

## PENGARUH UMUR PERUSAHAAN DAN UKURAN PERUSAHAAN SEBAGAI ASSURANCE TERHADAP RETURN AWAL SAHAM

SUGENG WAHYUDI  
Universitas Diponegoro

*Assurance* mempunyai arti yang sangat penting ketika pada hubungan antara emiten, penjamin emisi dan investor terjadi asimetri informasi. Pengembangan model pada penelitian menempatkan variabel prakualifikasi penjamin emisi sebagai variabel intervening dalam kaitan hubungan antara emiten dengan investor pada peristiwa penawaran umum perdana.

Hubungan antara emiten dengan penjamin emisi dalam proses penawaran umum perdana dapat menciptakan asimetri informasi. Adanya asimetri informasi lebih lanjut akan merugikan para investor. Para investor memerlukan adanya *assurance* bahwa harga saham di pasar sekunder sesudah listing, tidak jatuh lebih rendah dari harga belinya di pasar perdana. Studi ini dilakukan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada 108 perusahaan yang telah menyelenggarakan proses Penawaran umum Perdana dalam kurun waktu 1997-2002. Untuk analisis digunakan metode *Structural Equation Modelling* (SEM) untuk kepentingan menganalisis hubungan variabel secara langsung dan tidak langsung. Penelitian ini mencoba mengungkapkan pengaruh dari variabel *assurance* berupa umur perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap prakualifikasi penjamin emisi dan *return* awal saham paska penawaran umum perdana.

Variabel ukuran perusahaan melalui prakualifikasi penjamin emisi berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat kembalian awal saham paska penawaran umum perdana. Semakin besar perusahaan berarti ketidakpastiannya semakin rendah dan *return*nya juga semakin relatif rendah dan demikian sebaliknya.

Variabel umur perusahaan melalui prakualifikasi penjamin emisi berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat kembalian awal saham paska penawaran umum perdana. Semakin panjang umur perusahaan berarti semakin berpengalaman mengantisipasi kemungkinan yang terjadi. Implikasinya bagi perusahaan yang belum berumur perlu bersinergi dengan perusahaan yang sudah berumur tatkala akan bermaksud menyelenggarakan IPO.

Hasil penelitian ini dapat merumuskan dan membuktikan bahwa variabel umur perusahaan dan ukuran perusahaan merupakan variabel signaling

katagori tidak langsung. Variabel tersebut baru merupakan signal yang nyata pengaruhnya ketika melalui prakualifikasi penjamin emisi sebagai variabel intervening atau baru menjadi signifikan sewaktu dikaitkan pengaruhnya terhadap prakualifikasi penjamin emisi dan tingkat kembalian awal saham paska penawaran umum perdana.

Berdasar hasil uji analisis faktor, maka variabel umur perusahaan dan variabel ukuran perusahaan dinyatakan memenuhi syarat sebagai indikator dari variabel assurance.

Upaya *assurance* yang dilakukan oleh emiten melalui prakualifikasi penjamin emisi berpengaruh signifikan terhadap *return* awal paska penawaran umum perdana.

Dengan demikian penelitian ini dapat merumuskan dan membuktikan bahwa sebagai intervening variabel, prakualifikasi penjamin emisi terbukti berperan positif mengurangi terjadinya asimetri informasi dengan cara menjembatani dan memperkuat *assurance* perusahaan pada pasar.

Pada paska penawaran umum perdana *return* awal saham yang tercipta dalam jangka pendek terbukti lebih besar dari *return* jangka panjang (satu tahun) sesudah penawaran umum perdana. Dengan demikian hasil penelitian ini memperkuat pernyataan bahwa konsep *return* pada penawaran umum perdana lebih merupakan fenomena jangka pendek. Implikasinya diperlukan peningkatan *good governance* pada pengembangan bursa efek untuk menuju pasar modal yang efisien.

**Keywords :** Ukuran perusahaan, Umur perusahaan, Asimetri informasi, Assurance, Prakualifikasi penjamin emisi, *Return* awal saham

## PENDAHULUAN

### Latar Belakang Masalah

Para investor di bursa efek dalam melakukan transaksi pembelian saham, mereka dapat melakukan pembelian di pasar sekunder atau di pasar perdana yaitu pada waktu dilakukan penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*).

Pembelian saham di pasar perdana dapat menciptakan peluang keuntungan yang sangat tinggi, rendah, tidak ada keuntungan, atau bahkan dapat terjadi tingkat kembalian yang negatif. Hal itu akan tergantung kondisi beberapa faktor yang dapat mempengaruhinya.

*Return* awal akan didapat bilamana harga saham di pasar sekunder lebih tinggi dari harga saham pada waktu beli di pasar perdana. Pada kurun waktu 1997-2002 terlihat besarnya rata-rata *return* awal sebesar 51,9 %. Namun demikian diviasi standarnya sangat tinggi yaitu 117,6 % dengan angka *return* positif maximum 800 % dan *return* negatif sebesar 58 %.

Adanya asimetri informasi, maka Investor mempunyai persepsi kemenduaan (ambiguitas) terhadap emiten. Artinya, investor menghadapi

masalah asimetri informasi berupa ketidakmampuan menilai secara akurat tentang kualitas dari perusahaan (Emiten).

Suatu penelitian telah dilakukan oleh Debi Prasad, Jan B Heide, Cort (1998) yang mengemukakan bahwa *information asymmetry* menciptakan kebutuhan akan jaminan kualitas (*quality assurance*) dan pengeluaran investasi sebagai *customer bonds* (komitmen perusahaan).

Asimetri informasi dapat terjadi pada hubungan investor - emiten maupun pada emiten dengan penjamin emisi.

Suatu penelitian tentang *return* awal (*initial abnormal return*) telah dikemukakan oleh Muhammad R.K.chisty (1996). Reputasi penjamin emisi berfungsi sebagai variabel independen bersama variabel independen lainnya yaitu Ukuran penawaran, Proporsi penawaran, umur perusahaan dan diviasi standar tingkat kembalian saham. Dengan menggunakan persamaan regresi, variabel penjamin emisi, diviasi standar tingkat kembalian, umur perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* awal sedangkan variabel ukuran perusahaan dan proporsi penawaran pengaruhnya tidak signifikan.

Peneliti lain, Jeong-Bon Kim et. al (1993) telah mengembangkan variabel penelitian, variabel reputasi penjamin emisi sebagai variabel independen bersama variabel independen lainnya yaitu retensi kepemilikan pengusaha, pemanfaatan pengeluaran kapital, Ukuran penawaran, Proporsi hutang, Tingkat kembalian aset, Penawaran suka rela atau terpaksa. Dengan menggunakan persamaan regresi, variabel penjamin emisi ternyata mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* awal.

Dari penelitian tersebut dapat dirumuskan variabel yang tergolong sebagai *assurance* yaitu ukuran perusahaan dan umur perusahaan. Selain kedua variabel tersebut maka dewasa ini mulai dikenal strategi *Green Shoe* atau *Pegging*. Strategi *Green Shoe* bagaikan memberikan "tapal kuda" atau memberi "bantalan" agar investor lebih nyaman untuk waktu tertentu. Tujuan perusahaan memberikan *Green Shoe* bersamaan dengan proses IPO, yaitu sebagai *assurance* perusahaan pada pasar. Pada pasar modal yang sudah maju, seperti *New York Stock Exchange*, praktek *Green Shoe* pada awal perkembangannya telah biasa dilakukan. Artinya perusahaan akan berupaya mempertahankan harga sahamnya dalam jangka waktu tertentu sesuai dengan kesepakatan

Data umur perusahaan dan ukuran perusahaan tersedia untuk 108 emiten yang menyelenggarakan IPO pada kurun waktu 1997 s/d 2002, namun demikian data *Green Shoe* hanya ada pada tiga emiten yaitu emiten yang menggunakan strategi tersebut untuk keperluan stabilisasi harga saham.

Dengan demikian penelitian ini diperlukan untuk menganalisis pengaruh *assurance* berupa ukuran perusahaan dan umur perusahaan terhadap prakualifikasi penjamin emisi dan *return* awal saham.

### Perumusan Masalah

Adanya asimetri informasi menyebabkan Investor mempunyai persepsi kemenduaan (ambiguitas) terhadap emiten. Artinya, investor menghadapi

masalah asimetri informasi berupa ketidakmampuan menilai secara akurat tentang kualitas dari perusahaan (Emiten).

Para investor memerlukan *assurance* bahwa investasinya akan aman dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Karakteristik non keuangan dari emiten berupa ukuran perusahaan dan umur perusahaan dapat berperan sebagai *assurance* perusahaan pada para investor.

Ada suatu sifat spesifik masalah yang terletak pada penjamin emisi yaitu distribusi atas saham dapat terhambat jika emiten menggunakan penjamin emisi yang kinerja atau kemampuannya tidak memadai. Secara teoritis (Murphy, 1998) hal ini adalah manifestasi dari masalah pemilihan reputasi penjamin emisi. Dengan demikian timbul masalah *adverse selection* (Bergen, 1992). Penjamin emisi cenderung memberikan informasi yang sekiranya sejalan dengan yang dikehendaki oleh emiten sedangkan informasi yang tidak sejalan disembunyikan.

Berdasar uraian tersebut permasalahan pokok dalam penelitian ini adalah: Apakah variabel *assurance* berupa (a) umur perusahaan dan (b) ukuran perusahaan berpengaruh terhadap prakualifikasi penjamin emisi dan tingkat kembalian awal saham paska penawaran umum perdana?

### Tujuan dan Manfaat Penelitian

Secara umum tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis apakah asimetri informasi terjadi pada perusahaan di Indonesia yang mengadakan Penawaran Umum Perdana (IPO) dan apakah mempunyai pengaruh negatif terhadap tingkat kembalian awal saham.

Secara khusus tujuan penelitian ini adalah: menganalisis pengaruh variabel *assurance* berupa: (a) umur perusahaan dan (b) ukuran perusahaan terhadap prakualifikasi penjamin emisi dan tingkat kembalian awal saham paska penawaran umum perdana.

### Manfaat penelitian

Hasil dari studi ini diharapkan dapat memberikan dasar kebijakan bagi perusahaan, memberikan pedoman bagi para investor, memberikan landasan bagi otoritas bursa (BEJ) dalam mengambil kebijakan dan diharapkan dapat memberikan pemahaman kepada para pelaku pasar berkaitan dengan upaya pengembangan pasar modal di Indonesia.

## TINJAUAN PUSTAKA

### Teori Dasar Yang Relevan

#### Jaminan Kualitas (*Quality Assurance*)

Jaminan kualitas merupakan pengetahuan dan kemampuan untuk menimbulkan kepercayaan dan keyakinan (Parasuraman, 1988). Dalam hal ini

pengertiannya adalah kemampuan perusahaan dalam menumbuhkan kepercayaan dan keyakinan para investor pada saham yang akan listing tersebut.

Adanya upaya-upaya yang dilakukan oleh perusahaan, dapat menunjukkan sebagai suatu signal bahwa perusahaan memberikan jaminan kualitas (*quality assurance*), sehingga investor bersedia membeli saham dengan harga relatif lebih tinggi". Umur perusahaan dan ukuran perusahaan dapat diidentifikasi sebagai indikator dari *assurance*.

Mekanisme lain yang dijumpai untuk memperkuat jaminan implisit penjamin emisi atas kualitas saham adalah opsi *Green Shoe* (dinamai demikian karena muncul pertama kali dalam penawaran yang dilakukan *Green Shoe Company*). Opsi ini memberi hak pada penjamin emisi untuk membeli (seharga harga penawaran) sejumlah tertentu saham tambahan dari emiten. Dengan demikian, para investor akan cenderung bersedia membayar harga lebih tinggi untuk suatu saham bila prospektusnya mengandung opsi *Green Shoe*.

Dengan upaya-upaya seperti ini, artinya emiten memberikan suatu janji kepada investor. Tetapi disadari, bahwa upaya seperti ini saja belumlah cukup. Pemenuhan janji-janji tersebut bisa terhambat jika proses distribusi ada di luar kontrol emiten (Steenkamp dan Hoffman, 1994). Jika distribusi berlangsung melalui *agen* perantara, muncul pula serangkaian masalah *agency* lain. Dalam konteks ini, *agen*-nya adalah penjamin emisi yang menjembatani emiten dengan investor. Pada pasar modal di Indonesia opsi *Green Shoe* belum dapat mewakili sebagai bentuk *assurance* mengingat bahwa dari 108 perusahaan yang menyelenggarakan penawaran umum perdana baru tiga perusahaan yang menggunakan opsi *Green Shoe*.

### **Prakualifikasi Penjamin Emisi atau Pilihan Reputasi Penjamin Emisi**

Menurut Jensen dan Meckling (1976), sebuah *agency relationship* adalah "sebuah kontrak dimana satu orang atau lebih (*principal*) membuat orang lain (*agent*) memberikan suatu layanan atas nama *principal*, yang melibatkan pendelegasian sebagian wewenang pengambilan-keputusan kepada *agent*". Pada proses penawaran umum perdana, melibatkan hubungan antara emiten dengan penjamin emisi. Di tingkat ini, emiten secara teknis bertindak sebagai *principal*, sedangkan penjamin emisi memainkan peran sebagai *agen*. Teori *Agency relationship* ini dapat diterapkan pada kasus program penawaran umum perdana (*IPO*), yaitu hubungan antara Emiten-Investor dan hubungan Emiten-Penjamin Emisi.

Seperti diutarakan Bergen, Dutta dan Walker (1992) masalah-masalah *adverse selection* atau "informasi tersembunyi (*hidden information*)" (Arrow, (1985) dapat dikelola dengan menerapkan proses-proses kualifikasi yang secara *ex ante* mengidentifikasi *agen* mana saja yang memiliki kemampuan yang dibutuhkan untuk mendukung strategi perusahaan.

Pengaruh *signaling* yang muncul dari proses kualifikasi terjadi karena pihak yang tidak memiliki informasi (emiten) menstrukturkan sebuah kontrak yang mengakibatkan terungkapnya informasi penjamin emisi. Hal ini berbeda

dengan pada konteks hubungan investor, dimana pihak yang memiliki informasi (yaitu emiten) tentang karakteristik perusahaan melakukan *signaling*.

Penjamin emisi berperan sebagai Penjamin kualitas saham baru. Hipotesis asimetri informasi mengungkap adanya sebuah peran kunci yang dimainkan penjamin emisi. Peran ini (yang memberi kompensasi berbentuk *underwriting fees* yang tinggi) adalah memonitor aktivitas-aktivitas penerbit saham untuk mengurangi kesenjangan kredibilitas antara manajer dengan investor luar, dengan demikian secara implisit menjamin kualitas sekuritas yang sedang dijual. Penjamin emisi khususnya memiliki kualifikasi yang sangat tepat untuk memberi jaminan seperti ini, karena reputasi kejujuran mereka memang sangat baik. Penjamin emisi yang menyalahgunakan reputasinya akan kehilangan keuntungan yang sesungguhnya bisa diterima di kemudian hari.

Selain kurangnya kemampuan *agent (penjamin emisi)*, jaminan kualitas kepada investor juga dapat terancam oleh adanya kecurangan atau kurangnya upaya yang dilakukan *agent (penjamin emisi)*. Masalah "tindakan terselubung (*hidden action*)" ini (Arrow 1985) dapat diatasi dengan merancang sistem-sistem kompensasi yang menyelaraskan kepentingan-kepentingan *agent (penjamin emisi)* dengan kepentingan-kepentingan *principal (emiten)* (Lal dan Staelin 1986). Dalam teori *agency*, keputusan kompensasi pada akhirnya menyempit menjadi bagaimana secara akurat dan dengan biaya sekecil mungkin mengukur dan memberi imbalan atas kinerja *agent* sehingga sasaran *principal* dapat dicapai (Eisenhardt 1985).

## **Teori Umur Perusahaan dan Ukuran Perusahaan**

### **Ukuran perusahaan**

Variabel total asset berfungsi sebagai proksi ukuran perusahaan. Semakin besar total asset berarti menggambarkan semakin besar ukuran perusahaan. Firth dan Smith (1992), menjelaskan alasan mengapa perusahaan-perusahaan besar mampu memprediksi dengan lebih baik, adalah karena memiliki kontrol yang lebih baik terhadap kondisi pasar. Dengan demikian mereka mampu menghadapi persaingan ekonomi atau kurang rentan terhadap fluktuasi ekonomi. Dampaknya risiko yang dihadapi rendah sehingga *initial return*nya rendah.

Perusahaan yang besar, dalam upaya ingin menunjukkan *assurance* pada investor akan cenderung memilih penjamin emisi yang bereputasi tinggi. Semakin besar perusahaan maka semakin tinggi pula kebutuhan mendapatkan penjamin emisi yang bereputasi tinggi.

### **Umur perusahaan**

Umur perusahaan diukur dari tahun perusahaan berdiri sampai periode penawaran umum perdana. Perusahaan yang belum lama berdiri, akan lebih sulit untuk berkembang dibandingkan perusahaan yang telah lama berdiri (Berlinger dan Robbins; 1986 dalam Firth dan Smith; 1992). Hal ini mungkin

dapat dikaitkan dengan pengalaman yang dimiliki oleh pihak manajemen, dimana perusahaan yang lebih lama berdiri memiliki tim manajemen yang lebih berpengalaman dan solid dalam mengantisipasi kemungkinan-kemungkinan yang terjadi (Surianti dan Indriantoro; 1999).

Pengalaman dalam mengelola bisnis mengakibatkan manajemen mempunyai pengetahuan yang cukup terhadap lingkungan bisnis. Sedangkan manajemen perusahaan yang relatif muda diperkirakan kurang berpengalaman, sehingga tidak mempunyai pengetahuan yang luas terhadap faktor-faktor yang harus dipertimbangkan untuk menentukan pengembangan usaha (Sunariyah; 2002).

## Pustaka yang Relevan

### Peran Penjamin Emisi (*Underwriter*)

Penjamin emisi bertindak sebagai perantara antara *suppliers* dan *demanders* modal jangka panjang. Penjamin emisi membantu perusahaan-perusahaan merancang dan kemudian menjual *new issues of securities*. Fungsi yang terakhir ini biasanya membuat penjamin emisi harus melakukan pembelian (*purchasing*), atau *underwriting*, sekuritas dan selanjutnya mendistribusikannya.

Setelah perincian penawaran saham baru disusun, penjamin emisi membeli seluruh saham dan selanjutnya menjualnya ke publik. Ini dikenal sebagai *underwriting*. Perusahaan menjadi terbebas dari resiko fluktuasi harga yang bisa terjadi sejak saat harga saham ditetapkan sampai saat saham dijual. Jika saham tersebut tidak terjual habis akibat *overpriced* atau karena kondisi pasar memburuk, penjamin emisi akan dapat terpaksa menanggung kerugian. Penjamin emisi yang menangani penawaran tersebut biasanya membentuk sebuah sindikat dengan maksud membagi resiko dan membantu distribusi sekuritas.

Penjamin emisi, yang terus menerus berurusan dengan para calon investor potensial, cenderung lebih mampu mencocokkan karakteristik saham baru dengan keinginan pasar, dibanding sebuah perusahaan yang mencoba menerbitkan dan menjual sekuritasnya sendiri. Dengan mengetahui siapa calon pembeli potensialnya, dan apa yang mereka cari, penjamin emisi membantu perusahaan mendapatkan harga-harga yang lebih baik atas sekuritas mereka dan distribusi yang lebih cepat serta memakan biaya lebih murah.

## Penentuan Harga Perdana

### Menentukan Harga Saham Baru

Penentuan harga (*pricing*) saham adalah salah satu kunci sukses penawaran. Kebanyakan perusahaan tidak akan cenderung menetapkan harga terlalu rendah. Tetapi harga yang terlalu tinggi juga akan menjatuhkan penawaran saham tersebut. Penjamin emisi juga ikut berkepentingan untuk mendapatkan

harga yang lebih bagus untuk sekuritas-sekuritas yang mereka jamin. Namun demikian terlalu agresif menentukan harga dapat mengakibatkan kegagalan, menimbulkan kerugian berupa uang maupun reputasi bagi penjamin emisi. Bahkan walaupun penawaran saham tersebut ternyata sukses, para investor yang merasa membeli saham yang terlalu mahal akan enggan berurusan lagi dengan penjamin emisi tersebut. Padahal para investor juga merupakan klien penjamin emisi, sama halnya dengan issuer. Oleh karena itu baik issuer maupun penjamin emisi keduanya harus mengimbangkan secara hati-hati ketika menetapkan *issue* baru.

Rata-rata initial public offerings (IPO) ini sengaja diturunkan harganya (*underpriced*) beberapa persen relatif terhadap after-market price (harga issue ketika diperdagangkan segera setelah dijual). Alasan utama melakukan *underpricing* IPO sekali lagi berkaitan dengan hipotesis asimetri informasi. Disadari bahwa saham dalam suatu IPO yang belum mempunyai sejarah perdagangan, maka ketidakpastian mengenai nilai yang sesungguhnya pada posisi yang tinggi.

Mekanisme lain yang dipakai untuk memperkuat jaminan implisit penjamin emisi atas kualitas issue adalah opsi *Green Shoe* (dinamai demikian karena muncul pertama kali dalam penawaran yang dilakukan *Green Shoe Company*). Opsi ini memberi hak pada underwriter untuk membeli (seharga harga penawaran) sejumlah tertentu saham tambahan dari issuer. Karena opsi ini takkan ada artinya bila penawaran ternyata *overpriced*, untuk mengurangi kemungkinan ini investor dapat mengandalkan naluri penjamin emisi untuk melindungi kepentingannya sendiri. Dengan demikian, para investor akan lebih bersedia untuk membeli suatu saham bila prospektusnya mengandung opsi *Green Shoe*

#### Hubungan antar variabel penelitian

1. Hubungan antara ukuran perusahaan perusahaan dan prakualifikasi penjamin emisi.

Firth dan Smith (1992) menjelaskan alasan mengapa perusahaan-perusahaan besar mampu memprediksi dengan lebih baik, adalah karena memiliki kontrol yang lebih baik terhadap kondisi pasar, sehingga mereka mampu menghadapi persaingan ekonomi, yang membuat mereka menjadi kurang rentan terhadap fluktuasi ekonomi.

Semakin besar perusahaan diharapkan semakin memberikan *assurance* kepada pemegang saham. Perusahaan berkepentingan mempertahankan dan menjaga nama baik perusahaan. Penjamin emisi berkualifikasi baik diharapkan dapat lebih memberikan *assurance* pada calon investor. Sehingga dapat dihipotesiskan semakin besar perusahaan maka akan semakin besar upaya perusahaan untuk melakukan prakualifikasi penjamin emisi.

2. Hubungan antara ukuran perusahaan dengan *return* awal saham

Variabel total asset berfungsi sebagai proksi ukuran perusahaan. Semakin besar total asset berarti menggambarkan semakin besar ukuran perusahaan. Firth dan Smith (1992), menjelaskan alasan mengapa

perusahaan-perusahaan besar mampu memprediksi dengan lebih baik, karena memiliki kontrol yang lebih baik terhadap kondisi pasar, sehingga mereka mampu menghadapi persaingan ekonomi, yang membuat mereka menjadi kurang rentan terhadap fluktuasi ekonomi dan ketidakpastiannya rendah. Beatty dan Ritter (1986) berargumen bahwa *underpricing* seharusnya berkaitan secara positif dengan ketidakpastian *ex ante* mengenai nilai sebuah *issue*. Sehingga dapat dihipotesiskan bahwa semakin besar perusahaan maka semakin kecil *return* awal saham paska penawaran umum perdana.

3. Hubungan umur perusahaan dan prakualifikasi penjamin emisi

Umur perusahaan diukur dari tahun perusahaan berdiri sampai periode penawaran umum perdana. Perusahaan yang belum lama berdiri, akan lebih sulit untuk berkembang dibandingkan perusahaan yang telah lama berdiri (Berlinger dan Robbins; 1986 dalam Firth dan Smith; 1992).

Pengalaman dalam mengelola bisnis mengakibatkan manajemen mempunyai pengetahuan yang cukup terhadap lingkungan bisnis. Sedangkan manajemen perusahaan yang relatif muda diperkirakan kurang berpengalaman, sehingga tidak mempunyai pengetahuan yang luas terhadap faktor-faktor yang harus dipertimbangkan untuk menentukan pengembangan usaha (Sunariyah; 2002). Dalam kaitan dengan penjamin emisi, maka perusahaan yang sudah berumur panjang akan cenderung memilih penjamin emisi dengan kualifikasi tinggi. Hal itu dilakukan dalam rangka untuk memberikan *assurance* pada masarakat investor.

Oleh karena itu dapat dihipotesiskan bahwa semakin tinggi umur perusahaan maka semakin tinggi pula upaya perusahaan untuk melakukan prakualifikasi penjamin emisi.

4. Hubungan antara umur perusahaan dengan *return* awal saham

Perusahaan yang lebih lama berdiri memiliki tim manajemen yang lebih berpengalaman dan solid dalam mengantisipasi kemungkinan-kemungkinan yang terjadi (Surianti dan Indriantoro; 1999).

Perusahaan-perusahaan yang lebih tua dan lebih matang bisa dipersepsikan sebagai investasi yang kurang berisiko pada saat *initial offering* (Muhammad R.K.chisty et al., 1996). Sedangkan risiko mempunyai hubungan positif dengan ketidakpastian dan *return* (Beatty dan Ritter, 1986).

Dengan demikian dapat dihipotesiskan bahwa semakin tinggi umur perusahaan maka akan semakin rendah *return* awal saham paska penawaran umum perdana.

5. Hubungan prakualifikasi penjamin emisi dengan *return* awal saham

Penjamin emisi bereputasi tinggi diasosiasikan dengan IPO-IPO yang *return* rata-ratanya lebih rendah. Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan Logue (1973), Neuberger dan Hammond (1974), Neuberger dan LaChappelle (1983). Mengungkapkan bahwa sejumlah besar penjamin emisi yang kaya informasi kemungkinan besar akan memaksa *return* agar mendekati tingkat ekuilibrium jangka panjang mereka, dan Ritter (1991)

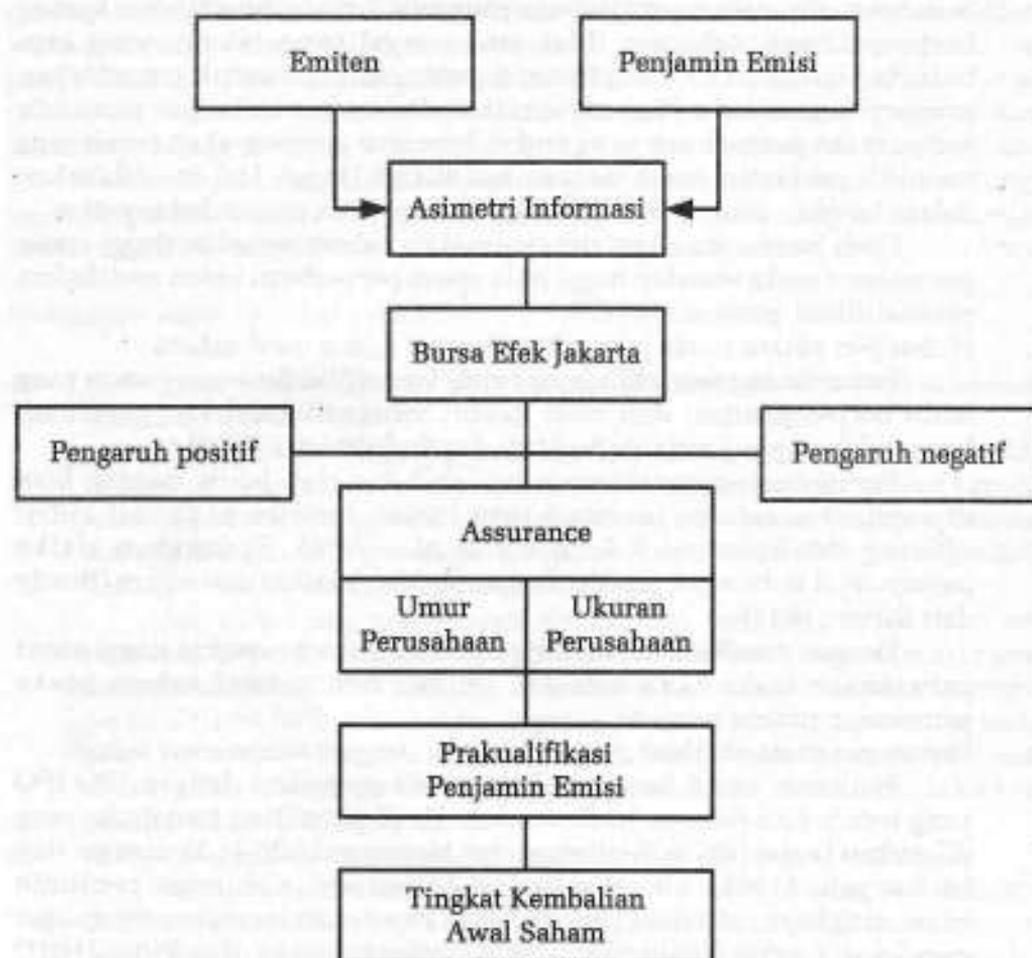
telah mengungkapkan bahwa *underpricing* IPO merupakan sebuah fenomena jangka pendek.

Beatty (1993) juga menyatakan bahwa reputasi penjamin emisi sangat mempengaruhi *return* saat listing. Semakin tinggi reputasi penjamin emisi akan semakin kecil tingkat *return* saat listing. Penjamin emisi yang berreputasi tinggi akan memperkecil tingkat *underpricing* saat listing.

## KERANGKA KONSEPTUAL

### Kerangka Konseptual

Berdasar uraian terdahulu, permasalahan dan tujuan studi disusun kerangka proses berfikir seperti pada gambar berikut:



Kerangka konseptual dikembangkan melalui beberapa alternatif model sebagai kombinasi dari variabel-variabel yang diteliti.

Pertama berupa model konvensional yaitu menghubungkan variabel independen berupa Ukuran perusahaan, Umur perusahaan, Prakuualifikasi penjamin emisi dengan variabel dependen berupa tingkat kembalian awal paska penawaran umum perdana.

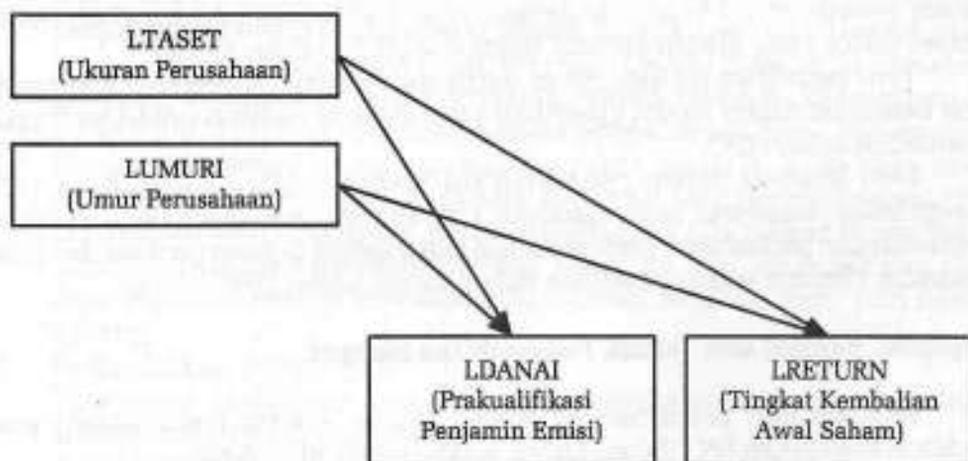
Kedua berupa model intervening yaitu menghubungkan variabel independen berupa ukuran perusahaan, umur perusahaan dengan prakuualifikasi penjamin emisi sebagai intervening variabel dan variabel dependen berupa *return* awal paska penawaran umum perdana.

Ketiga berupa model pengaruh laten variabel *assurance* perusahaan dengan indikator umur perusahaan dan ukuran perusahaan melalui prakuualifikasi penjamin emisi terhadap *return* awal saham.

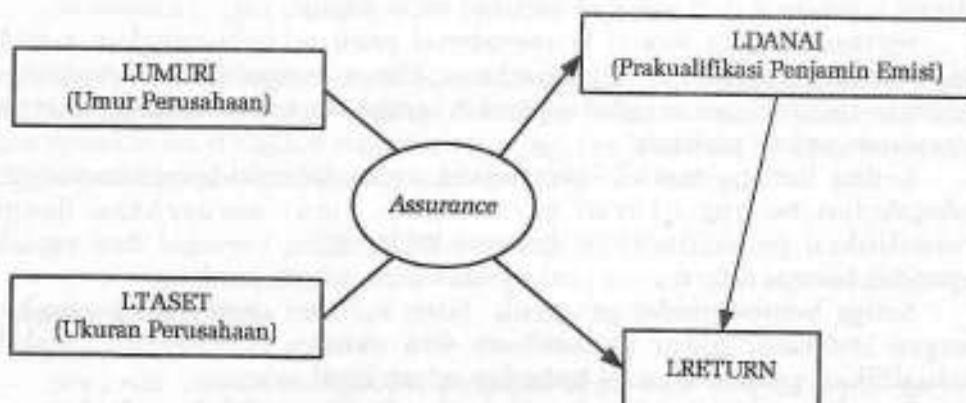
Pada kerangka konseptual model yang diajukan adalah model intervening dan model laten variabel.

## KERANGKA KONSEPTUAL

### Model Intervening



### Model Laten Variabel



### METODE PENELITIAN

#### Rancangan Penelitian

Sejalan dengan tujuan penelitian, maka dalam penelitian ini termasuk dalam penelitian uji hipotesis dengan type menilai hubungan sebab akibat antara faktor yang diteliti (*causal relationship*). (Sekaran, 1992).

Type penelitian ini digunakan untuk menentukan komponen-komponen non keuangan dalam model klasifikasi yang mampu menjadi prediktor tingkat kembalian saham IPO.

Unit analisis dalam penelitian ini meliputi suatu perusahaan yang mengadakan penawaran umum perdana. Unit analisis perusahaan berupa variabel non keuangan perusahaan, perkembangan harga saham di pasar perdana dan pasar sekunder. Horizon waktu penelitian dalam kurun waktu 1997 – 2002.

#### Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah semua emiten (perusahaan) yang sudah mengadakan IPO dalam kurun waktu tahun 1997-2002.

Subyek penelitian ini adalah seluruh populasi sebanyak 108 emiten yang tersebar di wilayah Indonesia dengan ketentuan:

1. Emiten yang dipilih adalah yang melakukan perdagangan secara aktif.
2. Emiten tersebut merupakan emiten yang tidak masuk kriteria delisting .

#### Variabel Penelitian

##### Definisi Operasional Variabel

- (1) Umur Perusahaan, (2) Ukuran Perusahaan, (3) Prakualifikasi penjamin

emisi dan (4) tingkat kembalian awal saham paska penawaran umum perdana (IPO).

1. Umur perusahaan Umur perusahaan yaitu umur sejak berdirinya suatu perusahaan hingga perusahaan tersebut masih tetap mampu menjalankan operasinya. Umur perusahaan dapat menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mengatasi kesulitan dan hambatan yang dapat mengancam kehidupan perusahaan serta dapat menunjukkan kemampuan perusahaan mengambil kesempatan dalam lingkungannya untuk mengembangkan perusahaannya. Selain itu, umur perusahaan juga dapat menunjukkan kemampuan perusahaan dalam keunggulan berkompetisi
2. Ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan dapat ditentukan berdasarkan total aktiva perusahaan sesuai laporan keuangan terakhir sebelum perusahaan IPO. Pada umumnya, perusahaan yang besar memiliki akses yang lebih besar terhadap sumber informasi eksternal daripada perusahaan kecil. Perusahaan besar lebih memiliki kontrol yang besar terhadap situasi pasar dan kurang terpengaruh oleh fluktuasi pasar yang ada. Hal ini sesuai dengan pendapat Firth dan Smith (1992), yang menjelaskan alasan mengapa perusahaan-perusahaan besar mampu memprediksi dengan lebih baik, adalah karena memiliki kontrol yang lebih baik terhadap kondisi pasar, sehingga mereka mampu menghadapi persaingan ekonomi, yang membuat mereka menjadi kurang rentan terhadap fluktuasi ekonomi. Perusahaan-perusahaan besar mempunyai kemampuan tinggi untuk menjamin prospek bisnis di masa yang akan datang karena sumber dayanya bisa membuat manajemen percaya diri dan bekerja lebih giat untuk mencapai laba yang diramalkan (Sunariyah; 2002). Perusahaan-perusahaan yang lebih tua dan lebih matang bisa dipersepsikan sebagai investasi yang kurang beresiko pada saat *initial offering*.
- 3). Prakuifikasi Penjamin Emisi  
 Penentuan kualifikasi atau pilihan reputasi penjamin emisi dengan menggunakan tolok ukur sebagai berikut.  
 Jeong-Bon Kim et al. (1993) telah mengembangkan variabel penelitian, variabel reputasi penjamin emisi diukur dengan pangsa pasar penawaran. Semakin tinggi pangsa pasarnya berarti semakin tinggi reputasinya.  
 Paul McGuinness (1992). Reputasi penjamin emisi berfungsi sebagai variabel independen bersama variabel independen diukur dengan: jumlah penjamin emisi pada suatu penawaran, pengalaman penjamin emisi dan. Ada dua unsur yang dikembangkan untuk mengukur konstruk ini, didasarkan konsep dari Eisenhardt (1985).
  1. Pemberian bobot besar pada pengalaman para calon penjamin emisi sebelum menerima mereka. Pengalaman diukur melalui frekuensi

dari penjamin emisi melakukan penjaminan dalam kurun waktu 1998-2002.

2. Pengkajian kemampuan profesional para calon penjamin emisi sebelum menerima mereka adalah bagian penting proses seleksi yang dipakai. Kemampuan diukur melalui nilai penjaminan saham pada penawaran umum perdana
- 4) Tingkat Kembalian Awal Saham (*Abnormal Return/Initial return*) yaitu merupakan *return* yang diterima oleh pemegang saham, yang diukur dari selisih harga beli dipasar perdana dengan harga jual di pasar sekunder.

$MAR_{it}$  = *Rate of return* atas saham  $j$  pada periode  $i$  yang sudah dikoreksi terhadap pasar (*market adjusted*)

$P_{jt}$  = Harga penutupan saham  $j$ ,  $t$  hari dari hari pertama perdagangan ( $t = 1$  merujuk pada akhir hari pertama perdagangan)

$P_{j,t-1}$  = Harga penutupan saham  $j$  pada hari perdagangan ke  $t - 1$  (pada saat  $t = 1$ ,  $t - 1$  merujuk pada harga penawaran saham-saham IPO)

$H_{jt}$  = IHSG pada penutupan perdagangan pada hari perdagangan ke  $t$  saham  $j$ .

$H_{j,t-1}$  = IHSG pada penutupan perdagangan untuk saham  $j$  pada hari perdagangan ke  $t - 1$ .

Alat ukur *excess market return*,  $MAR_{it}$ , juga dapat dirata-ratakan, secara bobot rata antar IPO yang diteliti, untuk menghasilkan sebuah alat ukur lain, yaitu:

*Market-adjusted abnormal return* untuk setiap IPO pada hari  $t$  dihitung sebagai berikut:

$$AR_{it} = \left[ \frac{(1 + R_{it})}{(1 + R_{mt})} - 1 \right] \times 100$$

*Return* total saham  $i$  dalam periode  $t$  dihitung seperti dalam Persamaan (1), dimana  $P_{it}$  adalah harga saham  $i$  pada waktu  $t$  sedangkan  $P_{i0}$  adalah harga penawaran:

$$R_{it} = \frac{P_{it}}{P_{i0}} - 1$$

*Return* atas *market index* selama periode waktu yang sama dihitung dengan Persamaan (2). *Market index value* pada waktu  $t$  adalah  $P_{mt}$ , dan *market index value* pada hari penawaran adalah  $P_{m0}$ :

$$R_{mt} = \frac{P_{mt}}{P_{m0}} - 1$$

$$AVR_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n MAR_{j,t} \quad \text{dan } n = \text{jumlah IPO}$$

dimana  $Ar_{i,t}$  adalah *market-adjusted abnormal return* saham  $i$  pada waktu  $t$ ,  $R_{i,t}$  adalah *return* total sekuritas ke- $i$  dari penawaran sampai  $t$  hari perdagangan setelah penawaran awal, dan  $R_{mt}$  adalah *market return* total untuk periode yang sama

### Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder mengingat bahwa waktu masing-masing perusahaan dalam menyelenggarakan penawaran umum perdana tidak sama. Bagi perusahaan yang menyelenggarakan penawaran umum perdana dalam waktu yang sudah lama banyak diantaranya manajemennya sudah terjadi pergantian. Dalam hal ini data sekunder yang sudah dipublikasikan dianggap akan lebih valid dan reliabel.

### Cara Analisis Data

Penelitian ini menggunakan teknik multivariat *structural equation modeling (SEM)*. Pemilihan teknik analisis SEM didasarkan pertimbangan karena teknik analisis SEM merupakan salah satu teknik analisis yang dapat lebih menjelaskan hubungan langsung dan tidak langsung antar variabel yang diteliti

### Hasil dan Pembahasan

#### Deskripsi data Variabel

Dalam bab ini akan dikemukakan Deskripsi variabel penelitian sebagai variabel independen berupa umur perusahaan, ukuran perusahaan, reputasi penjamin emisi dan kemudian dikaitkan dengan variabel dependen yaitu tingkat kembalian awal saham paska penawaran umum perdana.

#### 1. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dapat ditentukan berdasarkan total aktiva perusahaan sesuai laporan keuangan terakhir sebelum perusahaan mengadakan penawaran umum perdana atau Initial public offering (IPO). Pada umumnya, perusahaan yang besar memiliki akses yang lebih besar terhadap sumber informasi eksternal daripada perusahaan kecil.

TABEL 1

**Ukuran Perusahaan (Total Asset)  
000 Rp**

Total Aset	Jumlah	Persen
0 - 199.999.999	8	7,4
200.000.000 - 224.999.999	36	33,3
225.000.000-969.999.999	46	42,6
970.000.000-1.250.000.000	6	5,6
> 1.250.000.000	12	11,1

Perhitungan dari statistik diskriptif menunjukkan bahwa rata-rata ukuran perusahaan dilihat dari besarnya asset dapat dikatakan pada kisaran Rp.340 milyar (median) sampai Rp.595 milyar (mean). Besarnya asset perusahaan tertinggi sebesar 5,55 triliun rupiah dan terendah sebesar 10,0 milyar rupiah.

2. Umur Perusahaan

Umur perusahaan adalah umur sejak berdirinya suatu perusahaan hingga perusahaan tersebut masih tetap mampu menjalankan operasinya. Umur perusahaan dapat menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mengatasi kesulitan dan hambatan yang dapat mengancam kehidupan perusahaan serta dapat menunjukkan kemampuan perusahaan mengambil kesempatan dalam lingkungannya untuk mengembangkan perusahaannya. Selain itu, umur perusahaan juga dapat menunjukkan kemampuan perusahaan dalam keunggulan berkompetisi. Dengan demikian semakin lama perusahaan berdiri, semakin menunjukkan eksistensi perusahaan dalam lingkungan perekonomian dan dapat meningkatkan kepercayaan investor.

TABEL 2

**Umur Perusahaan**

Umur Perusahaan	Jumlah	Persentase
< 4	9	8,3
4 - 8	32	29,6
9 - 18	42	38,9
19 - 28	16	18,8
> 28	9	8,3
	108	100

Perhitungan dari statistik diskriptif menunjukkan bahwa rata-rata umur perusahaan dapat dikatakan pada kisaran 10 tahun (median) sampai 13,25 (mean). Besarnya umur perusahaan tertinggi 46 tahun dan terendah 3 tahun.

### 3. Prakuifikasi Penjamin Emisi

Menurut peraturan pasar modal (tahun 1990), penjamin emisi efek adalah pihak yang: (a) telah mengadakan kontrak untuk membeli efek dari emiten, pihak pengendali yang mempunyai afiliasi dengan emiten, atau penjamin emisi efek lainnya, untuk dijual dalam rangka penawaran umum; atau (b) telah mengadakan kontrak dengan emiten, atau pihak pengendali yang mempunyai afiliasi dengan emiten, untuk menawarkan atau menjual efek melalui suatu penawaran umum.

Besarnya nilai penjaminan oleh penjamin emisi merupakan salah satu tolok ukur untuk melihat reputasi mereka. Klasifikasi besarnya nilai penjaminan tampak pada tabel berikut

**TABEL 3**

**Reputasi Penjamin Emisi (Nilai Penjaminan)**

Nilai Penjaminan	Jumlah	Persen
<25.000	11	10,2
25.000 – 95.000	44	40,8
100.000- 350.000	35	32,4
375.000 – 575.000	9	8,03
> 575.000	9	8,03
	108	100

Perhitungan dari statistik diskriptif menunjukkan bahwa rata-rata nilai penjaminan dapat dikatakan pada kisaran 93,625 milyar rupiah (median) sampai 2,48 milyar rupiah (mean). Besarnya nilai penjaminan tertinggi sebesar 3,153 triliun rupiah dan terendah sebesar 780 juta rupiah.

### 4. Tingkat Kembalian Awal Saham

Kembalian awal (*Abnormal Return/Initial Return*) yaitu merupakan *return* yang diterima oleh pemegang saham, yang diukur dari selisih harga beli dipasar perdana dengan harga jual di pasar sekunder.

TABEL 4

## Tingkat Kembali Awal Paska Penawaran Umum Perdana

Tingkat kembali	Jumlah Emiten	Prosentase
< - 50	2	1,9
-50 - 0	27	25
0 - 109	53	49,1
110 - 170	6	5,6
> 170	20	18,5
	108	100

Perhitungan dari statistik diskriptif menunjukkan bahwa rata-rata *return* awal saham dapat dikatakan pada kisaran 13,26 % (median) sampai 51,89 % (mean). Besarnya *return* awal tertinggi sebesar 800 % dan terendah sebesar -58 %.

## Model Intervening

Model pengaruh variabel non keuangan terhadap *return* awal saham dengan intervening variabel Prakuualifikasi penjamin emisi. Melalui model ini tergambar hubungan secara langsung maupun tidak langsung antara variabel independen ukuran perusahaan, umur perusahaan, dengan variabel dependen yaitu *return* saham.

Berdasar kriteria *Goodness-of-fit* menunjukkan bahwa model yang digunakan mempunyai nilai yang baik. Hasil perhitungan kriteria *Goodness-of-fit* tampak pada gambar, tabel dan uraian sebagai berikut.

TABEL 5

*Goodness-of-Fit Indices*

No	Goodness-Of-Fit Indices	Hasil Analisis	Cut-Off Value	Keterangan
1	<i>Chi-Square</i>	0	3,841	Baik
2	<i>Significanced Probability</i>	0,991	$\geq 0,05$	Baik
3	<i>RMSEA</i>	0	$\leq 0,08$	Baik
4	<i>GFI</i>	0,981	$\geq 0,90$	Baik
5	<i>AGFI</i>	0,934	$\geq 0,90$	Baik
6	<i>CMIN/DF</i>	0,991	$\leq 2,00$	Baik
7	<i>TLI</i>	1	$\geq 0,95$	Baik
8	<i>CFI</i>	1	$\geq 0,94$	Baik

TABEL 6

## Estimasi Parameter Model Struktural

Construct	Estimasi	Standart Error	Critical ratio
Ldanai ... Ltaset	0,699	0,096	7,263
Ldanai ... Lumuri	-0,625	0,187	-3,499
Lreturn ... Ltaset	0,224	0,228	0,981
Lreturn ... Lumuri	0,144	0,277	0,525
Lreturn ... Ldanai	-0,339	0,145	-3,572

Seberapa besar pengaruh langsung variabel reputasi penjamin emisi terhadap *return* awal saham dapat dilihat pada tabel 6 yang menunjukkan bahwa variabel Reputasi Penjamin Emisi berpengaruh signifikan terhadap *Return* awal saham. Variabel tersebut berpengaruh negatif, artinya semakin tinggi reputasi Penjamin Emisi, maka *return* awal semakin rendah. Sebaliknya semakin rendah reputasi penjamin emisi maka *return* awal saham paska penawaran umum perdana semakin tinggi.

Model pengaruh tidak langsung variabel keuangan melalui laten variabel berupa *assurance* perusahaan dan pengaruhnya terhadap *return* awal saham.

Berdasar criteria *Goodness-of-fit* menunjukkan bahwa model laten variabel berupa *assurance* yang digunakan mempunyai nilai yang baik. Hasil perhitungan kriteria *Goodness-of-fit* tampak pada tabel berikut.

TABEL 7

*Goodness-of-Fit Indices*

No	Goodness-Of-Fit Indices	Hasil Analisis	Cut-Off Value	Keterangan
1	<i>Chi-Square</i>	0,043	3,841	Baik
2	<i>Significanced Probability</i>	0,526	$\geq 0,05$	Baik
3	<i>RMSEA</i>	0	$\leq 0,08$	Baik
4	<i>GFI</i>	0,966	$\geq 0,90$	Baik
5	<i>AGFI</i>	0,66	$\geq 0,90$	Baik
6	<i>CMIN/DF</i>	0,043	$\leq 2,00$	Baik
7	<i>TLI</i>	1	$\geq 0,95$	Baik

TABEL 8

## Estimasi Parameter Model Struktural

Construct	Estimasi	Standart Error	Critical Ratio
Assurance ... Ltaset	1		
Assurance ... Lumuri	0,414	0,143	2,899
Assurance ... Ldanai	98,29	57,44	1,711
Assurance ... Lreturn	-0,306	0,431	-0,709
Lreturn ... Ldanai	-0,364	0,227	-1,603

Melalui analisis faktor pada model ini teruji bahwa *variabel umur perusahaan* dan ukuran perusahaan layak sebagai indikator dari variabel laten yaitu *assurance* perusahaan. Besarnya komponen matrix dari masing-masing indikator umur perusahaan (0,757) dan ukuran perusahaan (0,765) memenuhi persyaratan sebagai indikator.

Hasil penelitian ini mengungkapkan adanya *outperform* (*return* awal positif) yang kuat dalam jangka pendek, tetapi dalam jangka panjang ditemukan keadaan *outperform* yang lebih rendah.

### Temuan Hasil Penelitian

Konsep pada penelitian ini telah memperbaiki dan melengkapi konsep pada penelitian sebelumnya tentang *return* awal paska penawaran umum perdana. Dengan memasukkan variabel prakualifikasi penjamin emisi sebagai variabel intervening ternyata hasilnya lebih optimal yaitu dapat menentukan variabel-variabel yang signifikan pengaruhnya terhadap *return* awal paska penawaran umum perdana.

Dari analisis hasil penelitian diperoleh beberapa temuan terumusannya konseptual sebagai berikut :

- 1.) Temuan dari penelitian ini adalah bahwa ukuran perusahaan atau ukuran perusahaan belum secara otomatis memberikan *assurance* kepada investor. Ukuran perusahaan tersebut akan menjadi *assurance* yang efektif bilamana didukung oleh keberadaan suatu lembaga yang berperan menguatkan keyakinan pada para investor (penjamin emisi). Melalui hasil analisis faktor terbukti bahwa umur perusahaan dan ukuran perusahaan layak sebagai suatu faktor dari *assurance* (nilai component pada component matrix (0,757 dan 0,765). Semakin panjang umur perusahaan berarti semakin memberikan *assurance* pada investor yang memiliki saham tersebut.
- 2.) Berkaitan dengan asimetri informasi maka temuan berikutnya dalam penelitian ini yaitu bahwa penjamin emisi berperan menguatkan informasi yang sudah baik menjadi benar diterima oleh masyarakat investor.

Dari analisis yang dilakukan pada hasil penelitian ini ditemukan pula bahwa penjamin emisi berperan menjembatani atau mempersempit dampak dari adanya asimetri informasi. Analisis temuan-temuan yang bersifat konseptual tersebut secara terperinci tertera pada analisis berikut ini.

Penelitian sebelumnya tentang pengaruh variabel keuangan berupa total asset (besar perusahaan) dan umur perusahaan, pada umumnya langsung dikaitkan dengan initial abnormal *return*. Hasilnya menunjukkan bahwa hanya sedikit variabel yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap initial *return*. Penelitian sebelumnya yang dilakukan di Indonesia hanya variabel umur perusahaan yang mempunyai pengaruh signifikan. Sedangkan variabel yang lain tidak mempunyai pengaruh yang signifikan (Trisnawati 1998).

Hasil penelitian mengenai IPO menemukan adanya *outperform* (*return* awal positif) yang kuat dalam jangka pendek, tetapi dalam jangka panjang ditemukan keadaan *outperform* yang lebih rendah dan bahkan ditemukan keadaan *return* yang awal yang negatif (*underperformed*).

### 3.) Temuan berkaitan dengan Teori signaling

Adanya asimetri informasi menciptakan inefisiensi (Myers, 1984) dan menjadikan turunnya nilai perusahaan. Melalui model penelitian ini telah membuktikan bahwa penjamin emisi mampu memberikan signal mengenai nilai perusahaan yang bersangkutan kepada investor yang potensial.

Temuan ini menguatkan temuan dari (Husnan, 1991, Cheung et al, 1994). Yang menyatakan bahwa adanya kondisi asimetri informasi menyebabkan penjamin emisi merupakan pihak yang memiliki kelebihan informasi dan menggunakan ketidakpastian emiten untuk memperkecil resiko. Perusahaan yang besar, dalam upaya ingin menunjukkan *assurance* akan cenderung memilih penjamin emisi yang bereputasi. Semakin besar perusahaan maka semakin tinggi pula kebutuhan mendapatkan penjamin emisi yang bereputasi tinggi.

### 4.) Temuan berkaitan dengan teori *equilibrium*

Hasil penelitian ini menemukan adanya *outperform* (*return* awal positif) yang kuat dalam jangka pendek, tetapi dalam jangka panjang ditemukan keadaan *outperform* yang lebih rendah dan bahkan ditemukan keadaan *return* yang awal yang negatif (*underperformed*).

Hal tersebut sejalan dengan apa yang dikemukakan oleh Ritter (1991) telah mengungkapkan bahwa *underpricing* atau terjadinya *return* awal pada IPO merupakan sebuah fenomena jangka pendek.

## Kesimpulan dan Implikasi Penelitian

Berdasarkan analisis baik secara kuantitatif maupun uraian secara kualitatif tersebut dalam studi ini dapat disimpulkan bahwa :

**TABEL 9**  
**Tabel Return Awal Pasar-pasar di Negara-negara Berkembang dan Indonesia**

Negara	Studi	Periode	Ukuran Sampel	Kinerja (%)	
				Jangka Pendek	Jangka Panjang
Hong Kong	Dawson [4]	1978 - 1983	21	13,8	-9,3
Korea	Kim dan Lee [12]	1984 - 1986	41	37	-
Korea	Krinsky, Kim, dan Lee [13]	1985 - 1990	275	79,0*	-
Malaysia	Dawson [4]	1978 - 1983	21	166,7*	18,2
Singapura	Dawson [4]	1978 - 1983	39	39,4	-2,7
Singapura	Koh dan Walter [19]	1973 - 1987	66	27,2*	-
Indonesia	Arum dan Indra	1994 - 1997	78	5,87	-35,51
Indonesia	Sugeng Wahyudi	1997 - 2003	108	51,9	25,6

\* Metode komputasi dan periode waktu perhitungan jangka panjang periodenya adalah satu-tahun (termasuk studi ini). Semua hasil jangka pendek khusus untuk *return awal*, dan perhitungan sudah disesuaikan terhadap pergerakan pasar.

1. Model dalam studi ini dengan menempatkan variabel Prakuualifikasi Penjamin Emisi sebagai variabel intervening ternyata mampu mengatasi kelemahan model konvensional yang tidak dapat menjelaskan adanya pengaruh dari variabel umur perusahaan maupun ukuran perusahaan terhadap tingkat kembalian awal saham paska penawaran umum perdana. Karakteristik emiten berupa variabel umur perusahaan maupun ukuran perusahaan secara tidak langsung melalui prakuualifikasi penjamin emisi ternyata berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat kembalian awal saham paska penawaran umum perdana.

Bila ukuran perusahaan semakin besar maka tingkat kembalian awal saham pada paska penawaran umum perdana juga semakin rendah atau berarti asimetri informasi semakin rendah. Sebaliknya tingkat kembalian awal saham yang semakin tinggi terdapat pada ukuran perusahaan yang semakin rendah.

Umur perusahaan terbukti secara tidak langsung mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap *return* awal. Semakin lama umur perusahaan berarti semakin menambah kepercayaan pada masyarakat investor, sehingga semakin dapat menciptakan *return* awal pada penawaran umum perdana. Dalam uji kuantitatif analisis regresi melalui Structural Equation Modelling (SEM) ternyata terbukti bahwa umur perusahaan maupun ukuran perusahaan berpengaruh signifikan pada tingkat kepercayaan 0,95 atau pada derajat kesalahan ( $\alpha$ ) 0,05.

Penelitian ini membuktikan bahwa sebagai intervening variabel, prakuualifikasi penjamin emisi terbukti berperan positif mengurangi terjadinya asimetri informasi dengan cara menjembatani dan memperkuat peran *assurance* perusahaan pada pasar.

Melalui penelitian ini terbukti bahwa variabel umur perusahaan dan ukuran perusahaan merupakan variabel signaling katagori tidak langsung. Artinya bahwa variabel tersebut baru merupakan signal yang nyata ketika terdapat prakuualifikasi penjamin emisi sebagai variabel intervening atau baru menjadi signifikan sewaktu dikaitkan pengaruhnya terhadap prakuualifikasi penjamin emisi dan tingkat kembalian awal saham paska penawaran umum perdana (IPO). Penjamin emisi dengan reputasi tinggi akan membantu emiten dalam hal menumbuhkan komitmen perusahaan kepada investor melalui variabel Umur perusahaan dan Ukuran perusahaan maupun rasio hutang terhadap modal sendiri secara lebih baik.

Hasil penelitian membuktikan terjadinya asimetri informasi pada perusahaan di Indonesia yang mengadakan Penawaran Umum Perdana (IPO). Indikasinya adalah terjadinya *return* awal yang positif dan negatif. Sedangkan *return* awal yang positif meningkatkan nilai perusahaan dan menguntungkan investor dan *return* awal negatif berarti menurunkan nilai perusahaan serta merugikan investor dan juga emiten..

2. Variabel prakuualifikasi penjamin emisi terbukti secara signifikan berpengaruh terhadap tingkat kembalian awal saham pada paska penawaran umum perdana

3. Dari kedua kesimpulan yang telah dibuktikan secara kuantitatif tersebut maka dapat disimpulkan secara terpadu bahwa karakteristik emiten berupa umur perusahaan dan ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat kembalian awal saham paska penawaran umum perdana. Karakteristik emiten berupa umur perusahaan maupun ukuran perusahaan berpengaruh secara tidak langsung melalui prakualifikasi penjamin emisi terhadap tingkat kembalian awal saham paska penawaran umum perdana.
4. Melalui model laten variabel dapat disimpulkan bahwa Variabel *assurance* dengan indikator ukuran perusahaan dan umur perusahaan ternyata terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap prakualifikasi penjamin emisi dan *return* awal saham pada tingkat kepercayaan 0,90 atau pada derajat kesalahan ( $\alpha$ ) 0,10. Variabel umur perusahaan dan ukuran perusahaan layak sebagai indikator laten variabel *assurance*.

### Implikasi penelitian

Sebagai kontribusi lebih lanjut dalam studi ini baik untuk kepentingan kebijakan Pemerintah dan swasta, para investor serta untuk kepentingan penelitian lebih lanjut dapat dirumuskan saran sebagai berikut:

1. Ukuran perusahaan dan umur perusahaan terbukti layak sebagai indikator variabel laten *assurance* dan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap prakualifikasi penjamin emisi dan *return* awal saham. Namun demikian tingkat signifikansinya pada tingkat kepercayaan 0,95 atau pada derajat kesalahan ( $\alpha$ ) 0,05. Untuk lebih dapat menemukan variabel *assurance* dengan tingkat signifikansi yang lebih baik, maka pada penelitian mendatang seyogyanya dilakukan penelitian dengan lebih mengembangkan model laten variabel dengan mengkombinasikan dengan variabel *assurance* yang lain yaitu *Green shoe*.
2. Umur perusahaan terbukti secara tidak langsung berpengaruh positif signifikan terhadap *return* awal paska penawaran umum perdana. Semakin telah lama perusahaan berdiri semakin memberikan kepercayaan terhadap masyarakat investor. Dengan demikian bagi perusahaan yang masih belum lama umurnya yang akan berupaya go publik seyogyanya bersinergi melalui merger dengan perusahaan yang telah lama berdiri. Sehingga joint performance yang tercipta dapat menambah kepercayaan dari masyarakat investor ketika akan menyelenggarakan penawaran umum perdana.
3. Penelitian telah menemukan bahwa penawaran umum perdana masih merupakan fenomena jangka pendek. *Return* awal yang tinggi yang tercipta dalam jangka pendek semakin lama semakin berkurang. Peran dari otoritas bursa nampaknya perlu ditingkatkan terutama berkaitan dengan peningkatan aspek *good governance* dalam pengembangan bursa efek untuk menuju pasar modal yang efisien.

## REFERENSI

- Aggarwal, R., R. Leal dan L. Hernandez (1993), "The After market Performance of Initial Public Offerings in Latin America," *Financial Management*, Vol. 22; p42 - 53.
- Arrow, Kenneth J (1985) , " Then Economic of Agency," in Principle and Agents, J.W Boston: *Harvard Business School Press*.74-79.
- Balvers, McDonald, and Miller (1988), "Underpricing of New Issues and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation," *The Accounting Review*, Oct. 1988; p 605 - 622
- Barry, C.B. dan Jennings R.H (1993), "The Opening Price Performance of Initial Public Offering of Common Stock," *Financial Management*, Florida, Spring.
- Bayless, M.E. dan J.D. Diltz (1994), "Securities Offering and Capital Structure Theory," *Journal of Business Finance Accounting*; p 1-2.
- Beatty, R and J. Ritter (1986), "Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 15 No. ¼ 1986; p213 - 232.
- Carpenter, C., and R. Stawser, (1971), Displacement of Auditors When Clients Go Public, *The Journal of Accountancy* 131, (June): 55 - 58.
- Carter and Manaster (1990), Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, *The Journal of Finance*, Vol XLV, No. 4, (September): 1045 - 1067.
- Cheung and Krinsky (1994), "Information Asymmetry and the Underpricing of Initial Public Offerings: Further Empirical Evidence," *Journal of Business Finance and Accounting*, July 1994; p 739 - 746.
- Cheu and Desai (1995), " Channel Coordination mechanism for customer satisfaction ," *Journal of Marketing science* ; 343-59.
- Christy, Hasan, dan Smith (1996), A Note on Underwriter Competition and Initial Public Offerings, *Journal of Business Finance and Accounting*, 23 (5) & (6), July.
- Dejong, Douglas V, Robert Forsythe, and Russel J Lundholm (1985), "Ripoffs, Lemons and Reputation Formation Agency Relationship: A Laboratory Market Study," *The Journal of Finance* ; 809-23.
- Debi prasad Mishra, Jan B Heide and Stanton G Cort (1998), " Information Asymmetri and levels of agency relationship," *Journal of marketing research* ;277-84.
- Eisenhardt. (1985). " Control:Organizational and Economic Approach," *Management science*, 31 (February), 134-149.
- Fama, Eugene F (1991), *Efficient Capital Market*: ii, *Journal of Finance* Vol. XLVI; p30.
- Firth and Smith (1992) , " The Accuracy of Profit Forecast initial Public Offerings Prospectus." *Accounting of Business Research*, vol 22 no 87, pp 239-247.
- Ferdinand, Augusty (2000), *Structural Equation Modeling dalam Penelitian Manajemen*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Gerbing, D.W., dan Anderson, J.J.C.(1993), *Testing Structural equation models*. California, London, New Delhi: Sage Publication.
- Gujarati, D.N. (1995), *Basic Econometric*, 3<sup>rd</sup> Edition; McGraw Hill, Inc.
- Husnan, S. (1996) "The First Issues Market: The Case of the Indonesian Bull Market," *Jurnal Ekonomi Indonesia*, Vol.2, No. 1.
- Ihalauw, John J.O.I (1985), *Bangunan Teori*, Universitas Kristen Satya Wacana, Salatiga.
- Jones, Gareth R(1987), "Organization-Client Transaction and Organizational Governance Structure," *Academy of Management Journal* ; 187-218.
- Kevin M Murphy (1998), " Vertical Restraints as Contract Enforcement Mechanisms ," *Journal of Law and Economics* ; 265-97.
- Kim, J.I. Krinsky dan J. Lee (1993), *Motivies for Going Public and Underpricing: New Findings From Korea* , *Journal of Business Finance and Accounting*, 20(2) January 1993, pp. 195 - 211.
- Klein, Menjamin and Keith B. Leffler (1981), "The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance," *Journal of Political Economy* ; 615-41.

- Murphy, (1988), " Vertical Restraint as Contract Enforcement Mechanisms," *Journal of Law and Economics*, 31 (October), 265-297.
- Leland, H. and D. Pyle (1997), Informational Asymmetries, *The Journal of Finance*, Vol XXXII, No. 2, May, pp: 371 - 387.
- Logou, D (1973), " On the pricing of unseasoned equity issues: 1965- 1969 ," *Journal of financial and quantitativ analysis* ; 256-89.
- Luthan, F (1995), " Organizational behavior," seventh edition, Mc Graw Hill Book ; p 31-48
- Mayers, S, and N Majluf (1984), Corporate Financing and Investment Decision, *Journal of Financial Economic*, 13, 187-221.
- Modigliani and Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment , " *Amer Econ Rev*, Juni 1958, 47, 261-297.
- Morrow, Mc Elroy dan Blum, (1998), " *Industrial Psikology and its Theoretical and social foundation* ; p 31-50.
- Natarysyah, Syahib (2000), " Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental Dari Risiko Sistematik Terhadap Harga Saham," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*; p 21-31.
- Nurhidayati dan Indriantoro (1998), " Analisis Faktor - Faktor yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underpriced Pada Penawaran Perdana di BEJ." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, vol. 13 1998; p 21 - 30.
- Oliver, Christine (1997), " Sustainable Copetitive Advantage: Combining Institutional and Resources-Based Views," *Strategic Management Journal*, Volume 18:9, h.697
- O, Reily and Kaunan, (1986), " *Corporation, Culture and Commitment : Motivation and social control in organisation* ," Mc Millian Publishing.
- Parasuraman, A., vA. & Berry, LL, Zeitzamel, (1988), SERVQUAL: Multiple Item Scale of Measuring Customer Perceptions of Service Quality, *Journal of Retailing*, Vol 64, No 1, pp.12-37
- Paul, Mc Guinness, (1992), " An eximination of the underpricing of initial public offerings in Hongkong ," *Journal of Bussiness & accounting*, Jannuary ; p 5-27.
- Powell, Thomas C, dan Dent-Macalief, Anne (1997), " Information Technology As Competitive Advantage: The Role of Human, Business, and Technology Resources," *Strategic Mangement Journal*, Volume 18:5, h.375
- Ritter, Jay R. (1991), " The Long Run Performance of Initial Public Offerings," *Journal of Finance*, vol. 46; p 3 - 27.
- Rock, K (1986), " Why The Issue are Underpriced," *Journal of Financial Economics*, Januari / Februari ; p 5-36.
- Rubinsteih, M.E (1973), " A Mean - Variance Synthesis of Corporate Financial Theory ' ; *Journal of finance* ; 3-43.
- Sekaran, Uma (1992), *Research Methods For Business: Skill Building Approach*; 2<sup>nd</sup> Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- Sunariyah, (1988), " Tingkat Efisiensi Pasar Modal Indonesia," *Journal Manajsmen, Ekonomi dan Bisnis*, p 23-34.
- Shapiro, Alan C. (1991), " *Modern Corporate Finance*," Macmilan Publishing Company, New York
- Sharpe, William f., Gordon, J. Alexander dan V. Bailey (1995), *Investment*, Prentice Hall, New York.
- Steenkamp, Jan -Benedict E.M. and Donna L Hoffman (1994), " Price and advertising as market signals for service Quality," *Sage Publication* .95-107.
- Suad Husnan (1994), " The First Issues Market: Comparison on the Two Different Peroides in the Indonesian Capital Market," *Pacific Basic Capital Market Finance Conference*, 5 -7 Juli 1994, Jakarta, Indonesia
- Welch, I. (1989), " Seasoned Offerings, Imitation cost, and the underpricing of initial public offerings," *journal of finance* ; 2-28.
- Wolinsky Asher (1983) . " Prices as Signals of Product Quality ." *Review of Economics Study*, 50 (October), 647-648