

BAB II

LANDASAN TEORI

I. Penelitian Terdahulu

Hakiman dalam Penelitiannya mengenai “Model Penentuan Harga IPO di BEJ dengan menggunakan Metode Real Option” menyatakan bahwa IPO (*Initial Public Offering*) adalah kegiatan perusahaan menawarkan sebagian sahamnya kepada masyarakat melalui Pasar Modal. Bagi Investor, IPO menarik perhatian karena adanya asumsi selama ini bahwa harga pada saat IPO cenderung *underpriced* sehingga membeli pada saat IPO merupakan investasi yang menguntungkan. McDonald dan Fissher (1972; 97-102), Ibbotson (1975; 235-272) dan Ritter (1984; 240-250) mengatakan bahwa terjadi abnormal return pada hari pertama perdagangan saham di Bursa atau harga saham IPO *underprice*.

Adapun alasan mengapa IPO digunakan untuk dapat menaikkan modal perusahaan, Chemmanur dan Fulghieri (1999) mengatakan bahwa IPO memungkinkan lebih tersebarinya kepemilikan, dengan keuntungan dan kerugiannya. Menurut Maksimovic dan Pichler (2001) harga saham public yang tinggi dapat menarik kompetisi pasar produk perusahaan tersebut. Gompers dan Lerner (2001) mengatakan bahwa di Amerika Serikat jumlah perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 1935-1959 lebih sedikit dibanding tahun 1969 yang berjumlah 683 perusahaan, Hakiman dalam penelitiannya mengenai “Model Penentuan Harga IPO di BEJ dengan menggunakan Metode

Real Option” meneliti di BEJ sampai dengan periode bulan Juni 2004, jumlah IPO tertinggi tercatat pada tahun 1990 dengan total 54 perusahaan dan terendah pada tahun 1998 hanya 6 perusahaan yang IPO.

Donny Hermawan (2000), hasil penelitiannya menunjukkan bahwa selama tahun 1995-1998 saham perdana di BEJ mengalami rata-rata *underpricing* 8,52% dan signifikan saat pertama kali diperdagangkan. Hasil penelitiannya juga menunjukkan adanya hubungan negative signifikan antara tingkat *underpricing* dengan tujuan perusahaan IPO untuk mengurangi hutang, *Go Public* oleh perusahaan-perusahaan manufaktur, dan PER. Nilai emisi dan persentase yang ditawarkan pada publik mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Sedangkan *debt to equity ratio* (*DER*), perusahaan yang IPO pada kondisi pasar *bullish*, dan umur perusahaan ternyata tidak terbukti mempunyai pengaruh terhadap tingkat *underpricing*.

Dalono (2000), dengan data 1990-1997 melakukan penelitian antara hubungan *initial return* atau *underpricing* dengan variabel terkait yaitu penjamin emisi, auditor, skala perusahaan, umur emiten, persentase saham yang ditawarkan ke public, jumlah saham yang ditawarkan, *financial leverage*, *solvability ratio*. Penelitiannya berhasil membuktikan penjamin emisi dan *financial leverage* mempengaruhi tingkat *underpricing* secara statistic signifikan.

Inam Ghozali dan Mudrik Al Manshur (2002) berdasarkan data perusahaan yang melakukan IPO di BEJ pada tahun 1997 – 2000, mencoba menguji pengaruh variabel reputasi penjamin emisi (merupakan variabel

dummy namun secara rinci tidak dijelaskan dasar penentuan *dummy* tersebut), persentase saham yang ditahan *founder*, skala perusahaan (total aktiva), umur perusahaan, dan ROA terhadap tingkat *underpricing*. Mereka berhasil membuktikan bahwa reputasi penjamin emisi, *financial leverage* signifikan pada level 10% dengan arah *negative* mempengaruhi *underpricing*. Sedangkan umur perusahaan, skala perusahaan, dan persentase saham yang ditahan, tidak terbukti.

Michaelly dan Shaw (1995), melakukan penelitian dengan menggunakan sampel 1120 perusahaan yang melakukan IPO sepanjang tahun 1984 – 1988, menemukan bahwa *initial return* dipengaruhi oleh reputasi auditor, jumlah nilai penawaran saham, reputasi penjamin emisi, dan variabel *industry* (*dummy*). Hasil ini membuktikan bahwa dengan menggunakan auditor yang *prestigious* akan mengurangi risiko pasar sehingga harga pasar saat IPO lebih rendah dan *initial return* yang diterima investor menjadi lebih tinggi.

Berikut ini tabel yang memperlihatkan rata-rata tingkat *underpricing* di beberapa Negara :

Tabel 2.1

Kinerja Negara-negara yang melakukan IPO

Negara	Peneliti	Sampel	Waktu	IR
Australia	Lee, Taylor & Walter	266	1976-1989	11,9%
Brazil	Aggarwal, Leal &	62	1979-1990	78,5%

	Hernandez			
China	Datar & Mao	226	1990-1996	388%
Finlandia	Keloharju	85	1984-1992	9,6%
Hongkong	McGuinness, Zhao & Wu	334	1980-1996	15,9%
India	Khrisnamurti & Kumar	98	1992-1993	35,3%
Jerman	Ljungqvist	170	1978-1992	10,9%
Korea	Dhatt, Kim, & Lim	347	1980-1990	78,1%
Malaysia	Isa	132	1990-1991	80,3%
Mexico	Aggarwal, Leal, & Hernandez	37	1987-1990	33%
Singapore	Lee, Taylor, & Walter	128	1973-1992	31,4%
Taiwan	Chen	168	1971-1990	45%
Thailand	Werhtyavivorn Koo- Smith	32	1988-1989	58,1%
Turkey	Kiyamaz	138	1990-1995	13,6%
UK	Dimson, Levis	2133	1959-1990	12%
USA	Ibbotson, Sindelar & Ritter	13308	1960-1996	15,8%

Sumber : Jay Ritter, 1998, Initial Public Offering, www.ssrn.com

II. Konsep Dasar Teori

2.1 Pengertian Pasar Modal

Pada dasarnya, pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang maupun modal sendiri. Di pasar modal diperjualbelikan instrumen keuangan seperti saham, obligasi, waran, *right*, obligasi konvertibel, dan berbagai produk turunan (*derivatif*) seperti opsi (*put* atau *call*).

Undang-undang pasar modal No.8 tahun 1995 memberikan pengertian yang lebih spesifik tentang pasar modal yaitu “Kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan penawaran efek, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek”. Efek merupakan istilah baku yang digunakan undang-undang pasar modal untuk mengatakan surat berharga atau sekuritas.

Menurut Keppres No. 53 tahun 1990 dan Keputusan Menteri Keuangan No. 1548/KMK.013/1990 dijelaskan bahwa keberadaan pasar modal di Indonesia adalah merupakan alternatif penting bagi penyerahan dana yang diperlukan dalam rangka pelaksanaan pembangunan ekonomi nasional perluasan pengikutsertaan masyarakat dalam pemilihan efek perusahaan menuju pemerataan pendapatan masyarakat.

Pasar modal merupakan sumber pembiayaan dunia usaha dan alternatif investasi pada sektor sekuritas bagi pemodal. *Initial Public Offering* (*IPO*) terjadi untuk perusahaan yang baru pertama kali menerbitkan dan menjual sekuritasnya ke publik atau belum mempunyai sekuritas yang beredar di pasar modal. Ada dua kemungkinan penawaran harga-harga di pasar perdana, yaitu apakah emiten

tersebut overpricing atau underpricing. Jika underpricing terjadi yaitu harga saham perdana lebih kecil dari pada harga yang terjadi pada saat saham tersebut mulai diperdagangkan dipasar sekunder, maka investor berkesempatan memperoleh initial return. Initial return merupakan proksi dari keputusan investasi, yaitu selisih antara harga penawaran dengan harga penutupan dipasar sekunder pada hari pertama. Harga saham perdana seharusnya mencerminkan informasi yang tersedia. Dan informasi tersebut disusun dalam bentuk prospektus perusahaan.

2.2 Pasar Perdana dan Pasar Sekunder

1. Pasar Perdana (*Primary Market*)

Adapun wujud nyata dari pasar modal di Indonesia adalah adanya pasar perdana, dimana merupakan syarat untuk menawarkan saham atau obligasi kepada masyarakat selama jangka waktu tertentu sebelum emisi tersebut dicatat dan diperdagangkan di Bursa. Sebagian perantara pemilik dana dengan emiten adalah penjamin emisi (*underwriter*).

2. Pasar Sekunder (*Secondary Market*)

Pasar sekunder merupakan tempat bagi investor untuk membeli atau menjual kembali efek yang dimilikinya. Pasar ini diharapkan dapat menjamin likuiditas efek. Maksudnya jika pada suatu saat investasi pemilik efek memerlukan dana maka diharapkan efeknya dapat segera dijual untuk memperoleh uang yang diperlukan. Demikian pula sebaliknya, jika pemilik dana ingin menginvestasikan uangnya ke dalam

efek, maka dia mengharapkan dapat membeli efek yang dikehendaki dari pasar sekunder. Pasar inilah yang dikenal dengan nama **Pasar Bursa**.

2.3 Initial Public Offering (IPO)

Penerbitan dan penawaran sekuritas perusahaan pada masyarakat umum untuk pertama kali dilakukan di pasar perdana (*primary market*). Ada dua jenis pasar perdana dalam penerbitan sekuritas baru, yaitu *Initial Public Offering (IPO)* dan *Seasoned New Issues* atau *Seasoned Equity Offering (SEO)*. IPO diperuntukkan bagi perusahaan yang baru pertama kali menerbitkan dan menawarkan sekuritasnya pada publik dan sebelumnya tidak memiliki sekuritas yang beredar di pasar modal. SEO diperuntukkan bagi perusahaan yang sebelumnya telah menerbitkan sekuritas dan sekuritas tersebut masih beredar dan diperdagangkan di pasar modal.

Menurut Ivo Welch (1996) :

“IPO refers to a company’s first issuance of stock on the open market. IPO makes the company’s stock accessible to a large group of public investors for the first time”.

Berdasarkan kutipan diatas dikatakan bahwa IPO merujuk pada penawaran saham perusahaan untuk pertama kalinya di pasar terbuka. IPO memungkinkan saham perusahaan tersebut bagi kelompok besar investor public untuk pertama kalinya.

Menurut Darmadji dan Fakhruddin (2001) :

“IPO adalah kegiatan penawaran saham/efek lainnya yang dilakukan oleh emiten (perusahaan yang go public) untuk menjual saham/efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur Undang-Undang pasar modal dan peraturan pelaksanaannya”

Menurut Undang-Undang No.8 tahun 1995 :

“IPO adalah kegiatan penawaran efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur dalam Undang-Undang dan peraturan pelaksanaannya”

Tujuan Non Finansial IPO :

- Meningkatkan profesionalisme, karena dengan diterbitkannya saham perusahaan ke masyarakat maka perusahaan harus terbuka dengan masyarakat dalam banyak hal, misalnya laporan keuangan, struktur pemegang saham, dll.
- Untuk mengurangi kepemilikan internal untuk saham (investasi), dengan IPO maka saham dapat dimiliki oleh masyarakat luas sehingga dana yang diperoleh jumlahnya lebih besar dibandingkan jika perusahaan dimiliki intern saja.
- Sebagai media promosi yang efisien dan afektif karena emiten akan lebih dikenal oleh masyarakat.
- Untuk meningkatkan kepercayaan berbagai pihak pada perseroan.

Tujuan Finansial IPO :

- Untuk memperbaiki struktur permodalan perusahaan, maksudnya perusahaan dengan struktur hutang lebih besar dari struktur modal sendiri akan dapat memperbaiki struktur modalnya karena mendapat tambahan dana dari hasil IPO. Dana yang berhasil dikumpulkan melalui proses IPO dapat digunakan perusahaan untuk melunasi hutang-hutangnya, selain itu perusahaan juga dapat meningkatkan modal kerjanya sehingga perusahaan dapat membiayai barang-barang modal yang akan menambah kapasitas produksi dan menambah kesejahteraan ekonomi.
- Untuk meningkatkan investasi di anak perusahaan.
- Untuk memperoleh dana untuk melakukan ekspansi perusahaan.

Salah satu bentuk pasar perdana sekuritas, yaitu Public Offering. Public Offering adalah penawaran umum yang dapat diikuti oleh semua investor atau masyarakat umum dan sekuritas tersebut nantinya akan diperdagangkan di pasar sekunder.

Ada 3 (tiga) tahap yang harus dilalui emiten yang akan melakukan penawaran umum saham perdana di BEJ antara lain :

1. Sebelum emisi, yaitu berisi persiapan-persiapan yang dilakukan untuk memenuhi persyaratan-persyaratan penawaran umum.
2. Tahapan emisi, yaitu masa dimana dilakukan penawaran umum hingga saham-saham yang telah ditawarkan dicatatkan di bursa efek.

3. Tahapan sesudah emisi, yaitu berupa tahapan pelaporan sebagai konsekuensi atas penawaran umum tersebut.

Tabel 2.2
Proses IPO



Intern Perusahaan	BAPEPAM	Pasar Perdana	Pasar Sekunder	Pelaporan
1. Rencana Go Public	9. Pernyataan pendaftaran	14. Penawaran umum	17. Emiten mencatatkan sahamnya di BEJ	19. Laporan berkala, misalnya Laporan Tahunan, tengah tahunan,
2. RUPS	10. Ekspos terbatas di BAPEPAM	15. Penjatahan kepada pemodal oleh sindikasi penjamin emisi dan emitea	18. Perdagangan di BEJ	20. Laporan kejadian penting dan relevan, misalnya akuisisi, pergantian direksi, dll.
3. Penunjukkan : Penjamin emisi, Profesi Penunjang, lembaga penunjang	11. Tanggapan atas : kelengkapan dokumen, kecukupan dan kejelasan informasi, keterbukaan (aspek hukum akuntansi, dan manajemen)	16. Distribusi efek kepada pemodal secara elektronik		
4. Mempersiapkan dokumen-dokumen				
5. Konfirmasi sebagai Agen Penjual oleh penjamin kontrak				
6. Kontrak pendahuluan				
7. Penandatanganan perjanjian-perjanjian	12. Komentar tertulis dalam waktu 45 hari			
8. Public Expose	13. Pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif			

Sumber : Tjipto Darmaji & Hendy M.F. "Pasar Modal Indonesia Pendekatan Tanya Jawab", 2001.

Menurut Syukri Abdullah dalam bukunya yang berjudul Fenomena Underpricing dalam Penawaran Saham Perdana dan Faktor-faktor yang mempengaruhinya (2000, hal.69) menyatakan bahwa :

Penjamin emisi berperan penting dan bertanggung jawab terhadap keberhasilan penjualan saham IPO mulai dari membantu emiten dalam kelancaran persiapan penawaran saham perdana, memberikan saran dan pertimbangan yang dibutuhkan emiten, membantu penentuan harga penawaran yang wajar sampai distribusi pemasarannya. Investment Banker atau penjamin emisi bertanggung jawab untuk merumuskan metode yang digunakan untuk menerbitkan sekuritas, menentukan harga sekuritas baru, dan menjual sekuritas baru tersebut.

Dalam kegiatan underwriting, dikenal beberapa jenis dan cara penjamin emisi, yaitu:

- 1) Full Commitment / Firm Commitment adalah suatu perjanjian dimana penjamin emisi mengikat diri untuk menawarkan efek kepada masyarakat dan membeli sisa efek yang tidak laku terjual. Dari pengertian tersebut berlaku bahwa penjamin emisi berusaha menjual di pasar kemudian membeli efek yang tidak laku terjual dengan harga yang sama dengan harga penawaran pada pasar perdana. Biasanya penjamin emisi membentuk kelompok atau sindikat untuk membantu mengurangi resiko dengan berbagi resiko dan membantu menjual sekuritas mengingat jenis penjamin ini paling berisiko dibandingkan jenis penjamin lainnya. Firm

Commitment adalah jenis penjaminan emisi yang sering dipakai di pasar modal Indonesia.

- 2) *Best Efforts* adalah jenis penjaminan dimana penjamin emisi bertindak sebagai agen yang menerima komisi dari setiap sekuritas yang dijualnya. Agen akan berusaha semampunya menjual sekuritas pada harga penawaran yang sudah disepakati. Jika sekuritas tidak dapat terjual pada harga tersebut maka sekuritas tersebut akan ditarik atau dikembalikan pada emiten. Ritter (1987) menyatakan bahwa *Best Efforts* biasanya digunakan untuk IPO yang volume penawarannya kecil sedangkan *Firm Commitment* biasanya untuk IPO besar.
- 3) *Standby Commitment* adalah jenis penjaminan dimana penjamin emisi berusaha menawarkan efek semaksimalnya kepada investor. Kemudian apabila ada sisa yang belum terjual sampai batas waktu penawaran yang telah ditetapkan, penjamin emisi menyanggupi membeli sisa efek tersebut dengan harga tertentu sesuai dengan perjanjian yang besarnya biasanya di bawah harga penawaran pada pasar perdana.
- 4) *All or None Commitment* adalah komitmen yang menyatakan bahwa apabila efek yang ditawarkan ternyata sebagian tidak laku terjual, maka penjualan efek tersebut dibatalkan sama sekali. Artinya bagian efek yang telah laku dipesan oleh investor akan dibatalkan penjualannya dan semua sisa efek dikembalikan kepada emiten. Selanjutnya, dalam konteks ini dikenal istilah komitmen minimum atau maksimum. Komitmen ini mengatur apabila penjualan efek telah mencapai batas minimum

penjualan yang telah ditentukan misalnya, maka penjamin emisi dapat meneruskan penawaran sampai batas maksimum penjualan. Akan tetapi apabila batas waktu tertentu efek yang terjual belum memenuhi ketentuan jumlah minimum maka penjualan efek dibatalkan.

Dalam proses IPO, emiten diharuskan atau diwajibkan menyertakan sumber informasi penting yang akan digunakan penjamin emisi dan para calon investor nantinya dalam menilai perusahaan tersebut, yaitu laporan keuangan yang telah diaudit kantor akuntan public (Keputusan Menteri Keuangan RI No. 859/KMK.01/1987) laporan keuangan yang telah diaudit akan membantu mengurangi ketidakpastian di masa datang.

Menurut UU Pasar Modal, saham akan dicatatkan di bursa efek maksimal 90 hari dari dimulainya penawaran umum perdana atau 30 hari setelah ditutupnya masa penawaran umum saham perdana, mana yang lebih dulu. Setelah ketentuan diatas terpenuhi maka saham akan mulai ditawarkan di pasar sekunder. Dengan kata lain, pasar sekunder adalah pasar dimana para pemodal atau investor dapat melakukan jual beli efek setelah efek tersebut dicatatkan dibursa. Jadi, pasar sekunder adalah kelanjutan dari pasar perdana.

Pada pasar sekunder yang terjadi adalah transaksi dari investor yang telah memiliki saham IPO dengan investor lainnya yang berminat pada saham tersebut tapi belum memilikinya.

Berikut ini beberapa perbedaan antara pasar perdana dengan pasar sekunder, yaitu :

Pasar Perdana :

- 1) Harga saham ditentukan berdasarkan kesepakatan antara emiten dengan penjamin emisinya.
- 2) Pemesanan saham dilakukan melalui agen.
- 3) Tidak ada komisi broker untuk pembelian IPO
- 4) Jangka waktu terbatas.
- 5) Hanya untuk pembelian saham.

Pasar Sekunder :

- 1) Harga saham ditentukan oleh mekanisme permintaan dan penawaran pasar, sehingga harga berfluktuasi.
- 2) Pemesanan dilakukan melalui bursa / broker.
- 3) Adanya komisi untuk broker.
- 4) Berlaku untuk jual-beli saham.

2.4 Penilaian Harga Saham

Untuk menentukan apakah emisi saham-saham itu over atau underpricing. Husnan dan Mamduh (1990) menyatakan ada dua pendekatan yang dapat digunakan. Pertama, menaksir harga teoritis saham-saham tersebut dan kemudian membandingkan dengan harga di pasar perdananya. Apabila harga perdana lebih tinggi dari harga teoritis maka saham tersebut dikatakan *overprice*. Sebaliknya, apabila lebih rendah maka dikatakan *underprice*. Kesulitan dari pendekatan ini adalah penentuan harga teoritisnya. Harga saham secara teoritis adalah *present value* dari *cash flow* yang akan diterima oleh para pemodal dikemudian hari.

Sementara tingkat bunga yang digunakan untuk mendiskontokan *present value cashflow* tersebut dapat ditentukan dengan model-model tertentu salah satunya adalah dengan *Capital Asset Pricing Model*.

Pada pendekatan kedua, digunakan dengan cara membandingkan tingkat keuntungan yang diperoleh dari saham-saham yang baru dijual dengan tingkat keuntungan saham-saham lain, dengan memperhatikan factor perbedaan resiko. Pendekatan ini bertitik tolak dari pemikiran bahwa tingkat keuntungan yang diperoleh suatu saham dipengaruhi oleh tingkat keuntungan seluruh kesempatan investasi (market). Karena itu maka model ini disebut market model (single index model). Tingkat keuntungan yang diperoleh dibandingkan dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (didapat dari market model). Apabila tingkat keuntungan yang diperoleh lebih besar dibanding tingkat keuntungan yang didapat ($AR > 0$) berarti saham tersebut underprice, dan sebaliknya.

Harga Saham dan Faktor-faktor yang mempengaruhinya :

Sehubungan keperluan analisa perbandingan maka harus dimiliki sesuatu dasar yang sama untuk membandingkan dua atau lebih data. Demikian pula dengan perbandingan harga penutupan (closing price) saham emiten yang terdaftar di BEJ seperti yang dijadikan bahan penelitian yakni harga penutupan saham dengan harga perdana saham tersebut.

Adapun faktor-faktor yang dapat menyebabkan perbedaan dasar perbandingan adalah tersebut :

- Stock Split adalah diturunkannya nilai nominal saham biasa dengan jalan mengeluarkan tambahan lembar saham secara proporsional.
- Deviden Saham adalah deviden yang dibayarkan dengan saham perusahaan dengan dikeluarkannya deviden saham para pemegang saham akan menerima tambahan saham tanpa melakukan setoran apapun.
- Right Issues merupakan hak yang diberikan kepada pemilik saham biasa untuk membeli tambahan penerbitan saham baru.
- Saham Bonus merupakan saham yang dibagikan kepada pemegang saham dan berasal dari setoran modal pemegang saham ini serupa dengan deviden saham dimana total modal tetap sedangkan jumlah saham bertambah sehingga nilai buku modal menurun.

2.5 Risiko dalam Investasi :

Ada beberapa jenis investasi yang dirasakan berisiko tinggi, ada pula yang dinilai berisiko rendah. Meskipun demikian selalu ada risiko didalam investasi tersebut. Untuk memasukkan factor risiko dalam analisis kelayakan suatu investasi tersebut ada salah satu cara yang ditawarkan adalah dengan menggunakan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

Menurut Saud Husnan dalam bukunya yang berjudul *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapannya* (1996, hal. 181-182) menyatakan bahwa :

Capital Asset Pricing Model (CAPM) mendasarkan diri pada pemikiran bahwa semakin besar risiko suatu investasi, semakin besar tingkat keuntungan yang diminta oleh pemodal. Dengan demikian, kalau model tersebut akan diterapkan

pada investasi *real asset*, maka analisis harus dapat menaksir beta (yaitu ukuran risiko) investasi pada *real assets* tersebut. Sejauh kita dapat memperkirakan beta investasi tersebut, CAPM dapat diterapkan.

CAPM berargumentasi bahwa memang benar arus kas tidaklah pasti. Ketidakpastian arus kas tersebut disebabkan oleh banyak faktor. Salah satu diantaranya adalah *operating leverage*. Faktor lainnya adalah erat tidaknya hubungan kondisi bisnis tersebut dengan kondisi perekonomian (faktor makro ekonomi). Keadaan ini disebut sebagai siklikalitas (*cyclicalitas*). Ada jenis-jenis industri tertentu yang sangat dipengaruhi oleh kondisi factor-faktor makro ekonomi, seperti real estate dan bisnis otomotif, meskipun ada juga yang tidak terlalu dipengaruhi. Perusahaan-perusahaan yang sangat dipengaruhi oleh faktor siklikalitas dikatakan mempunyai beta yang tinggi.

Dalam CAPM risiko didefinisikan sebagai beta (β). Dengan demikian perusahaan yang mempunyai *operating leverage* dan siklikalitas yang tinggi, diartikan sebagai perusahaan yang mempunyai risiko atau beta yang tinggi. Dengan demikian tampaklah bahwa perusahaan yang mempunyai ketidak-pastian arus kas yang tinggi juga akan cenderung mempunyai beta yang tinggi pula.

Secara formal CAPM dirumuskan sebagai berikut :

$$R_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

Keterangan :

R_i : Tingkat keuntungan yang layak untuk sekuritas i

R_f : Tingkat keuntungan dari investasi bebas risiko

β_i : Beta (ukuran risiko) sekuritas i

R_m : Tingkat keuntungan portofolio pasar

Jika ingin menerapkan CAPM dalam capital budgeting, maka hal-hal yang perlu diperhatikan adalah sebagai berikut :

1. Menaksir beta dari proyek (rencana investasi) yang sedang dianalisis.
2. Menaksir tingkat keuntungan portofolio pasar. Sebagai proxy sering dipergunakan tingkat keuntungan rata-rata dari seluruh kesempatan investasi yang tersedia dipasar modal, atau indeks pasar.
3. Menentukan tingkat keuntungan dari investasi yang bebas risiko. Sebagai proxy sering dipergunakan tingkat keuntungan dari sekuritas yang dijamin oleh pemerintah.
4. Menaksir arus kas yang diharapkan.

2.6 Anomaly IPO

Telah banyak peneliti yang mencoba meneliti dan menganalisa keanehan atau anomaly IPO dan faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi perilaku investor terhadap saham-saham IPO. Ada tiga fenomena yang sering terjadi dalam IPO, yaitu *Hot and Cold market*, *long term underperformance*, dan *underpricing*. Ketiga fenomena ini telah banyak dijadikan obyek penelitian oleh para praktisi dan akademis.

2.6.1 *Hot and Cold Market*

Menurut Jean Helwege and Nellie Liang dalam bukunya *Initial Public Offering Hot and Cold Market* (2002, hal.3-6) menyatakan bahwa :

Pasar penawaran publik perdana mengikuti siklus dengan pergerakan dramatis yang sering disebut sebagai *hot and cold market*. Dalam literature, *hot market* IPO (pasar ramai atau *bullis*), dicirikan dengan volume penawaran yang sangat tinggi dan tidak lazim, *underpricing* yang disengaja, serta seringnya terjadi kelebihan permintaan atas penawaran yang terkadang berfokus pada industri tertentu. Sebaliknya, *cold market* IPO (pasar sepi atau *bearish*), mempunyai penerbitan yang jauh lebih rendah, *underpricing* lebih sedikit, dan lebih jarang terjadi kelebihan permintaan.

Literature penawaran umum perdana menawarkan berbagai pemikiran tentang bagaimana *hot and cold market* bisa berbeda. Model teoritis awal untuk *underpricing* sebagai mekanisme penanda mencirikan *hot market* sebagai periode dimana lebih banyak perusahaan berkualitas tinggi memilih untuk *Go Publik*. Dalam model-model ini perusahaan digambarkan ke dalam *hot market* karena harga penawaran lebih dekat dengan penilaian mereka yang sebenarnya (lebih tinggi) dan mereka mampu menghindari penilaian yang terlalu rendah pada *cold market*.

2.6.2 Longterm Underperformance

Walaupun dalam jangka pendek saham-saham IPO mengalami *underpricing*, namun pada jangka panjang saham-saham ini terlihat mengalami

overpriced (harga saham yang ada di pasar dinilai terlalu tinggi dibanding nilai sesungguhnya). Hal ini menunjukkan dalam jangka waktu tertentu – biasanya tiga tahun setelah *go public* – perusahaan-perusahaan seperti ini secara signifikan mengalami kinerja yang lebih buruk dibandingkan perusahaan-perusahaan sejenis baik itu *size* maupun jenis industrinya (Ritter (1991)).

Pendukung efisiensi pasar berargumentasi bahwa begitu sebuah saham IPO diperdagangkan secara publik, maka saham tersebut akan seperti saham-saham yang lain dan dengan demikian harga after marketnya harus mencerminkan nilai intrinsik saham itu sendiri. Sebagai konsekuensinya maka kinerja harga saham post- IPO itu tidak dapat diprediksikan. Namun nyatanya masih banyak saham-saham IPO yang kinerja jangka panjangnya mengalami keganjilan. Penjelasan yang mungkin untuk kinerja yang buruk ini bisa berupa (1) kesalahan pengukuran rasio, (2) nasib buruk, atau (3) tren dan optimisme berlebihan.

Untuk mengukur kinerja jangka panjang itu dapat digunakan Pertama, dua cara Ritter & Welch (2002) menggunakan kinerja absolut saham-saham IPO itu. Kedua, menggunakan kinerja relative terhadap pembandingnya (*abnormal return*).

2.6.3 WIPO (*Withdrawn Initial Public Offering*)

Dalam model ini, harga saham pada penawaran perdana sudah mencerminkan keseluruhan nilai informasi tentang perusahaan. *Underwriter* berusaha untuk menjaga reputasi “dua-sisi”nya (reputasi terhadap investor dan reputasi terhadap emiten dan emiten potensial) oleh karena itu *underwriter*

menetapkan harga berdasarkan valuasi perusahaan, dan valuasi ini pada rata-rata sama dengan nilai keseluruhan informasi perusahaan.

Dengan alasan inilah maka model ini berbeda dengan penjelasan-penjelasan utama disekitar IPO yang mengasumsikan bahwa *underwriter* dengan sengaja meng-*underprice* IPO dengan menetapkan harga penawaran perdana di bawah nilai perusahaan yang sesungguhnya.

Model ini juga didasarkan pada asumsi kerasionalan investor bahwa deviasi dari kondisi pasar sempurna diakibatkan oleh prosedur IPO itu sendiri.

2.6.4 Underpricing IPO

Underpricing IPO adalah kondisi dimana harga saham pada saat IPO signifikan lebih rendah daripada harga yang terjadi pada hari pertama penawaran di pasar sekunder. Sedangkan kondisi *overpricing* adalah kebalikan dari *underpricing*. *Underpricing* disebut juga sebagai positif *initial return* oleh para peneliti, anggapan ini dikarenakan kenaikan harga di pasar sekunder menunjukkan return yang positif dari harga keseimbangan dengan asumsi bahwa harga yang ditetapkan saat IPO telah benar. *Underpricing* ditunjukkan dengan adanya initial return yang diterima oleh investor. *Initial return* adalah keuntungan yang diperoleh investor karena perbedaan harga saham yang dibeli di pasar perdana dengan harga saham yang terjual pada hari pertama di pasar sekunder. Terjadinya fenomena *underpricing* dapat disebabkan karena :

- Harga penawaran yang ditetapkan lebih rendah dari nilai wajar saham.

Penetapan harga penawaran yang lebih rendah dapat disebabkan adanya

Kesenjangan informasi antara investor yang memiliki informasi dengan yang tidak atau antara penjamin emisi dengan emiten atau antara emiten dengan investor. Investor yang memiliki banyak informasi akan membeli saham-saham yang memberikan return sedangkan investor yang kurang atau tidak memiliki informasi akan membeli saham secara acak, baik yang memberikan return maupun yang tidak. Akibatnya investor yang tidak memiliki informasi akan merasa rugi dan tidak mau berpartisipasi lagi dalam pembelian saham. Untuk menarik agar investor ini mau berpartisipasi maka harga penawaran dibuat rendah. Harga penawaran yang ditetapkan rendah dapat juga disebabkan minimnya informasi tentang kondisi pasar yang dimiliki emiten dibandingkan penjaminannya. Harga yang disarankan penjamin emisi disinyalir adalah harga yang dapat memperkecil risiko jika harus membeli saham emiten yang tidak laku. Kesenjangan informasi antara emiten dengan investor mengasumsikan bahwa emiten selaku penerbit lebih banyak informasi dibandingkan investor. Harga penawaran yang rendah saat IPO dimaksudkan agar penawaran lainnya di waktu mendatang dapat dijual dengan harga lebih tinggi.

- Pasar atau investor terlalu optimis dalam menilai penawaran saham emiten. Akibatnya harga saham akan terdongkrak naik saat diperdagangkan di pasar sekunder.
- Positif *initial return* terjadi karena penjamin emisi memberikan dukungan atau stabilisasi harga. Dukungan harga yang dilakukan penjamin emisi

untuk menjaga agar saham tidak turun jauh dari harga penawarannya. Hal ini dilakukan penjamin emisi untuk menjaga reputasi atau hubungan baiknya dengan investor.

2.7 Teori Underpricing

Menurut Sautma Ronni B dalam bukunya *Problema Anomali Dalam Initial Public Offering* (2004) menyatakan bahwa :

Ada beberapa teori underpricing yang dapat dijelaskan adalah sebagai berikut :

1. *The Winner's curse hypothesis*

Hipotesis ini mencoba menjelaskan bahwa *underpricing* terjadi karena ada kesenjangan informasi atau asimetris informasi antara kelompok investor yang memiliki informasi dan yang tidak. Investor-investor yang memiliki informasi akan memilih saham IPO yang memberikan *return* sedangkan yang tidak memiliki informasi akan membeli secara acak yang *underpriced* atau *overpriced*. Akibatnya investor yang tidak memiliki informasi akan merasa dirugikan dan memilih meninggalkan saham perdana. Supaya semua kelompok investor dapat berpartisipasi dalam pasar perdana dan memungkinkan memperoleh *return* yang wajar dan dapat menutup kerugian akibat pembelian saham *overpriced*, maka saham IPO harus cukup *underpriced*. Model yang dikembangkan oleh Rock (1986) inilah yang dikenal sebagai *Winner's curse*.

2. Asymetris Information

Kebanyakan teori yang menjelaskan Harga Penawaran Perdana (IPO) yang *Underpriced* didasarkan pada asumsi bahwa terjadi perbedaan informasi antara berbagai pihak terhadap nilai saham yang baru tersebut. Salah satu teori tersebut menganggap bahwa *Underwriter* secara signifikan mempunyai informasi yang lebih baik dari pada *issuer* (Baron & Holmstrom, 1980). Oleh karena *Underwriter* memiliki informasi yang lebih lengkap, *Underwriter* mampu meyakinkan *issuer* bahwa harga yang rendah lebih baik jika *issuer* tidak pasti terhadap nilai sahamnya sendiri. Perspektif ini didasarkan pada anggapan bahwa meskipun *issuer* mengetahui lebih banyak karakteristik bisnisnya, tetapi *Underwriter* lebih mengetahui harga pasar sebab *Underwriter* melakukan survey pasar, melakukan investigasi terhadap *issuer* dan juga punya pengalaman dalam pengeluaran saham baru (Ibbotson, Ritter, 1998).

3. Tradisional

Selain teori *Underpricing* IPO yang berdasarkan informasi asimetris ada juga penjelasan tradisional yang diberikan Ibbotson (1975) antara lain :

- 1) Undang-Undang membuat *Underwriter* menetapkan harga perdana di bawah harga yang diharapkan (walaupun pada kenyataannya tidak semua Negara secara eksplisit menetapkan ini).
- 2) Terjadi Kolusi diantara para *Underwriter* dengan menetapkan kondisi *Underpriced*, hal yang seharusnya tidak boleh terjadi, untuk

mengeksploitasi *issuer* yang tidak berpengalaman dan menyenangkan investor.

- 3) Saham yang *Underpriced* meninggalkan kesan yang baik terhadap investor sehingga pada waktu berikutnya, saham baru yang dikeluarkan dapat dijual pada harga yang lebih menarik.
- 4) "*Firm Commitment*" membuat *Underwriter* mencoba mengurangi resiko dengan cara *Underpriced* saham perdana untuk mengkompensasinya. Pada situasi ini, investor jelas akan mendapatkan keuntungan dan mau membeli saham tersebut untuk mendapatkan keuntungan.
- 5) Proses *Underwriting* biasanya memasukkan unsur *Underpricing* dalam IPO, kondisi ini terjadi karena kebiasaan/tradisi atau berdasarkan perjanjian yang disepakati antara *issuer* dan *Underwriter*.

4. *Signaling Equilibrium Phenomenon*

Teori yang lainnya dalam menjelaskan *Underpricing* IPO adalah sebagai *Signaling Equilibrium Phenomenon* (Allen dan Faulhaber (1989), Grinbaltt dan Hwang (1989), dan Welch (1989)). Dasar Fundamental dari teori ini adalah perusahaan yang baik atau bagus dapat memberikan signal (tanda) tentang tipe atau kondisi perusahaannya dengan melakukan penetapan IPO yang *Underpricing*. Sementara perusahaan yang jelek atau buruk tidak mau melakukan *Underpricing* karena tidak

bisa menutupi kerugian akibat *Underpricing*. Motivasi dari pengiriman signal lewat *Underpricing* adalah asumsi bahwa keuntungan masa datang dari *Underpricing* IPO lebih besar dari kerugiannya.

2.8 Return (Imbal Hasil)

Menurut Charles P. Jones dalam bukunya yang berjudul *Analisis & Management* (1996, hal.136) menyatakan bahwa :

Tujuan *investor* melakukan investasi adalah memaksimalkan imbal hasil, walaupun mungkin pada saat melakukan investasi mereka harus menghadapi berbagai resiko. Imbal hasil adalah motivasi bagi investor dalam proses investasi. Dengan adanya imbal hasil, *investor* dapat meningkatkan kesejahteraannya.

Imbal hasil merupakan imbalan bagi *investor* setelah dalam jangka waktu tertentu menghadapi resiko baik itu resiko inflasi, suku bunga, ketidakpastian, dan sebagainya, atas dana yang ditanamkannya pada asset tertentu. Return atas suatu investasi dibagi menjadi 2 yaitu:

1) *Yield*

Yield adalah arus kas atau pendapatan periodik yang diterima investor atas suatu investasi, dalam bentuk bunga dan deviden. *Yield* selalu dibayarkan dengan tunai oleh issuer kepada pemegang asset. *Yield* diukur dengan menghubungkan antara arus kas dengan sekuritas, seperti harga beli atau harga pasar saat ini.

2) *Capital Gain*

Capital Gain (Loss) adalah peningkatan (pengurangan) harga suatu asset, atau secara sederhana, *Capital Gain (Loss)* dapat dikatakan sebagai perubahan harga. *Capital Gain (Loss)* dapat dilihat atau diukur hanya dengan membandingkan antara harga beli dengan harga jual. Seorang investor dapat membeli atau melakukan short sell pada suatu asset dan menjualnya satu jam atau satu hari kemudian untuk mendapatkan *Capital Gain (Loss)*. Pengukuran imbal hasil sangat penting bagi investor, karena dengan melihat imbal hasil yang diperoleh *investor* dapat menilai seberapa baik investasi mereka atau manajer investasi mereka lakukan.

Menurut Untung Affandi dan Sidharta Utama dalam bukunya Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat Pada BEJ (1998, hal.44-45) menyatakan bahwa :

Return atau *abnormal return* dapat diukur dengan menggunakan tiga pendekatan yaitu:

1) *Pendekatan Actual Return*

Pendekatan ini adalah pendekatan yang paling sederhana karena pendekatan ini mengasumsikan *expected return* selama *event window* adalah nol. Dengan demikian menurut pendekatan ini abnormal return adalah sama dengan *total return*. *Total return* dapat dihitung sebagai perubahan harga dibagi dengan harga pada awal periode. Jika terdapat pembayaran deviden maka pembayaran deviden tersebut akan ditambahkan pada selisih perubahan harga.

2) Pendekatan Adjusted Market Return

Menurut pendekatan ini imbal hasil suatu saham dipengaruhi oleh *return* pasar (*market return*), dimana pengaruh pasar adalah sama untuk semua saham. Oleh karenanya menurut pendekatan ini, *abnormal return* adalah sama dengan total return dikurangi dengan return saham. Return pasar pada suatu periode dihitung sebagai selisih dari IHSG pada akhir dan awal periode, yang dibagi dengan IHSG awal periode.

3) Pendekatan Adjusted Beta

Pendekatan ini adalah perkataan yang paling kompleks, namun yang paling sesuai dengan kenyataan. Sama halnya dengan pendekatan kedua, pendekatan ini mengakui bahwa pergerakan pasar akan mempengaruhi *return* atau saham. Perbedaannya adalah bahwa pendekatan ini juga mengakui bahwa pengaruh pasar berbeda-beda antara satu saham dengan saham lain. Ada saham yang sangat sensitive terhadap perubahan pasar, sebaliknya ada saham yang tidak banyak dipengaruhi perubahan pasar. Beta adalah pengukur yang menunjukkan sensitive tidaknya return suatu saham terhadap return pasar. Semakin tinggi beta semakin sensitive return saham tersebut terhadap return pasar. Beta diestimasi dengan menggunakan market model. Pada market model, return suatu saham diregresikan pada return pasar selama suatu periode estimasi tertentu. Koefisien Slope dari hasil regresi menunjukkan beta dari saham yang bersangkutan. *Abnormal return* (AR) untuk saham j pada periode t dihitung sebagai berikut :

$$AR_{jt} = R_{jt} - (a_j - b_j R_m)$$

Dimana :

R_{jt} : Total return untuk saham j pada periode t

R_m : return pasar pada periode t, a_j dan b_j adalah koefisien intercept dan beta yang diperoleh dari hasil regresi pada periode estimasi.

2.9 Model Analisa

Dependent Variable

Independent Variabel

Initial Return

- Skala Perusahaan
- ROA
- ROE
- DER

Sumber : Bambang Prasetyo dan Lina Miftahul Jannah, Metode Penelitian Kuantitatif, PT Raja Grafindo Persada, hal.75, diolah oleh penulis.

Didalam model analisis ini, penulis menggunakan tiga variabel independent dan satu variabel dependen. Bentuk hubungannya adalah satu arah, untuk mengetahui sejauh mana variabel independen mempengaruhi variabel independen.

2.10 Hipotesis

Hipotesis adalah dugaan sementara atau jawaban sementara atas permasalahan penelitian dimana memerlukan data untuk menguji kebenaran dugaan tersebut. Dapat dikatakan hipotesis merupakan pernyataan hubungan yang mungkin terjadi antara dua variabel dimana kemungkinan tersebut berdasarkan teori.

Penyusunan hipotesis pada penelitian ini dapat dilihat seperti dibawah ini :

Hipotesis Pertama

Aktiva merupakan tolak ukur besaran atau skala perusahaan. Biasanya perusahaan besar mempunyai aktiva yang besar pula nilainya. Secara teoritis perusahaan yang lebih besar mempunyai kepastian (*certainty*) yang lebih besar daripada perusahaan kecil sehingga akan mengurangi tingkat ketidakpastian mengenai prospek perusahaan ke depan. Hal tersebut dapat membantu investor Memprediksi risiko yang mungkin terjadi jika ia berinvestasi pada perusahaan itu.

Scherman (1992) menemukan variabel skala perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* tapi ia tidak menyatakan dengan jelas tentang arah dari pengaruh variabel ini.

Ho : Tidak terdapat hubungan negatif signifikan antara skala perusahaan dengan *underpricing*.

Ha : Terdapat hubungan negatif signifikan antara skala perusahaan dengan *underpricing*.

Hipotesis Kedua

Return on equity (ROE) merupakan sebuah rasio yang sering digunakan oleh pemegang saham untuk meneliti kinerja perusahaan yang bersangkutan. ROE mengukur besarnya tingkat pengembalian modal dari perusahaan. Semakin besar ROE maka perusahaan dianggap semakin menguntungkan dan diharapkan menjadi lahan investasi yang baik. Dengan ROE yang tinggi, investor berharap akan memperoleh tingkat pengembalian atau return yang besar dari perusahaan dimana ia menanamkan modalnya.

Pertimbangan memasukkan ROE, karena profitabilitas perusahaan memberikan informasi kepada pihak luar mengenai efektifitas operasional perusahaan. Abdullah (2002) dalam penelitiannya memasukkan ROE dan besaran perusahaan untuk tahun terakhir sebelum *go public*, persentase saham yang ditawarkan pada public. Dengan hasil, ROE signifikan 10% dengan arah negative terhadap *underpricing*.

Arah ROE yang berhubungan negative dengan tingkat *underpricing*, mempunyai arti bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas maka semakin rendah *underpricing*. Ia menyatakan laba yang tinggi akan menarik investor untuk berinvestasi sehingga permintaan akan saham perusahaan meningkat. Akibatnya harga saham akan naik dan perubahan harga diantara transaksi yang terjadi semakin kecil.

Ho : Tidak terdapat hubungan positif signifikan antara ROE dengan *underpricing*.

Ha : Terdapat hubungan positif signifikan antara ROE dengan *underpricing*.

Hipotesis Ketiga

Return on asset (ROA) merupakan sebuah rasio yang digunakan oleh pemegang saham untuk meneliti kinerja perusahaan yang bersangkutan. ROA mengukur besarnya tingkat keuntungan yang akan dicapai oleh perusahaan. Semakin tinggi ROA maka akan semakin besar *return* yang diterima oleh perusahaan.

Pertimbangan memasukkan ROA, karena profitabilitas perusahaan menggambarkan efektivitas dan efisiensi penggunaan aset perusahaan. Arah ROA yang berhubungan negative dengan tingkat *underpricing* mempunyai arti bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah *underpricing*. Semakin tinggi ROA maka semakin besar *return* yang diterima perusahaan. Hal tersebut mengurangi ketidakpastian IPO sehingga mempengaruhi tingkat *underpricing*. Laba yang tinggi akan menarik investor untuk berinvestasi sehingga permintaan akan saham perusahaan meningkat. Akibatnya harga saham akan naik dan perubahan harga diantara transaksi yang terjadi semakin kecil.

Ho : Tidak terdapat hubungan positif signifikan antara ROA dengan *underpricing*.

Ha : Terdapat hubungan positif signifikan antara ROA dengan *underpricing*.

Hipotesis Keempat

Tingkat *Leverage* menggambarkan tingkat risiko dari perusahaan yang diukur dengan membandingkan total kewajiban perusahaan dengan total ekuitas perusahaan. Semakin tinggi tingkat *leverage* suatu perusahaan, semakin tinggi pula tingkat risiko yang dihadapi perusahaan yang berarti semakin tinggi pula

faktor ketidakpastian akan perusahaan sehingga berpengaruh negative terhadap *initial return*. Ekebo dan Norli (2004) menyimpulkan adanya respon return saham terhadap factor yang berhubungan dengan *leverage*. Li et al. (2005) menemukan bahwa risiko delisting perusahaan berhubungan positif dengan *financial leverage* dan berhubungan negative dengan biaya riset dan pengembangan serta *gross margin* perusahaan.

Variabel ini digunakan untuk mewakili tingkat solvabilitas ekuitas emiten. Untuk emiten nonbank, digunakan rasio kewajiban terhadap hutang (*debt to equity ratio*), sementara untuk emiten bank digunakan *loan to deposit ratio* (LDR) mengingat karakteristik usaha perbankan yang unik. Informasi mengenai rasio-rasio ini terdapat dalam prospectus / laporan keuangan terakhir sebelum penawaran umum dari masing-masing emiten.

Ho: Tidak terdapat hubungan negative antara *financial leverage* dengan *initial return*

Ha: Terdapat hubungan negative antara *financial leverage* dengan *initial return*

2.11 Teknik Analisis Data

Untuk menguji berapa besarnya *initial return*, digunakan analisa statistic deskriptif perbandingan rata-rata one sample t – test. Pengujian dilakukan untuk melihat apakah rata-rata *initial return* secara signifikan berbeda dengan nol.

Analisa yang akan digunakan dalam metode ini untuk menguji hipotesis kedua dst. adalah dengan analisa regresi linier berganda dengan model seperti di bawah ini :

$$IR = a + b_1AKTV + b_2ROE + b_3ROA + b_4DER + e$$

IR : positif *initial return* sebagai variabel terikat yang menandakan adanya *underpricing*.

a : konstanta

b₁-b₄ : koefisien regresi dari setiap variabel bebas

e : *error term* (standar kesalahan)

AKTV : total aktiva emiten satu tahun sebelum IPO yang tertera dalam prospektusnya.

RCE : besarnya profitabilitas perusahaan yang diwakili dengan rasio ROE satu tahun sebelum emiten IPO

RCA : besarnya profitabilitas perusahaan yang diwakili dengan rasio ROA satu tahun sebelum emiten IPO

DER : besarnya *liability* yang diwakili dengan rasio DER satu tahun sebelum emiten IPO

- Melakukan Uji Regresi

Menurut Sambas Ating dalam bukunya Aplikasi Statistika (2006, hal.243) menyatakan bahwa :

Analisis regresi digunakan untuk menelaah hubungan antara dua variabel atau lebih, terutama untuk menelusuri pola hubungan yang modelnya belum diketahui dengan sempurna atau untuk mengetahui bagaimana variasi dari

beberapa variabel independent mempengaruhi variabel dependen suatu fenomena yang kompleks.

- **Regresi Linear Sederhana**

Menurut Wahid Sulaiman dalam bukunya Analisis Regresi Menggunakan SPSS (2004, hal.34) menyatakan bahwa :

Regresi Linear Sederhana bertujuan untuk mempelajari hubungan linear antara dua variabel. Model regresi linear sederhana :

$$y = a + bx + e$$

dimana :

y = variabel tak bebas

x = variabel bebas

a = penduga bagi intersep (α)

b = penduga bagi koefisien regresi (β)

e = standar kesalahan

- **Regresi Linear Berganda**

Analisis regresi linear berganda merupakan pengembangan dari analisis regresi linear sederhana. Kegunaannya untuk meramalkan nilai variabel terikat (Y) apabila variabel bebasnya dua atau lebih. Analisis regresi linear berganda adalah alat untuk meramalkan nilai pengaruh dua variabel bebas atau lebih terhadap satu variabel terikat (untuk membuktikan ada atau

tidaknya hubungan fungsional atau hubungan kausal antara dua atau lebih variabel bebas X_1, X_2, \dots, X_i terhadap suatu variabel terikat Y).

Persamaan regresi ganda tersebut dirumuskan sebagai berikut :

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_nX_n + e$$

Variabel-variabel dalam penelitian tersebut adalah :

X_1 : Skala Perusahaan (Total Aktiva)

X_2 : ROE

X_3 : ROA

X_4 : DER

Y : *Initial Return (Underpricing)*

- **Melakukan Uji Normalitas**

Menurut Wahid Sulaiman dalam bukunya Analisis Regresi Menggunakan SPSS: Contoh Kasus & Pemecahannya (2004, hal.34) menyatakan bahwa, salah satu cara untuk mengecek kenormalitasan adalah dengan plot, masing-masing nilai pengamatan dipasangkan dengan nilai harapan pada distribusi normal. Normalitas terpenuhi apabila titik-titik (data) terkumpul disekitar garis lurus. Selain dengan plot normal, dapat juga dengan melihat *detren normal plot*. Jika sampel berasal dari populasi normal, maka titik tersebut seharusnya terkumpul disekitar garis lurus yang melalui 0 dan tidak berpola. Untuk mendapatkan model blue (best linear unbiased estimator) maka sebelum melangkah ke tahap pengujian hipotesis, terlebih dahulu harus dipenuhi syarat dibawah ini :

- **Melakukan Uji Asumsi Klasik**

1. **Autokorelasi**

Autokorelasi adalah kondisi dimana kesalahan pengganggu saling berkorelasi. Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui ada atau tidaknya autokorelasi dalam hal variabel independent. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi maka dilakukan pengujian Durbin – Watson, dengan ketentuan sebagai berikut :

- Bila $DW < d_L$: ada korelasi positif
- Bila $d_L < DW < d_u$: tidak dapat diambil kesimpulan
- Bila $d_L \leq DW \leq (4 - d_u)$: tidak ada korelasi positif / negative
- Bila $(4 - d_u) < DW < (4 - d_L)$: tidak dapat diambil kesimpulan
- Bila $DW > (4 - d_L)$: ada korelasi negative

Dimana :

DW : nilai Durbin – Watson

d_L : nilai (tabel) batas bawah

d_u : nilai (tabel) batas atas

Setelah melihat tabel *Durbin – Watson*, dalam penelitian ini ditetapkan nilai d_L sebesar 1.084, sedangkan nilai $(4 - d_u)$ adalah sebesar 2.247.

2. Multikolinearitas

Dalam model regresi berganda salah satu asumsi yang harus dipenuhi adalah tidak adanya hubungan linear antara variabel bebas pada model. Jika ada hubungan linear maka terjadi kolinearitas sempurna. Misalnya ada kolinearitas sempurna antara dua variabel bebas, dimana perubahan nilai yang terjadi pada variabel pertama akan langsung merubah nilai variabel kedua. Hal ini akan menyulitkan dalam menginterpretasikan koefisien regresi variabel, dimana variabel tersebut tidak dapat menjelaskan variabel bebas secara independent.

Multikolinearitas pada penelitian ini dapat dilihat melalui table *correlation matrix* antar variabel bebas. Multikolinearitas diantara variabel bebas dikatakan kuat jika mendekati angka 1. Multikolinearitas juga dapat dideteksi dengan besaran *variance inflation factor* (VIF) dan nilai *tolerance*. Jika $VIF < 5$ dan angka *tolerance* mempunyai angka mendekati 1, maka variabel tersebut tidak mempunyai masalah multikolinearitas dengan variabel bebas lainnya.

3. Heteroskedasitas

Untuk membuktikan Heteroskedasitas (ketidaksamaan varians) dapat dianalisa melalui gambar/grafik penyebaran nilai-nilai residual terhadap nilai-nilai prediksi. Jika penyebarannya tidak membentuk suatu pola tertentu seperti meningkat atau menurun, maka keadaan heteroskedasitas terpenuhi.