

PROSPEKTUS PERUSAHAAN DAN KEPUTUSAN INVESTASI: STUDI EMPIRIS PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA

Hadri Kusuma^{*)}

Abstract

This paper reports the result of the empirical investigation on the usefulness of company prospectuses for investment decisions. The investment decisions are measured in terms of initial returns for the investment decision in the primary stock market, and 15-day mean adjusted returns after Initial public offering for the investment decision in the secondary stock market. The data of the prospectus used are accounting and non-accounting information. Based on the sample of 91 firm-year observations, the result shows that non-accounting information of the prospectus is relevant for the investment decision in the primary stock market. As well, both accounting and non-accounting information is useful for the investment decision in the secondary stock market. Eventhough some caveats appear in the study and preclude the generalization, the results are robust.

Key Words: *Underpricing, initial return, mean adjusted return, underwriter, auditor, listing period, standard deviation, company age, percentage of offered stock value, profitability, financial leverage, solvability, and investment decisions.*

PENDAHULUAN

Initial public offering (IPO) atau penawaran saham perdana merupakan salah satu cara perusahaan mendapatkan dana dari masyarakat. Harga saham saat penawaran merupakan satu indikator keberhasilan tersebut. Ada dua kemungkinan yang terjadi terhadap harga saham setelah penawaran. Harga saham perdana lebih besar dari harga yang terjadi pada saat saham tersebut mulai diperdagangkan. Kondisi harga saham tersebut disebut sebagai *overpricing*. Sebaliknya harga saham bisa juga mengalami *underpricing*. Kondisi ini terjadi bila harga saham perdana lebih kecil dari harga yang terjadi pada saat saham tersebut mulai diperdagangkan di pasar sekunder (Firth dan Smith, 1992). Bila *underpricing* terjadi, maka investor berkesempatan memperoleh abnormal returns berupa *initial return* positif.

Fenomena *underpricing* merupakan topik yang menarik pada literatur keuangan. karena harga pasar saham perdana seharusnya mencerminkan semua informasi yang tersedia. Informasi tersebut biasanya dibuat dan disebarkan sebelum penawaran saham perdana dilakukan (*Initial public offering, IPO*) dalam bentuk prospektus perusahaan. Menurut Trisnawati (1999) informasi prospektus merupakan salah satu sumber informasi utama

^{*)} Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta

yang digunakan investor untuk memutuskan apakah berinvestasi pada emiten atau tidak di pasar modal.

Dengan menggunakan *initial return* sebagai proksi dari keputusan pemodal berinvestasi di pasar modal, penelitian terdahulu menunjukkan informasi-informasi yang termuat dalam prospektus baik akuntansi maupun non-akuntansi berhubungan keputusan investasi. Trisnawati (1999), misalnya, menunjukkan umur perusahaan dan *Financial leverage* merupakan faktor-faktor utama yang berpengaruh terhadap *initial return*. Nurhidayanti dan Indiantoro (1998) menunjukkan reputasi auditor, penjamin emisi, prosentase saham yang ditahan tidak berasosiasi signifikan. Tapi Nasirwan (2000) menunjukkan bahwa reputasi auditor dan reputasi penjamin emisi berasosiasi secara statistik signifikan dan positif dengan *initial return*.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kegunaan informasi prospektus dalam pembuatan investasi di pasar modal Indonesia. Ketidak konsistennya hasil-hasil penelitian sebelumnya merupakan motivasi utama penelitian ini. Di samping itu, penelitian ini memperluas variabel penelitian dengan menambahkan waktu *listing* sebagai variabel kontrol seperti yang digunakan oleh Philip *et. al.* (1995). Untuk memenuhi persyaratan *underpricing*, observasi yang memiliki *initial return* yang negatif selanjutnya dikeluarkan dari penelitian.

Untuk mencapai tujuan penelitian tersebut, variabel keputusan investasi diukur dengan dua proksi *return* saham, yaitu *initial return* (Beatty, 1989; dan Carter *et. al.*, 1998) dan *mean adjusted return* 15 hari sesudah IPO. (Christy *et. al.*, 1996; dan Nasirwan, 2000). Sebagai variabel independen, variabel informasi akuntansi meliputi profitabilitas, solvabilitas dan financial perusahaan leverage dan variabel non-akuntansi terdiri dari reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan, diviasi standar dan waktu *listing*.

REVIEW PENELITIAN TERDAHULU

Fenomena *underpricing* yang ditandai dengan *return* saham positif pada pasar saham perdana merupakan gejala yang umum terjadi dalam pasar modal di dunia. Fenomena ini menarik karena berdasarkan hipotesis pasar yang efisien pada bentuk semikuat (*Efficient Market Hypothesis*, EMH), para investor seharusnya tidak akan mendapatkan "abnormal *return*" atau keadaan *underpricing* (Hanafi, 1998) dengan hanya memanfaatkan informasi publik. Menurut Watt dan Zimmermann (1986) pada pasar semikuat (*semistrong form*) harga pasar saham seharusnya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan. Dengan demikian *initial return* yang positif tidak akan terjadi.

Di samping teori EMH, teori informasi yang asimetrik bisa juga menjelaskan terjadinya *initial return* positif pada pasar saham perdana. Menurut Baron (1982) *initial return* positif berhubungan dengan informasi yang dimiliki oleh penjamin emisi. Penjamin emisi memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan dengan emiten Untuk memperkecil risikonya karena kewajiban membeli saham yang tidak laku dalam perjanjian *full commitment*,

penjamin emisi bisa memaksa emiten untuk menjual sahamnya dengan harga yang *underpriced*.

Rock (1986) juga menunjukkan bahwa asimetrik informasi bisa juga terjadi antara kelompok *informed investor* dan *uninformed investor*. Karena *informed investors* memiliki informasi yang cukup tentang perusahaan, *uninformed investors* akan mengalami kesulitan untuk bersaing. Agar masalah tersebut tidak muncul, maka harga saham penawaran perdana haruslah *underpriced*.

Teori pasar yang *overreaction* (*overreaction hypothesis*) selanjutnya juga bisa menjelaskan terjadinya *initial return* positif. Teori ini beranggapan harga saham cenderung meningkat karena reaksi yang berlebihan terhadap emisi saham baru, tapi kemudian pasar melakukan koreksi terhadap harga saham tersebut. Akan tetapi Hanafi (1998) yang mencoba menjelaskan fenomena *underpricing* di pasar modal berdasarkan teori tersebut menyimpulkan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara *initial return* dengan *after market performance*.

Berbeda dengan Hanafi, Sartono dan Yarmanto (1996) menunjukkan harga saham di BEJ telah bereaksi secara tidak wajar dalam menyesuaikan diri terhadap informasi baru, dimana pelaku pasar akan menilai saham terlalu tinggi dalam bereaksi terhadap kabar baik dan sebaliknya. Dari penelitian itu pasar membutuhkan waktu relatif lama minimal 22 hari untuk mencapai keseimbangan. Artinya pada penawaran perdana bila pasar bereaksi positif maka harga akan cenderung meningkat dan koreksi akan terjadi beberapa lama.

Prospektus perusahaan, yang merupakan salah satu sumber informasi yang relevan dan dapat digunakan untuk menilai perusahaan, dimaksudkan untuk menghindari adanya kesenjangan informasi yang terjadi seperti diuraikan sebelumnya. Beberapa peneliti terdahulu telah menguji keterkaitan antara fenomena *initial return* positif dengan informasi yang tercantum dalam prospektus perusahaan. Tabel 1 meringkas variabel-variabel yang relevan dan berhubungan dengan fenomena *initial return* positif dari beberapa penelitian terdahulu yang terpilih.

Walaupun tabel 1 menunjukkan ketidakkonsistenan hasil, akan tetapi secara umum dapat disimpulkan bahwa sebagian besar hasil penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa informasi non-akuntansi berpengaruh terhadap *initial return* positif. Hanya sebagian kecil investor saja yang memanfaatkan informasi akuntansi. Hasil ini bisa diartikan bahwa investor menggunakan informasi non-akuntansi sebagai dasar pengambilan keputusan investasi.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Fenomena *underpricing* terjadi apabila *initial return* saham bertanda positif. Penelitian terdahulu seperti yang dilakukan oleh Beatty 1989, Kim *et. al.* (1993), Trisnawati (1998) dan Nasirwan (2000) menggunakan *initial return* sebagai indikator keputusan investasi di pasar saham *perdana*. Hasil penelitian

mereka menunjukkan variabel dependen tersebut dipengaruhi oleh beberapa variabel informasi akuntansi dan non-akuntansi (lihat Tabel 1). Untuk menguji apakah informasi yang tercantum dalam prospektus tersebut berpengaruh terhadap *initial return*, hipotesis nul dan alternatif 1 dirumuskan sebagai berikut:

- H₀₁: Reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan, waktu *listing*, profitabilitas, solvabilitas, *Financial leverage* dan standar diviasi *return* perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *initial return*.
- H_{A1}: Reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan, waktu *listing*, profitabilitas, solvabilitas, *Financial leverage* dan standar diviasi *return* perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap *initial return*.

Tabel 1
Ringkasan Beberapa Hasil Penelitian Terdahulu

Peneliti (Tahun)	Variabel yang berpengaruh
Balvers <i>et. al.</i> (1988)	Reputasi auditor dan penjamin emisi
Guinness (1988)	Standar diviasi <i>return</i> dan indek harga saham
Beatty (1989)	Reputasi auditor, penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, dan tipe kontrak penjamin emisi.
Carter dan Manaster (1990)	Reputasi penjamin emisi.
Caster dan Dark (1992)	Reputasi penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, gross proceed dan satandar diviasi <i>return</i>
Kim <i>et. al.</i> (1993)	Profitabilitas dan <i>financial leverage</i> .
Michaelly dan Shaw (1995)	Reputasi auditor, penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan, dan variabel industri
Philip <i>et. al.</i> (1995)	Total aktiva, umur perusahaan, waktu <i>listing</i> , standar diviasi <i>return</i> dan prosentase saham yang ditahan pemilik.
Christy <i>et. al.</i> (1996)	Tidak ada variabel yang signifikan.
Carter <i>et. al.</i> (1998)	Reputasi penjamin emisi, pengukuran penjamin emisi, dan umur perusahaan.
Trisnawati (1998)	Umur perusahaan
Nurhidayati & Indriantoro (1998)	Nilai penawaran saham dan ukuran perusahaan
Daljono (2000)	Reputasi penjamin emisi, dan <i>financial leverage</i> .
Nasirwan (2000)	Reputasi penjamin emisi.

Variabel *return* 15 hari setelah IPO juga digunakan pada penelitian terdahulu. Variabel tersebut mengukur keputusan investasi di pasar saham *sekunder*. Christy *et. al.* (1996) menunjukkan bahwa reputasi penjamin emisi dan kompetisi sesama underwriter berpengaruh secara signifikan terhadap *return* 15 hari sesudah IPO. Nasirwan (2000) juga menyediakan bukti empiris bahwa reputasi penjamin emisi, ukuran penjamin emisi, prosentase penawaran

saham dan nilai penawaran saham secara signifikan berpengaruh terhadap *return* 15 hari sesudah IPO. Untuk menguji apakah informasi yang tercantum dalam prospektus berpengaruh terhadap keputusan investasi di pasar saham *sekunder*, hipotesis 2 dirumuskan sebagai berikut:

H₀₁: Reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan, waktu *listing*, profitabilitas, solvabilitas, *Financial leverage* dan standar diviasi *return* perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* 15 hari setelah IPO.

H_{A1}: Reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan, waktu *listing*, profitabilitas, solvabilitas, *Financial leverage* dan standar diviasi *return* perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap *return* 15 hari setelah IPO.

METODE PENELITIAN

Sampel dan Sumber Data

Populasi dalam penelitian ini didefinisikan sebagai perusahaan yang *go public* yang tercatat di Bursa Efek Jakarta yang melakukan penawaran saham perdana, IPO. Sementara sampelnya adalah perusahaan yang melakukan IPO periode tahun 1994 sampai pertengahan 1999. Pemilihan periode tersebut didasarkan pada pertimbangan praktis, yaitu ketersediaan data mengenai harga saham saat dan setelah IPO, dan prospektus perusahaan tersedia di pojok BEJ MM UII. Di samping itu hanya observasi yang memiliki *underpriced* (*initial return* positif) yang dijadikan sampel¹.

Data tentang perusahaan yang melakukan IPO berasal dari *Directory of Capital Market*. Sementara data mengenai harga saham didapatkan dari ICMD CD ROM. Lalu data mengenai ranking penjamin emisi diperoleh dari majalah Uang dan Efek.

Variabel Penelitian dan Pengukurannya

Difinisi dan pengukuran variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian diuraikan sebagai berikut.

Initial return (Lnr)

Initial return didefinisikan sebagai selisih antara harga penawaran umum (*offering price*) dengan harga penutupan di pasar sekunder pada hari pertama (*closing price*). Dengan demikian *initial return* dihitung dengan rumus sebagai berikut (Firth and Smith, 1992 ; dan Trisnawati, 1999):

$$\frac{(\text{Initial market price} - \text{Issue Price})}{\text{Issue Price}} \times 100\%$$

¹ Dengan persyaratan tersebut, penginterpretasian hasil penelitian ini harus dilakukan secara hati-hati.

Return 15 hari sesudah IPO (Ir_{15})

Return 15 hari sesudah IPO didefinisikan sebagai rata-rata *return* (*mean adjusted return*) harian saham selama 15 hari saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder (Christy *et. al.*, 1996; dan Trisnawati, 1999). Return harian dihitung dengan persamaan berikut ini:

$$\frac{(\text{Harga saham}_{t+1} - \text{Harga saham}_t)}{\text{Harga saham}_t} \cdot 100\%$$

Reputasi auditor (AUDT)

Reputasi auditor menunjukkan kualitas dan profesionalisme auditor yang mengaudit laporan keuangan perusahaan. Reputasi auditor didasarkan pada frekuensi penugasan yang dilakukan oleh emiten. Perusahaan yang menggunakan auditor yang berkualitas tinggi dapat diartikan sebagai sinyal kualitas emiten (Daljono, 2000). Dalam penelitian ini, auditor yang menempati urutan satu sampai empat akan menjadi auditor yang prestisius (Trisnawati, 1999; Daljono, 2000; dan Nasirwan 2000). Dan yang lainnya akan menempati auditor yang non *prestisius*. Reputasi auditor diukur dengan menggunakan dummy variabel, dimana nilai 1 untuk auditor yang prestisius, dan nilai 0 untuk auditor yang tidak prestisius (Sunariyah, 1993; dan Trisnawati, 1999).

Reputasi penjamin emisi (IBANK)

Reputasi underwriter didefinisikan sebagai skala kualitas underwriter dalam menawarkan saham emiten. Pemeringkatan penjamin emisi didasarkan pada fee yang didapatkan penjamin emisi. Fee penjamin emisi menunjukkan jumlah saham dan banyaknya saham yang dapat dijamin oleh penjamin emisi, secara tidak langsung menunjukkan *asset* yang dimiliki penjamin emisi (Hidayati dan Indriantoro, 1998). Pengukuran variabel penjamin emisi juga menggunakan variabel dummy, dengan nilai 1 untuk yang reputable dan 0 untuk yang tidak punya reputasi sesuai dengan ranking yang dikeluarkan oleh majalah Uang dan Efek (Trisnawati, 1999; Daljono, 2000; dan Nasirwan 2000).

Umur perusahaan (LnAGE)

Umur perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dapat bertahan hidup dan banyaknya informasi yang bisa diserap oleh publik. Semakin lama umur perusahaan semakin banyak informasi yang bisa diserap masyarakat (Daljono, 2000). Dalam penelitian ini, variabel umur dihitung sejak perusahaan didirikan sampai penawaran perdana dilakukan (Christy *et.al.*1996; Trisnawati, 1999; Daljono, 2000; dan Nasirwan 2000).

Prosentase penawaran (OFFER)

Besarnya prosentase penawaran saham didefinisikan sebagai perbandingan antara jumlah saham yang dijual kepada masyarakat pada saat IPO dengan total saham beredar (Trisnawati, 1999; Daljono, 2000; dan Nasirwan 2000). Formula yang digunakan untuk mengukur prosentase penawaran adalah :

$$\frac{(\text{Jumlah saham beredar} - \text{Jumlah saham yang dijual ke publik})}{\text{Jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

Profitabilitas perusahaan (ROA)

Profitabilitas didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan operasi. Penelitian ini menggunakan *return on asset* (ROA) sebagai pengukur tingkat keuntungan perusahaan. Pengukuran tersebut mengikuti teknik yang digunakan oleh Kim *et. al.* (1993); Trisnawati (1999) dan Daljono (2000).

Financial leverage (LEV)

Financial leverage didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan dalam melunasi semua kewajiban dengan equitynya. *Financial leverage* diukur dengan rasio *total debt* terhadap *total equity* seperti yang dilakukan oleh Kim *et al.* (1993) dan Trisnawati (1999).

Solvabilitas perusahaan (SOLV)

Solvabilitas perusahaan didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan dalam melunasi semua kewajiban dengan *asset* yang dimilikinya dan diukur dengan membandingkan total hutang terhadap total *asset* (Trisnawati, 1999; dan Daljono, 2000).

Periode penawaran (PERIOD)

Periode penawaran didefinisikan sebagai waktu *listing* yang dilakukan oleh perusahaan. Dummy variabel bernilai 0 diberikan bila IPO dilakukan sebelum krisis ekonomi (sebelum pertengahan 1997), sebaliknya bernilai 1 bila terjadi selama krisis. 1 Juni 1997 dijadikan sebagai pisah batas (*cut off*) terjadinya krisis ekonomi karena semenjak periode tersebut terjadi pergantian pemerintahan yang ditandai dengan penurunan nilai tukar rupiah secara drastis. Variabel kontrol ini sebelumnya digunakan oleh Philip *et. al.* (1995) tapi belum pernah digunakan pada penelitian di Indonesia.

Standar deviasi return saham (STD)

Standar deviasi didefinisikan sebagai sebagai penyimpangan nilai *return* harian selama 15 hari sesudah IPO. Variabel ini digunakan mengukur ketidakpastian (*uncertainty*) IPO. STD dihitung dari rata-rata *return* harian selama 15 hari diperdagangkan di pasar sekunder (Guinness, 1988).

Model yang digunakan

Untuk menguji hipotesis yang diajukan model regresi berganda akan dipergunakan dengan formula sebagai berikut.

Hipotesis 1:

$$\begin{aligned} \text{LnIR}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{AUDT}_i + \beta_2 \text{IBANK}_i + \beta_3 \text{LnAGE}_{i,t} \\ & + \beta_4 \text{OFFER}_i + \beta_5 \text{ROA}_i + \beta_6 \text{LEV}_i + \beta_7 \text{SOLV}_i \\ & + \beta_8 \text{PERIOD}_i + \beta_9 \text{STD} + e_i \end{aligned} \quad (1)$$

Hipotesis 2:

$$IR_{i15} = \alpha + \beta_1 AUDT_i + \beta_2 IBANK_i + \beta_3 LnAGE_{i,t} + \beta_4 OFFER_i + \beta_5 ROA_i + \beta_6 LEV_i + \beta_7 SOLV_i + \beta_8 PERIOD_i + \beta_9 STD + e_{ii} \quad (2)$$

Di mana:

LnIR _i	: Log <i>initial return</i>
IR _{i15}	: <i>Initial return</i> 15 hari setelah IPO
AUDT _i	: Reputasi auditor
IBANK _i	: Reputasi penjamin emisi
LnAGE _i	: Log umur perusahaan.
OFFER _i	: Prosentase penawaran saham saat IPO
ROA _i	: Rate of <i>return on asset</i> .
LEV _i	: <i>Financial leverage</i> .
SOLV _i	: Solvabilitas perusahaan
Period _i	: Periode menawarkan saham.
STD	: Standar deviasi <i>return</i> harian.

Dengan persamaan tersebut di atas, suatu variabel independen disimpulkan berpengaruh terhadap dependen variabel bila koefisien β -nya secara statistik signifikan tidak sama dengan nol ($\beta \neq 0$).

HASIL DAN DISKUSI PENELITIAN

Data Deskriptif

Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang IPO sejak tahun 1994 sampai Desember 1999 berdasarkan Directory Capital Market Indonesia 1994-2000. Emiten yang melakukan IPO pada rentang waktu tersebut berjumlah 131 perusahaan. Dari jumlah itu, 91 perusahaan atau 70 % memiliki *return* positif (*initial return*). Jumlah perusahaan yang melakukan IPO dan jumlah sampel yang memenuhi persyaratan selama periode pengamatan ditampilkan pada tabel 2. Table 3 menunjukkan distribusi sampel berdasarkan industri dan tabel 4 merupakan ringkasan statistik deskriptif masing-masing data variabel penelitian.

Pengujian Hipotesis 1

Pengujian hipotesis dilakukan dengan meregresi variabel reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, ROA, solvabilitas, *financial leverage*, dan standar deviasi terhadap *initial return* seperti pada persamaan 1. Hasil regresi persamaan 1 tampak pada tabel 5.

Tabel 5 menunjukkan bahwa variabel prosentase penawaran secara signifikan berpengaruh terhadap *initial return*. Pengaruh tersebut dapat ditunjukkan dengan besarnya p-value yang lebih kecil dari 10%. Hasil ini gagal mendukung hasil penelitian yang dilakukan di Indonesia oleh (Trisnawati, 1998; Nurhidayati & Indriantoro, 1998; Daljono, 2000; dan Nasirwan, 2000),

tapi memperkuat hasil penelitian yang dilakukan oleh Beatty, 1989; Caster and Dark, 1992; Philip *et. al.*, 1995; dan Michaelly dan Shaw, 1995).

Signifikannya koefisien prosentase penawaran (β_4) mungkin menunjukkan adanya informasi private yang dimiliki oleh pemegang saham lama seperti disinyalir oleh Budiarto dan Baridwan (1999). Informasi ini digunakan oleh pemodal sebagai sinyal bahwa prospek perusahaan baik. Dengan kata lain, semakin kecil prosentase saham yang ditawarkan ke publik semakin kecil ketidakpastian perusahaan di masa yang akan datang (Daljono, 2000).

Tabel 2
Perbandingan Jumlah Sampel dan Populasi

Tahun	Populasi	Sampel	% sampel
1999	9	5	56%
1998	6	4	67%
1997	31	25	80%
1996	18	14	78%
1995	20	11	55%
1994	47	32	67%
Total	131	91	70%

Tabel 3
Distribusi Sampel Berdasarkan Industri

Industri	Jumlah	%
Pertanian	6	6.60%
Pertambangan	3	3.30%
Industri Dasar dan Kimia	11	12.00%
Aneka Industri	8	9.00%
Industri Barang Konsumsi	9	9.90%
Properti dan Real Estate	14	15.00%
Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi	6	6.60%
Industri Keuangan	22	24.00%
Perdagangan, Jasa dan Investasi	11	12.00%
Total	91	100.00%

Tabel 4
Statistik Deskriptif Variabel-Variabel Yang Digunakan

Variabel	Mean	Std. Dev	Minimum	Maximum
LnAGE	1.0684	0.3494	0.0000	1.7243
OFFER	0.2662	0.1111	0.0219	0.6600
ROA	11.6065	17.8465	0.0041	100.0000
LEV	5.6610	10.7180	0.0557	72.7754
SOLV	0.6385	0.2598	0.0439	1.3965
IR15	0.0025	0.0099	-0.0191	0.0612
STD	0.0571	0.0417	0.0039	0.2449
LnIR	0.9667	0.5277	-0.2175	2.0177

Tabel 5
Hasil Pengujian Hipotesis 1

Variabel	β	Std. Error	prob-value
KONSTANTA	0.453	0.210	0.034
AUDT	-0.017	0.127	0.895
IBANK	0.076	0.089	0.400
LnAGE	-0.036	0.106	0.733
OFFER	0.565	0.339	0.099
ROA	0.003	0.003	0.246
LEV	-0.001	0.004	0.699
SOLV	0.166	0.184	0.371
PERIOD	0.280	0.119	0.021
STD	8.671	0.904	0.000

Tabel 5 juga menunjukkan bahwa waktu *listing* dan standar diviasi *return* secara signifikan berpengaruh terhadap *initial return*. Signifikansi koefisien β_8 menunjukkan ketidaksamaan regresi 1 pada periode sebelum dan selama krisis ekonomi di Indonesia, atau dengan kata lain periode penawaran mempengaruhi *initial returns*. Signifikannya waktu *listing* konsisten dengan hasil yang diberikan oleh Philip *et. al.* (1995). Variabel kontrol ini sebelumnya belum pernah digunakan oleh peneliti di Indonesia sebelumnya dan sekaligus memperbaiki kelemahan pada penelitian sebelumnya. Karenanya variabel waktu *listing* mungkin salah variabel kontrol yang menyebabkan ke tidakkonsistenan hasil penelitian sebelumnya.

Sementara itu, signifikannya koefisien standar diviasi mendukung hasil yang diberikan oleh Guinness (1988), dan Caster dan Dark (1992). Hasil ini bisa diinterpretasikan bahwa ketidak pastian IPO (yang diukur dengan standar diviasi *returns* setelah 15 hari IPO) ikut berperan dalam menentukan *initial returns*.

Secara umum hasil pada tabel 5 tersebut berimplikasi, hanya tiga variabel informasi non-akutansi yang bermanfaat dalam pembuatan keputusan

di pasar modal saham perdana. Informasi yang lain di dalam prospektus terutama informasi akuntansi tidak digunakan oleh pemodal. Hal ini mungkin terjadi karena para investor lebih mengutamakan informasi di luar prospektus atau dapat pula emiten yang melakukan investasi di pasar perdana untuk kegiatan spekulasi untuk mendapatkan *initial return*.

Pengujian Hipotesis 2

Pengujian hipotesis dilakukan dengan meregresi variabel reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, ROA, *financial leverage*, solvabilitas dan standar diviasi terhadap rata-rata *return* 15 hari sesudah IPO seperti pada persamaan 2. Hasil regresi persamaan 2 tampak pada tabel 6 berikut ini:

Tabel 6
Hasil Pengujian Hipotesis 2

Variabel	β	Std. Error	p-value
KONSTANTA	0.0015	0.005	0.781
AUDT	-0.0070	0.003	0.037
IBANK	0.0055	0.002	0.021
LnAGE	-0.0027	0.003	0.333
OFFER	0.0140	0.009	0.116
ROA	-0.0000	0.000	0.996
LEV	0.0003	0.000	0.009
SOLV	0.0000	0.001	0.994
PERIOD	0.0049	0.003	0.116
STD	0.0834	0.024	0.001

Tabel 6 menunjukkan bahwa variabel reputasi auditor secara signifikan mempengaruhi rata-rata *return* 15 hari sesudah IPO. Signifikansi variabel ini mungkin merupakan sinyal kualitas emiten sebab dengan memakai auditor yang profesional kesempatan emiten menyajikan informasi yang kurang akurat ke pasar menjadi kecil (Daljono, 2000). Hasil ini tidak ditemukan pada penelitian-penelitian yang dilakukan oleh Christy *et. al.* (1996), Trisnawati (1998), dan Nasirwan (2000).

Underwriter merupakan pihak yang bertanggungjawab terhadap berhasil tidaknya penawaran saham. Bila emiten menggunakan penjamin emisi yang berkualitas tinggi (reputable), para pemodal akan merespon secara positif terhadap informasi tersebut. Sebaliknya para investor akan memberikan sinyal negatif bila emiten menggunakan underwriter yang kurang profesional. Tabel 6 menunjukkan bahwa variabel reputasi penjamin emisi berpengaruh terhadap rata-rata *return* 15 hari setelah IPO. Koefisien variabel tersebut bertanda positif dan secara statistik signifikan pada alpha 5%. Hasil ini mendukung hasil yang dikemukakan oleh Nasirwan (2000). Dengan demikian, keberadaan penjamin

emisi dapat dikatakan sebagai informasi yang berguna bagi pemodal dalam pembuatan keputusan di pasar saham sekunder.

Financial leverage merupakan ukuran kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban dengan equitynya. Hasil pada tabel 6 mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Kim *et. al.* (1993) dan Trisnawati (1998), yaitu variabel *Financial leverage* secara signifikan berpengaruh terhadap rata-rata return 15 hari setelah IPO. Hasil tersebut menunjukkan bahwa semakin besar *Financial leverage* semakin besar juga rata-rata *return* 15 hari setelah IPO. Karena *Financial leverage* merupakan ukuran resiko perusahaan, hasil ini juga konsisten teori *risk and return* yang berasumsi bahwa semakin tinggi resiko suatu perusahaan maka investor menginginkan *return* yang tinggi bila berinvestasi pada perusahaan tersebut.

Koefisien standar diviasi juga berpengaruh terhadap rata-rata *return* saham setelah 15 hari IPO. Signifikannya koefisien standar diviasi mendukung hasil yang diberikan oleh Nasirwan (2000). Akan tetapi, hasil ini tidaklah mengagetkan karena standar diviasi dan rata-rata *return* dihitung dari data pada periode dan perusahaan yang sama.

Secara umum hasil pada tabel 6 tersebut memberikan bukti empiris bahwa empat variabel informasi dari prospektus bermanfaat dalam pembuatan keputusan di pasar modal saham sekunder. Informasi yang lain di dalam prospektus tidak digunakan oleh pemodal. Dengan demikian dapat disimpulkan baik informasi akuntansi dan non-akuntansi digunakan oleh para investor dalam pembuatan keputusan di pasar saham sekunder.

Uji Klasik Persamaan Regresi 1 dan 2

Uji atas asumsi klasik pada persamaan 1 dan 2 dilakukan untuk mengetahui apakah data yang digunakan layak atau tidak untuk dianalisa. Pengujian meliputi *outlier*, autokorelasi, multikorelasi dan heterodasitas². Suatu observasi dikatakan *outlier* bila observasi tersebut memiliki selisih antara nilai prediksi dan sesungguhnya sangat besar. Dari dua persamaan regresi yang digunakan tidak satupun observasi yang dikategorikan sebagai *outlier* karena semua observasi yang mempunyai nilai *Cooks' distance* sebesar kurang dari 2,50 (Dilorio, 1991).

Nilai Durbin Watson (DW) digunakan sebagai prosedur formal untuk menguji keberadaan autokorelasi. Menurut Dilorio (1991) nilai DW yang mendekati 2 mengindikasikan tidak terdapat autokorelasi. Hasil tes dari persamaan regresi yang digunakan tidak menunjukkan adanya autokorelasi.

Uji multikolinieritas dilakukan dengan melihat nilai VIF dan nilai tolerance-nya. Menurut Judge *et. al.* (1988) bila nilai VIF salah satu variabel dari suatu persamaan berganda sebesar 10 atau lebih, maka variabel tersebut terinflasi. Karenanya, terdapat multikolinieritas pada persamaan tersebut. Hasil pengujian statistik pada penelitian ini menunjukkan semua independen variabel memiliki nilai

² Kutipan hasil pengujian tes-tes tersebut tidak dilampirkan karena keterbatasan jumlah halaman yang diberikan oleh redaksi.

VIF dibawah 10 dan nilai tolerance di atas 0,1. Karenanya variabel-variabel pada persamaan 1 dan 2 tidak mengindikasikan adanya multikorelasi.

Salah satu cara yang digunakan untuk mendeteksi adanya heterokedastisitas yaitu dengan menggunakan Spearman *correlation coefficient*. Bila korelasi antar variabel independen dalam model memiliki nilai residu kurang tidak signifikan pada level 5% maka terjadi homoskedasitas. Semua koefisien korelasi antar variabel pada penelitian tidak signifikan pada level 5%, suatu indikasi tidak adanya masalah heterodisitas.

PENUTUP

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisa apakah informasi prospektus baik informasi akuntansi dan non-akuntansi digunakan para pemodal dalam pembuatan keputusan investasi di pasar saham. Informasi akuntansi yang digunakan adalah ROA, *financial leverage*, dan *debt ratio*. Sementara informasi non-akuntansi meliputi reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, prosentase penawaran, umur perusahaan, waktu *listing* dan satandard diviasi *return*. Keputusan investasi di pasar saham perdana dan sekunder masing-masing diukur dengan *initial return* positif dan rata-rata *return* 15 hari setelah IPO.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel prosentase penawaran, waktu *listing* dan standar diviasi *return* secara signifikan berpengaruh terhadap *initial return*. Implikasinya hanya tiga variabel informasi non-akuntansi tersebut yang bermanfaat dalam pembuatan keputusan di pasar modal saham perdana. Dengan kata lain, hanya informasi non-akuntansi yang bisa dipertimbangkan oleh para pemodal sebelum membuat keputusan investasi di pasar saham perdana.

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa variabel reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, *financial leverage*, dan standar diviasi berpengaruh terhadap rata-rata *return* saham setelah 15 hari IPO. Oleh karenanya baik informasi akuntansi dan non-akuntansi digunakan oleh para investor dalam pembuatan keputusan di pasar saham sekunder. Hasil ini memberikan bukti empiris bahwa informasi prospektus bermanfaat dalam pembuatan keputusan di pasar saham sekunder 15 hari setelah IPO.

Walaupun kesimpulan di atas *robust* setelah dilakukan uji klasik terhadap persamaan regresi, tetapi ada beberapa kelemahan yang juga merupakan saran untuk penelitian selanjutnya. Pertama, hubungan antara variabel dependen dan independen diasumsikan linear. Peneliti tidak mencoba untuk menguji apakah asumsi tersebut valid atau tidak. Karenanya, penelitian selanjutnya bisa mempertimbangkan penggunaan persamaan regresi non-linear.

Kedua, perankingan reputasi auditor dan penjamin emisi didasarkan pada perankingan yang dilakukan pada penelitian-penelitian sebelumnya dan bersifat subyektif. Karenanya perankingan yang dilakukan oleh pihak yang independen pada penelitian lanjutan mungkin memberikan hasil yang lebih valid.

Ketiga, variabel yang digunakan dalam penelitian ini merupakan proksi terhadap informasi yang berasal prospektus perusahaan. Penelitian selanjutnya bisa memasukan faktor makro ekonomi seperti tingkat bunga, nilai

tukar mata uang sebagai faktor yang mungkin mempengaruhi keputusan investasi.

Terakhir, rata-rata saham 15 hari setelah IPO digunakan sebagai proksi dari keputusan investasi di pasar modal saham sekunder. Penelitian selanjutnya bisa menggunakan abnormal *return* dan kumulatifnya sebagai pembandingan untuk proksi keputusan investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Balvers, R, McDonald dan R.E. Miller, 1988, "Underpricing of New Issues and the Choice of Auditor as Signal Investment Banker Reputation", *Accounting Review* 63 (Oktober): pp.602-622.
- Baron, D. P, 1982, "A Model of the Demand for Investment banking Advising and Distribution Services for New Issues", *Journal of Finance*, 37: pp. 955-976.
- Beatty, R.P., 1989), "Auditor Reputation and the Pricing of *Initial public offerings*", *Accounting Review*, Vol LXIV. No. 4: pp. 693-707
- Budiarto, Arif dan Zaki Baridwan, 1999, "Pengaruh Pengumuman Right Issue Terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di BE J periode 1994-1996", *Jurnal Riset dan Akuntansi Indonesia*, p. 96.
- Carter, R. B. dan S. Manascer, 1990, "*Initial public offerings* and Underwriter Reputation", *Journal of Finance*, Vol VI: pp.285-311.
- Carter, R. B., and F. H. Dark, 1992, "An Empirical Examination of Investment Banker Reputation Measures", *The Financial Review* Vol 27: pp. 355-374.
- Carter, R. B., F. H. Dark and A.K.Singh, 1998, "Underwriter Reputation, *Initial returns*, and the Long-Run Performance of IPO Stocks", *The Journal Of Finance*, I.(1): pp. 285-311.
- Christy, M., I. Hasan and S.D Smith, 1996, "A note on Underwriter Competition and *Initial public offering*", *Journal of Business and Accounting*, 23: pp. 905-914.
- Daljono, 2000, "Analisa Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *Initial return Saham yang Listing Di Bej TH 1990-1997*", Simposium Nasional Akuntansi II IAI.
- Dilorio, F. C, 1991, "SAS Applications Programing: A Gentle Introduction", Duxbury Press, California.
- Firth, M. and a. Smith, 1992, "The Accuracy of Profits Forecasts in *Initial public offering Prospectus*", *Accounting and Business Research*, 22 (87): pp. 239-247.
- Guinness. Paul Mc, 1992, "An Examination of the *Initial public offerings* in Hongkong: 1980-1990", *Journal of Business Finance and Accounting*, 19 (2): pp..165-186.
- Hanafi, M dan Suad Husnan, 1991, "Perilaku Harga Saham di pasar Perdana", *Usahawan*, No 11 (November): pp.12-15.
- Hanafi, Mamduh, 1998, "Efisiensi Emisi Saham Baru di Bursa Efek Jakarta 1989-1994", *Kelola* : pp.88-105

- Husnan, Suad., 1996, "Penjualan Saham BUMN Apakah Terjadi Distribusi Kemakmuran", *Kelola*, 13 (v): pp .62-74.
- Judge, George., et. al., (1988), "*Introduction to the Theory and Practice of Econometrics*", New York: John Wiley & Sons.
- Kim, K. B., I. Krisky and J. Lee, 1993, "Motives for Going Public and *Underpricing*: New Findings from Korea", *Journal of Business Finance and Accounting*, 20(2): pp. 195-211.
- Michaelly, R and W Shaw, 1995, "Does the Choice Auditor Convey Quality an IPO", *Financial Management*, 24 (4): pp. 15-30.
- Nasirwan, SE, M.Si, 2000, *Reputasi Penjamin Emisi, Return Awal, Return 15 Hari Sesudah IPO, dan Kinerja Perusahaan Satu Tahun Sesudah IPO di BEJ*, Makalah Simposium Nasional Akuntansi III. IAI.
- Nurhidayati, S and Nur Indriantoro, 1998, "Analisa Faktor-faktor yang Berpengaruhi Terhadap Tingkat *Underpriced* pada Penawaran Perdana Bursa Efek Jakarta", *Journal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 13 (1): pp.21-30.
- Surianti, Meily dan Nur Indrianto, 1999, "Ketepatan Ramalan Laba pada Prospektus Penawaran umum Perdana", *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*.
- Philip, L., L.Taylor, and T. Walter, 1995, "Australian Ipo Pricing in the Short and Long Run", *Journal of Banking and Finance*, 17: pp.1190-1202.
- Rock, K, 1986, "Why New Issues Are *Underpriced*", *Journal of Financial Economics*, 15: pp.187-212.
- Sunariyah, 1993, Informasi Prospektus dan Ketepatan Peramalan Laba, *Tesis S2*, Yogyakarta: Program Pasca Sarjana, Universitas Gadjah Madah.
- Trisnawati, Rina (1999), *Pengaruh Informasi Prospektus pada Return Saham Pasar Perdana*, Simposium Nasional Akuntansi II IAI.
- Watts, Ross L. dan Jerord I Zimmerman, 1986, "*Positive Accounting Theory*", Prentice Hall Int, Inc.

Terima kasih kepada anonymous reviewer yang banyak memberikan masukan dan saran.