga saham. Hal ini ditunjukkan dengan nilai t-hitung lebih rendah daripada nilai t-tabelnya, sehingga H_0 tidak didukung, dan menerima H_1 . Temuan ini juga konsisten selama 7 hari pengamatan.
- d). Meskipun dari delapan variabel independen yang diuji hanya ada tiga yang berpengaruh terhadap harga saham, namun berdasarkan uji F ditemukan bahwa kedelapan variabel tersebut secara simultan atau serentak berpengaruh signifikan terhadap perubahan harga pasar saham selama 7 hari pengamatan itu. Hal ini berarti bahwa H_0 didukung, yaitu terdapat pengaruh yang signifikan variabel-variabel keuangan dan variabel *signaling* terhadap harga saham selama 7 hari pengamatan setelah IPO pada tingkat signifikansi 5%. Temuan ini memberikan indikasi bahwa informasi yang disajikan dalam prospektus penawaran

saham oleh calon emiten cukup berguna bagi penyediaan informasi yang relevan bagi investor atau calon investor.

- e). Pengujian ini menghasilkan suatu model regresi yang cukup *robust* sebagai dasar prediksi terhadap perubahan harga saham. Model regresi itu didukung dengan telah dipenuhinya asumsi klasik atau syarat-syarat ekonometrik, yaitu data yang berdistribusi normal, tidak ada otokorelasi, tidak ada homokedastisitas, maupun tidak terdapat multikolinearitas. Nilai *R - Square* antara 29% - 31% berarti bahwa perubahan variabel keuangan dan variabel *signaling* mampu menjelaskan perubahan harga saham sebesar 29% - 31%. Artinya perubahan harga saham dipengaruhi oleh variabel lain, yang tidak termasuk dalam model sekitar 70%-nya.

2. Keterbatasan dan Implikasi

Penelitian ini masih jauh dari sempurna, mengingat masih terdapat keterbatasan. Keterbatasan itu antara lain menyangkut: (1) Peneliti dalam menentukan variabel sepenuhnya sama dengan yang dilakukan Kim, et al (1993; 1995) tanpa telaah yang lebih seksama, akibatnya mungkin tidak ada batasan yang jelas antara variabel keuangan dan variabel *signaling*; (2) Peneliti tidak menguji pengaruh skala perusahaan, umur perusahaan, dan jenis industrinya. Oleh karena keterbatasan itu, menyebabkan temuan penelitian ini perlu pengkajian yang lebih seksama di masa mendatang dengan mengurangi atau menghilangkan segala keterbatasannya.

Meskipun demikian, hasil penelitian ini tidak selalu konsisten dengan temuan sebelumnya, tetapi hasil penelitian ini dapat menambah keyakinan kita bahwa informasi dalam prospektus penawaran, baik yang bersifat keuangan maupun non keuangan adalah penting bagi investor sebagai dasar pengambilan keputusan bisnisnya. Tak ada gading yang tak retak, kata pepatah.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene F., dan Louis C., Gapenski, 1993, *Intermediate Financial Management*. Fourth Edition. New York: The Dryden Press.

- Cheung, C., Sherman and Itzhak Krinsky, 1994, "Information Asymetry and the Underpricing of Initial Public Offerings: Further Empirical Evidence." *Journal of Business Finance and Accounting*. July, p. 739-747
- Febrianto, Danu, "Prinsip Keterbukaan dan Kewajiban Emiten Pasca IPO." *Bank dan Manajemen*. Februari 1997, hal: 3-7
- Gujarati, Damodar, 1991, *Ekonometrika Dasar*. Terjemahan. Jakarta: Erlangga.
- Hanafi, Mamduh dan Suad Husnan, 1991, "Perilaku Harga Saham di Pasar Perdana". *Usahawan* No. 11 th. XX. November, hal. 12-15
- Hartini, Susana Luwi, 1997, *Analisis Kinerja Perusahaan Sebelum dan Sesudah Penawaran Umum Perdana*. Tesis S-2. Yogyakarta: UGM.
- Husnan, Suad dan Eni Pudjiastuti, 1993, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Kim, Jeong-Bon, Itzhak Krinsky and Jason Lee, 1993, "Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea". *Journal of Business Finance and Accounting*. January, p. 195-211.
- _____. 1995. "The Role of Financial Variables in the Pricing of Korean Public Offerings". *Pacific-Basin Finance Journal*. December, p. 449-464.
- Mauer, David C, dan L.W. Senbet, 1992, "The Effect of Secondary Market on Pricing of IPOs: Theory and Evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. March, p. 55-79.
- Payamta dan H. Triatmoko, 1998, "Evaluasi Kinerja Perusahaan Publik melalui Pengamatan terhadap Perubahan Harga dan Return Saham". *Perspektif* No. 10. hal. 16-32.
- Trisnawati, Rina., 1996, *Pengaruh Informasi Prospektus terhadap Return Saham di Pasar Perdana*. Tesis S-2. Yogyakarta: UGM.

Widjaya, M.F.D. Indrajati, 1997, **Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Underpricing Harga Saham Perdana Periode 1994-1997 di Bursa Efek Jakarta.** Tesis S-2. Yogyakarta: UGM.