

PERANAN VARIABEL KEUANGAN DALAM PENENTUAN HARGA PASAR SAHAM PERUSAHAAN SESUDAH PENAWARAN UMUM PERDANA

*Bandi, Y. Aryani, dan Rahmawati *)*

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh variabel keuangan pada harga pasar saham perusahaan sesudah penawaran umum perdana. Variabel keuangan perusahaan yang digunakan adalah EPS (laba per lembar saham), IDX (nilai indeks harga saham pada tanggal penawaran), LSTD (jumlah saham yang ditawarkan), PRCD (jumlah dana yang akan diterima emiten, UW (kualitas *underwriter*), LVRG (*financial leverage*), dan ROA (*rate of return on assets*)-nya.

Sejalan dengan masalah dan tujuan penelitian maka penelitian ini dilaksanakan dengan menggunakan metode kuantitatif. Berdasarkan hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa EPS, IDX, LSTD berpengaruh pada penentuan harga saham. Hasil ini konsisten dengan Kim et al., (1995). Selain itu, variabel PRCD juga berpengaruh pada penentuan harga saham perusahaan yang melakukan IPO.

Kata kunci: *laba per lembar saham, indeks, harga saham, lembar saham, penawaran, perusahaan penjamin, leverage, ROA.*

Ketersediaan data: *sebagian besar data dapat diakses di BEJ, data olahan ada pada penulis.*

PENDAHULUAN

Dengan menerbitkan saham di pasar modal berarti bahwa perusahaan bukan hanya dimiliki oleh *founder*, tetapi juga dimiliki oleh masyarakat. Hal ini memungkinkan *founder* memperoleh *fair price* atas saham yang ditawarkan oleh perusahaan. *Fair price* terjadi karena dalam proses penawaran saham di pasar modal, akan melibatkan banyak pelaku pasar modal yang akan membuat informasi lebih transparan, dan banyak pemodal yang dengan kegiatan persaingan mereka akan membuat harga menjadi wajar (Husnan, 1996: 63). Penetapan harga yang wajar di pasar modal ini akan tergantung pada konsep efisiensi pasar modal. Pasar modal adalah efisien bila harga pasar sepenuhnya merefleksikan informasi yang tersedia, baik informasi harga di masa lalu, informasi publik (termasuk di sini adalah informasi penerbitan saham baru) maupun informasi yang diperoleh dari analisis fundamental tentang perusahaan dan perekonomian (Jones, 1996: 22).

Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa saham pada saat penawaran perdana ditawarkan pada harga di bawah harga pasar saham (*underpriced*) di pasar sekunder, atau terdapat *abnormal return* positif yang direalisasikan dalam beberapa minggu sesudah tanggal penawaran. Masalah *underpriced*, besarnya

*) Bandi, Y. Aryani, dan Rahmawati adalah Dosen Tetap Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Sebelas Maret.

underprice dan penyebabnya merupakan masalah yang membingungkan (*puzzle*) bagi para peneliti (lihat Grinblatt dan Hwang, 1989: 393; Loughran dan Ritter, 1995: 23 – 51; Husnan, 1996: 64).

Harga saham pada penawaran perdana yang relatif rendah, disebabkan adanya asimetri informasi di pasar perdana. Harga saham di pasar perdana ditentukan berdasarkan kesepakatan antara perusahaan emiten dan *underwriter*. *Underwriter* dalam hal ini memiliki informasi yang lebih baik mengenai permintaan terhadap saham-saham emiten, dibandingkan dengan emiten, oleh karena itu, *underwriter* akan memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk memperoleh kesepakatan yang optimal dengan emiten, yaitu dengan memperkecil risiko keharusan membeli saham yang tidak laku terjual dengan harga yang murah. Dengan demikian emiten harus menerima harga yang murah bagi penawaran saham-sahamnya (Mauer dan Senbet, 1992: 56).

Asimetri informasi juga terdapat pada kelompok *informed investor* dan *uninformed investor*, dengan *informed investor* mengetahui lebih banyak informasi mengenai prospek perusahaan emiten daripada *uninformed investor*, sehingga *informed investor* berpartisipasi hanya pada saham-saham yang *underpriced*. Kelompok *uninformed investor* menerima alokasi yang tidak proporsional. Oleh karena itu agar kelompok *uninformed investor* berpartisipasi dalam penawaran perdana dan untuk menjamin adanya *normal rate of return*, emiten akan menerima *underprice* terhadap saham-sahamnya (Cheung dan Krinsky, 1994: 739). Husnan (1996: 65-66) menyatakan bahwa umumnya perusahaan yang melakukan IPO bermaksud untuk meningkatkan kapasitas produksi. Investasi tersebut hanya akan dilakukan apabila diharapkan akan memberikan *Net Present Value (NPV)* yang positif. NPV positif tersebut merupakan tambahan kemakmuran (*wealth*) pemegang saham. Masalahnya adalah apakah perusahaan (pemegang saham lama) mempunyai dana untuk mengambil suatu investasi yang diharapkan memberikan NPV positif. Apabila pemegang saham lama tidak mempunyai dana, maka mereka bisa memutuskan untuk: (1) tidak mengambil investasi tersebut, yang berarti kehilangan kesempatan untuk menikmati NPV positif, atau (2) menerbitkan saham baru (yang akan diambil oleh pemegang saham baru), dan mengambil investasi tersebut. Apabila pasar

modal efisien dan tidak terjadi *underpricer*, maka pemegang saham baru hanya akan menikmati NPV = 0, dan pemegang saham lama akan menikmati seluruh NPV tersebut. *Underpriced* akan terjadi apabila pemegang saham baru juga ikut menikmati NPV investasi tersebut. Semakin besar bagian NPV yang dinikmati oleh pemegang saham baru, semakin besar *underpricednya*. Dengan demikian, maka pemegang saham lama mungkin bersedia menerima harga yang (agak) terlalu murah, sejauh mereka masih ikut menikmati sebagian NPV tersebut.

Beberapa peneliti mengusulkan berbagai penjelasan potensial untuk menjawab mengapa harga penawaran perdana lebih rendah daripada harga pasar saham sesudah IPO (*after market price*). Beberapa studi menyatakan bahwa *underpriced* merupakan akibat dari ketidakpastian harga di pasar sekunder (Caster dan Manaster, 1990: 1046). Studi akhir-akhir ini menggunakan variabel-variabel *signaling*, yang menyatakan bahwa *underpriced* adalah suatu fenomena ekuilibrium yang memberikan suatu signal bahwa perusahaan menjanjikan keuntungan bagi investor (Kim et al., 1995: 195). Oleh karena itu, perusahaan emiten akan menawarkan saham-sahamnya pada harga yang menarik bagi investor.

Pengembangan model-model *signaling* yang menjelaskan penentuan *after market price* dan *underpriced* dari saham-saham perdana dilakukan oleh beberapa peneliti, antara lain: berdasarkan motivasi *going public*, retensi kepemilikan, kualitas *underwriter*, tujuan penggunaan *proceeds*, waktu penawaran, metode akuntansi, umur perusahaan, kualitas auditor, *Return on Asset* dan *Financial Leverage* (lihat Neill et al., 1995).

Penelitian ini didasarkan pada penelitian Kim et al. (1995), yang mencoba melihat peranan variabel-variabel keuangan dan variabel *signalling* dalam penentuan harga pasar saham pada saat *listing* pertama di pasar sekunder, dengan menggunakan variabel-variabel *signalling*, yaitu kualitas *underwriter*, penerimaan *proceeds* yang ditujukan untuk investor, *return on asset* dan *financial leverage*. Variabel *signalling* berupa retensi kepemilikan dalam penelitian Kim et al., tidak dimasukkan dalam model mengingat peraturan pasar modal di Indonesia tidak mengatur persentase saham yang boleh dimiliki masyarakat. Variabel-variabel *signalling* yang ditambahkan dalam

penelitian ini, diambil dari hasil penelitian Kim et al., (1993) yaitu *return on asset* dan *financial leverage*, mengingat kedua rasio ini sangat penting untuk menilai efektifitas dan keadaan keuangan perusahaan Dalam penelitian ini juga akan mempertimbangkan *size effect*, *industry effect*, dan lamanya perusahaan berdiri.

Atas dasar pertimbangan-pertimbangan di atas, penelitian ini dimaksudkan untuk menguji peranan variabel-variabel keuangan dan variabel-variabel *signalling* dalam penentuan harga pasar saham perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta, mengingat fenomena *underprice* juga terjadi di Indonesia (Husnan, 1996).

Tujuan penelitian ini adalah (1) memberikan bukti empiris apakah variabel-variabel keuangan yang diungkapkan dalam prospektus, yaitu laba per lembar saham, ukuran penawaran, tipe-tipe penawaran dan indeks harga saham pada tiap tipe industri, mempunyai pengaruh yang signifikan dalam penentuan harga pasar saham perusahaan yang melakukan IPO; (2) memberikan bukti empiris apakah variabel-variabel *signalling*, yaitu kualitas *underwriter*, *proceeds* yang ditujukan untuk investasi, *financial leverage*, dan *rate of return on asset*, mempunyai pengaruh yang

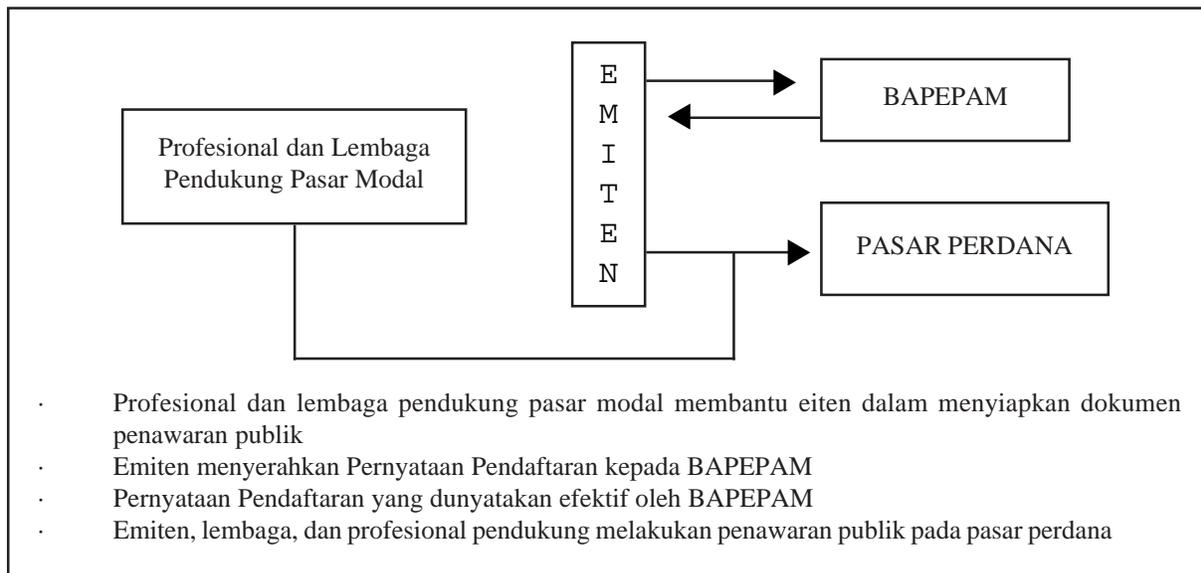
signifikan dalam penentuan harga pasar saham perusahaan yang melakukan IPO.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Penawaran Umum Perdana (IPO)

Go public merupakan salah satu usaha yang dilakukan oleh perusahaan untuk memperoleh modal. Sebelum *go public*, perusahaan lebih dahulu melalui tahap penawaran umum perdana (IPO) yang merupakan proses penjualan sekuritas kepada masyarakat dengan perantara perusahaan penjamin emisi (*Underwriter Company*). Penawaran umum perdana di Indonesia, pada dasarnya melalui prosedur seperti gambar 1.

Ada berbagai alasan perusahaan menjual saham melalui pasar modal (lihat Sjahrir, 1995: 22). Weston dan Brigham (1993: 715-716), Brigham dan Gapenski (1993: 505-506), dan Brigham (1995: 512-513) dalam Kim et al. (1995) mengemukakan beberapa keuntungan yang dapat diperoleh perusahaan yang melakukan IPO (*go public*) selain mendapatkan dana secara cepat, keuntungan tersebut antara lain adalah sebagai berikut.



Gambar 1.

Prosedur IPO

Sumber: Jakarta Stock Exchange, Fact Book, 1996.

- Membuka jalan bagi pemegang saham untuk melakukan deversifikasi. Perusahaan yang *go public* dapat melakukan deversifikasi kepemilikan saham sehingga dapat mengurangi risiko yang ditanggung pendiri perusahaan.
- Meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham.
- Kemudahan meningkatkan modal di masa mendatang.
- Nilai pasar perusahaan diketahui.

Peranan Informasi Prospektus

Prospektus perusahaan memuat informasi yang bermanfaat bagi pihak yang berkepentingan dengan perusahaan (lihat Husnan, 1993: 20). Dengan adanya ikhtisar data keuangan penting dan laporan keuangan yang disajikan, calon investor dapat memperkirakan seberapa besar mereka mengharapkan keuntungan dari perusahaan tersebut. Setidak-tidaknya calon investor dapat mengukur apakah harga penawaran pada pasar perdana dapat diterima atau terlalu tinggi (Usman, et al., 1990: 180).

Perilaku Harga-harga Saham IPO

Secara teoritis, harga saham merupakan nilai sekarang dari arus kas yang akan diterima oleh pemilik saham di kemudian hari (Hanafi dan Husnan, 1991: 12). Oleh karena itu, untuk menaksir harga saham yang wajar hanya dapat dilakukan dengan tepat bila arus kas yang akan diterima tersebut dapat diestimasi secara tepat pula.

Penawaran saham pertama kali di pasar modal (IPO) merupakan suatu masalah yang menarik bagi para peneliti, dikarenakan harga saham pada waktu IPO dinilai terlalu rendah (*underpriced*). Pengamatan perilaku harga pasar perdana yang dilakukan Hanafi dan Husnan (1991: 12-15) selama tahun 1990 menunjukkan fenomena *underpriced*.

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

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

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

Harga saham di pasar sekunder akan ditentukan oleh penawaran dan permintaan. Oleh karena itu, harga saham tersebut dipengaruhi oleh berbagai faktor, antara lain: laba per lembar saham, jumlah saham yang terdaftar, kualitas perusahaan penjamin, indeks pada saat IPO, jumlah dana yang diterima perusahaan, jumlah utang dan modal perusahaan yang diukur dengan rasio (*leverage*), dan jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan yang dihubungkan dengan laba periode sebelum IPO (*rate of return on asset*).

Dengan demikian dapat diduga bahwa harga saham dipengaruhi oleh EPS, Indeks, jumlah lembar saham, kualitas *underwriter*, *leverage*, dan ROA.

HIPOTESIS

Tinjauan Penelitian Terdahulu

Penelitian Kim et al. (1995: 449-464) menjadi acuan konsep yang mendasar dalam penelitian ini. Penelitian tersebut bertujuan menyelidiki peranan variabel-variabel keuangan yang diungkapkan dalam prospektus dalam menentukan harga pasar saham dari perusahaan-perusahaan Korea yang melakukan IPO. Variabel-variabel keuangan tersebut adalah laba per saham, ukuran penawaran yang dicerminkan melalui hasil yang diterima dari pengeluaran saham (*proceeds*), dan variabel *dummy* yang menunjukkan tipe-tipe penawaran saham. Peneliti memasukkan variabel indeks harga saham masing-masing harga saham untuk setiap tipe industri pada tanggal penawaran, dalam memprediksi penentuan harga pasar saham perusahaan sesudah IPO untuk mengantisipasi dimasukkannya *industry effect* dalam penelitian ini.

Untuk lebih meningkatkan kekuatan penjelas dan kemampuan prediktif model, Kim et al. (1995) memasukkan variabel-variabel *signalling* yang diduga mempengaruhi penentuan harga pasar saham perusahaan sesudah IPO. Variabel-variabel *signalling* tersebut adalah retensi kepemilikan, kualitas *underwriter* dan *proceeds* yang ditujukan untuk investasi. Peneliti juga menguji kekuatan model dengan melakukan pengujian *out of sample*, dengan membandingkan harga prediktif dengan harga pasar saham aktual. Kesimpulan atas penelitian yang diperoleh bahwa variabel-variabel keuangan yang diungkapkan dalam prospektus mempunyai peranan yang signifikan dalam menjelaskan dan memprediksi *after market price*, tetapi model gagal mendeteksi hubungan antara harga pasar dan variabel-variabel *signalling*.

Kim et al., (1993) melakukan penelitian yang dilatarbelakangi oleh alasan mendasar mengapa suatu perusahaan memasuki pasar IPO. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat *underpriced* secara signifikan lebih tinggi ketika perusahaan memandang penjualan saham baru sebagai usaha terakhir untuk membiayai investasinya daripada ketika *founder* perusahaan ingin mendiversifikasikan portfolio mereka. Pengujian empiris terhadap hubungan antara

initial abnormal return pada *unseasoned share* dan berbagai *proxy* ketidakpastian menunjukkan bahwa variabel-variabel *signalling*, baik secara individual atau bersama-sama, mempunyai pengaruh yang signifikan pada tingkat *underpriced* tanpa motivasi *going public*. Ditemukan juga bahwa *initial return* berhubungan secara positif dengan retensi kepemilikan secara negatif dengan *proceeds* yang ditunjukkan untuk investasi hanya ketika menjual saham lama.

Penelitian oleh Keasey dan Mc Guinness (1992) mencoba memperluas literatur penggunaan variabel *signalling* di UK dan memperhatikan kompleksitas proses pengeluaran saham. Variabel *signalling* yang diduga mempengaruhi nilai kapitalisasi pasar merupakan variabel penjelas, yaitu persentase kepemilikan saham sesudah masa penawaran, *proceeds*, *excess market return* antara harga saham awal dengan harga saham pada penutupan hari kelima, variabel *dummy* yang menunjukkan kualitas pelaporan akuntansi, variabel *dummy* yang menunjukkan kualitas sponsor, variabel *dummy* yang menunjukkan kualitas broker, variabel *dummy* yang menunjukkan penggunaan *merchant banking*, variabel *dummy* yang menunjukkan apakah ramalan laba diungkapkan dalam prospektus. Variabel-variabel kontrol dalam penelitian tersebut adalah variabel *dummy* yang menunjukkan klasifikasi industri, aktiva bersih perusahaan, laba akuntansi tahun sebelum penawaran dan perubahan indeks pasar mencakup periode 2 bulan sebelum *listing*. Hasil penelitian adalah ada hubungan positif yang signifikan antara kapitalisasi pasar dan persentase kepemilikan, *proceeds*, tingkat *underpriced*, kualitas pelaporan akuntansi.

Mauer dan Senbet (1992: 55 - 79) melakukan penelitian yang memberikan investigasi teoritis dan empiris mengenai peranan pasar sekunder dalam penentuan harga pasar saham perusahaan yang melakukan IPO. Hasil penelitian dari uji regresi menunjukkan hasil sesuai dengan prediksi bahwa *underpriced* akan semakin kecil ketika semakin besar investor dapat mengakses IPO di masa penawaran saham, dan *underpriced* semakin besar ketika IPO dicakup oleh aset pasar sekunder. Analisis penelitian tersebut menunjukkan bahwa pengaruh segmentasi pasar (pasar primer dan sekunder) juga berperan dalam penentuan harga pasar saham baru.

Berdasarkan penelitian terdahulu yang diungkapkan di atas, maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut.

- H1a : laba per lembar saham berpengaruh secara signifikan pada penentuan harga pasar saham perusahaan yang melakukan IPO.
- H1b : Ukuran penawaran berpengaruh secara signifikan pada penentuan harga pasar saham perusahaan yang melakukan IPO.
- H1c : Tipe-tipe penawaran saham berpengaruh secara signifikan pada penentuan harga pasar saham perusahaan yang melakukan IPO.
- H1d : Indeks saham perusahaan pada setiap tipe industri berpengaruh secara signifikan pada penentuan harga pasar saham perusahaan yang melakukan IPO.
- H2a : Kualitas *underwriter* mempunyai pengaruh yang signifikan dalam penentuan harga pasar saham perusahaan yang melakukan IPO.
- H2b : *Proceeds* yang ditujukan untuk investasi mempunyai pengaruh yang signifikan dalam penentuan harga pasar saham perusahaan yang melakukan IPO.
- H2c : *Financial leverage* mempunyai pengaruh yang signifikan dalam penentuan harga pasar saham perusahaan yang melakukan IPO.
- H2d : *Rate of return on asset* mempunyai pengaruh yang signifikan dalam penentuan harga pasar saham perusahaan yang melakukan IPO.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Pengambilan sampel dilakukan dengan cara *purposive sampling*. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi perusahaan yang melakukan penawaran perdana pada tahun 1994 sampai dengan 1996.

Pada tahap pertama *sampling* dilakukan diperoleh hasil 83 perusahaan, ada beberapa sampel yang didrop karena beberapa data yang diperlukan termasuk *outlier*. Pada akhirnya penelitian ini menggunakan 68 perusahaan untuk menjawab permasalahan penelitian ini.

Data dan Variabel

Data diambil dari sumber data sekunder yaitu dari BEJ dan Bapepam. Sampel secara random dikelompokkan ke dalam kelompok sampel estimasi dan kelompok sampel *hold-out*. Berdasarkan sampel penelitian tersebut diambil dan diamati data yang meliputi: harga pasar saham pada penutupan perdagangan saham hari ketujuh, laba per lembar saham, angka indeks harga saham perusahaan pada tanggal penawaran, jumlah lembar saham yang didaftarkan, jumlah penerimaan pada penawaran perdana, kualitas *underwriter*, *leverage*, dan *return on assets*.

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan beberapa variabel berikut ini.

1. Variabel dependen adalah harga saham sesudah IPO (*after-market price*). Harga diambil dari harga saham penutupan perusahaan pada hari ketujuh.
2. Variabel independen meliputi variabel berikut ini.
 - a. Laba per saham, adalah rasio antara laba bersih dengan jumlah saham biasa yang beredar. Penelitian ini menggunakan data akhir tahun sebelum periode IPO
 - b. Indeks harga saham perusahaan, merupakan nilai indeks saham perusahaan, yaitu indeks pada tanggal IPO.
 - c. Jumlah lembar saham terdaftar, adalah jumlah lembar saham yang terdaftar pada tanggal IPO.
 - d. Tipe-tipe penawaran saham, merupakan pengelompokan saham yang ditawarkan oleh emiten, yang dapat berupa saham baru, yang belum pernah beredar sebelumnya (*unseasoned share*) atau saham lama yang sudah beredar sebelumnya (*seasoned share*). Variabel ini didrop dari analisis data, oleh karena data untuk semua perusahaan adalah sama atau satu tipe.
 - e. Kualitas *underwriter*, merupakan pengelompokan *underwriter* berdasarkan kinerjanya, yang pengukuran kinerja *underwriter*-nya dilakukan dengan mengukur nilai emisi saham yang dijamin oleh *underwriter*

yang bersangkutan. Kualitas ini dihitung dari nilai saham yang dijamin sejak tahun 1977 sampai dengan 1996.

- f. *Proceeds* yang ditujukan untuk investasi, merupakan hasil yang diterima dari pengeluaran saham, merupakan hasil kali antara jumlah lembar saham yang dikeluarkan dengan harga perdana. Nilai ini untuk mengukur ketidakpastian di masa yang akan datang yang berhubungan dengan pengeluaran saham baru. Semakin kecil nilainya semakin besar ketidakpastian perusahaan tersebut (Kiyamaz 2000).
- g. *Financial leverage* merupakan rasio antara total hutang dengan total modal saham.
- h. *Rate of return on asset* merupakan rasio yang dihitung dengan membagi laba bersih dengan total assets.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Data dan Pengujian Hipotesis

Teknik analisis statistik yang digunakan dalam analisis data adalah model regresi. Model regresi dalam penelitian ini ada 2 yaitu:

1. **Model benchmark**

$$P = a_0 + a_1EPS + a_2IDX + a_3LSTD + \hat{I}$$

Notasi: a_0 = konstanta, a_{1-4} = koefisien regresi, EPS = laba per lembar saham, IDX = nilai indeks harga saham perusahaan pada tanggal penawaran, LSTD = jumlah lembar saham yang didaftarkan pada saat IPO, dan \hat{I} = kesalahan random.

2. **Model augmented dengan variabel – variabel signalling**

$$P = b_0 + b_1EPS + b_2IDX + b_3LST + b_4UW + b_5PROCEED + b_6LVRG + b_7ROA + \hat{I}$$

Notasi: b_0 = konstanta, a_{1-8} = koefisien regresi, UW = variabel *dummy* yang menunjukkan kualitas *underwriter*, PROCEED = *proceed* yang ditujukan untuk investasi, LVRG = *financial leverage*, dan ROA = *rate of return on assets*.

Sebelum melakukan analisis regresi, data diuji normalitas dan asumsi klasiknya, sehingga dapat digunakan untuk dianalisis dengan model regresi. Uji asumsi klasik meliputi: uji autokorelasi, uji multikolinearitas, dan uji heteroskedastisitas. Hasil uji normalitas dengan melihat angka Jarque Bera dimana diperoleh hasil bahwa semua variabel angka Jarque Bera dibawah angka Jarque Bera tabel. Tabel 1 menunjukkan hasil uji normalitas untuk 7 variabel.

Tabel 1
Hasil Uji Normalitas

No	Variabel	Hasil uji
1	Harga saham	Normal
2	Laba per Lembar Saham	Normal
3	Indeks harga saham	Normal
4	Jumlah lembar saham yang ditawarkan	Normal
5	Hasil penerimaan dari IPO	Normal
6	<i>Leverage</i>	Normal
7	<i>Return on Asset</i>	Normal

Tabel 2
Hasil Uji Auto Korelasi

Analisis	Variabel		Durbin Watson	Hasil Uji
	Dependen	Independen		
Regresi 1	<i>Price</i>	EPS, LSTD, IDX	1.688	Tidak ada autokorelasi
Regresi 2	<i>Price</i>	EPS, LSTD, IDX, UW, PRCD, LVRG, ROA	1.622	Tidak ada autokorelasi

LVRG = rasio utang dengan modal saham
 ROA = rasio laba bersih dengan total aset
 1. $P = a_0 + a_1 \text{EPS} + a_2 \text{IDX} + a_3 \text{LSTD} + \hat{I}$
 2. $P = b_0 + b_1 \text{EPS} + b_2 \text{IDX} + b_3 \text{LSTD} + b_4 \text{UW} + b_5 \text{PRCD} + b_6 \text{LVRG} + b_7 \text{ROA} + \hat{I}$

Catatan: EPS = harga per lembar saham
 LSTD = jumlah saham yang ditawarkan
 UW = kualitas *underwriter*
 PRCD = jumlah dana yang dapat digunakan untuk investasi

Tabel 3
Hasil Uji Multikolinearitas

Analisis	Variabel		VIF	Hasil uji
	Dependen	Independen		
Regresi 1	<i>PRICE</i>	EPS	1.027	Tidak multikolinearitas
		IDX	1.012	Tidak multikolinearitas
		LSTD	1.034	Tidak multikolinearitas
Regresi 2	<i>PRICE</i>	EPS	1.349	Tidak multikolinearitas
		IDX	1.039	Tidak multikolinearitas
		LSTD	1.502	Tidak multikolinearitas
		UW	1.075	Tidak multikolinearitas
		PRCD	1.644	Tidak multikolinearitas
		LVRG	1.037	Tidak multikolinearitas
		ROA	1.474	Tidak multikolinearitas

Tabel 4
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Model	F hitung	F tabel	Hasil analisis
Regresi 1	11.97	79.08	Tidak heteroskedastisitas
Regresi 2	33.39	79.08	Tidak heteroskedastisitas

Tabel 1, 2, 3, dan 4 menunjukkan bahwa data yang dianalisis dengan model regresi 1 dan 2 memenuhi asumsi klasik untuk regresi. Dengan demikian analisis regresi dapat dilakukan.

Hasil uji heteroskedastisitas dapat dilihat dari nilai F hitung yang lebih kecil daripada F tabel. Analisis Regresi penelitian menggunakan dua model.

a. Model benchmark

$$P = a_0 + a_1 \text{EPS} + a_2 \text{IDX} + a_3 \text{LSTD} + \hat{I}$$

Notasi: a_0 = konstanta, a_{1-4} = koefisien regresi,
 EPS = laba per lembar saham, IDX = nilai

indeks harga saham perusahaan pada tanggal penawaran, LSTD = jumlah lembar saham yang didaftarkan pada saat IPO, dan \hat{I} = kesalahan random. Hasil analisis regresi dapat dilihat pada tabel 5.

Tabel 5
Hasil Analisis Regresi 1

Variabel	Koefisien	Nilai t	Nilai F	Signifikansi
Regresi*			4.542	0.006
Konstanta	273.376	3.537		0.001
EPS	3.291	2.310		0.024
IDX	5.443	0.959		0.341
LSTD_S	-8.585	-2.361		0.021

* Variabel dependen PRICE

Tabel 5 menunjukkan bahwa model regresi signifikan pada alfa 5%. Variabel laba per lembar saham (EPS) dan jumlah saham yang ditawarkan (LSTD_S) berpengaruh pada harga, sedangkan indeks harga saham perusahaan (IDX) tidak berpengaruh pada harga. Hasil ini tidak konsisten dengan Kim et al., (1995) yang menemukan bahwa variabel-variabel keuangan yang diungkapkan dalam prospektus mempunyai peranan yang signifikan dalam menjelaskan dan memprediksi *after market price*.

b. Model augmented dengan variabel – variabel signalling

$$P = b_0 + b_1 \text{EPS} + b_2 \text{IDX} + b_3 \text{LST} + b_4 \text{UW} + b_5 \text{PROCEED} + b_6 \text{LVRG} + b_7 \text{ROA} + \hat{I}$$

Notasi: b_0 = konstanta, a_{1-8} = koefisien regresi,
 UW = variabel *dummy* yang menunjukkan kualitas *underwriter*, PROCEED = *proceed* yang ditujukan untuk investasi, LVRG = *financial leverage*, dan ROA = *rate of return on assets*.

Hasil analisis regresi dapat dilihat pada tabel 6.

Tabel 6
Hasil Analisis Regresi 2

Variabel	Koefisien	Nilai t	Nilai F	Signifikansi
Regresi*			8.256	0.000
Konstanta	429.416	2.524		0.014
EPS	1.764	1.331		0.188
IDX	7.920	1.696		0.095
LSTD_S	-20.281	-5.698		0.000
UW	-171.606	-0.483		0.631
PRCD	16.590	5.832		0.000
LVRG	19.091	0.513		0.610
ROA	-14.086	-0.325		0.747

* Variabel dependen PRICE

Variabel laba per lembar saham (EPS), indeks harga saham (IDX), kualitas perusahaan penjamin (UW), rasio utang dengan total aset (LVRG), dan rasio laba dengan total aset (ROA) tidak berpengaruh pada harga, sedangkan jumlah lembar saham yang didaftarkan (LSTD) dan jumlah dana yang akan diperoleh (PRCD) berpengaruh pada harga. Hasil ini tidak konsisten dengan Kim et al., (1995) yang menemukan bahwa tidak ada hubungan antara harga pasar dan variabel-variabel *signalling*. Untuk kasus di Indonesia ternyata jumlah lembar saham yang didaftarkan dan jumlah dana yang akan diperoleh menentukan harga suatu saham karena merupakan suatu hal yang penting bagi investor.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Tujuan utama studi ini adalah untuk mencari bukti empiris tentang pengaruh EPS, IDX, LSTD pada penentuan harga saham. Selain itu penelitian ini juga melihat pengaruh variabel *signalling*, yakni UW, PRCD, LVRG, dan ROA pada harga saham. Berdasarkan analisis data sampel perusahaan dalam penelitian ini dapat disimpulkan seperti berikut ini.

1. Variabel laba per lembar saham (EPS), jumlah lembar saham yang didaftarkan (LSTD) berpengaruh pada penentuan harga saham. Hasil ini konsisten dengan Kim et al., (1995) yang juga menemukan bahwa variabel-variabel keuangan yang diungkapkan

dalam prospektus mempunyai peranan yang signifikan dalam menjelaskan dan memprediksi *after market price*. Sedangkan untuk indeks harga saham tidak berpengaruh pada penentuan harga saham karena hanya untuk mengantisipasi dimasukkannya pengaruh industri dalam penelitian ini.

2. Jumlah lembar saham yang didaftarkan (LSTD) dan jumlah dana yang akan diperoleh (PRCD) ternyata berpengaruh pada harga. Hasil ini tidak konsisten dengan Kim et al., (1995) yang menemukan bahwa tidak ada hubungan antara harga pasar dan variabel-variabel *signalling*.

Saran

Penelitian ini mengandung beberapa kelemahan, antara lain seperti berikut ini.

1. Tidak membedakan jenis industri perusahaan sampel.
2. Kualitas *underwriter* ditentukan dengan jumlah atau nilai saham yang dijamin, berdasarkan populasi penelitian ini, perbedaan penilaian kualitas dengan penelitian ini mungkin akan menghasilkan kesimpulan yang berbeda dengan penelitian ini.
3. Tipe penawaran saham untuk semua perusahaan sampel adalah sama, barang kali variabel ini dapat ditemukan nilai pengganti, sehingga akan mengubah hasil analisis. Oleh karena itu, penelitian berikutnya disarankan mempertimbangkan kelemahan penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

Bayless, Mark E. dan J. Davis Diltz. 1994, January. "Securitaies Offerings and Capital Structure Theory". *Journal of Business Finance & Accounting*, p. 77-99.

Buckland, R. dan E.W. Davis. 1990. "The Pricing of New Issues on the Unlisted Securities Market: The Influence of Firm Size in the Context of the Information Content of New Issues Prospectuses". *British Accounting Review*, 22, p. 207-222.

Caster, Richard dan Steven Manaster. 1990, September. "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation". *The Journal of Finance*, p. 1045 - 1067.

Cheung, C. Sherman dan Itzhak Krinsky. 1994, July. "Inforation Asymmetry and the Underpricing of Initial Public Offerings : Further Epirical Evidence". *Journal of Business Finance & Accounting*, p. 739 - 747.

Firth, Michael dan Andrew Smith. 1992, Summer. "The Accuracy of Profit Forecast in Initial Public Offering Prospectuses," *Accounting Business Research*, p. 239-247.

Grinblatt, Mark dan Chuan Yang Huang. June, 1989. "Signalling and the Pricing of New Issues," *The Journal of Finance*, , p. 393-420.

Hanafi, Mamduh dan Suad Husnan. November 1991. "Perilaku Harga Saham di Pasar Perdana" *Usahawan*, , hal. 12 - 15.

Husnan, Suad dan Eni Pudjiastuti. 1993. *Dasar-Dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPPAMP YKPN.

_____. 1996, Mei. "Penjualan Saham BUN: Apakah terjadi Distribusi Keakmuran?", *Kelola*, No. 13, p. 62 - 74.

Jones, Charles P. 1996. *Investment : Analysis and management*. New York: John Wiley & Sons Inc.

Keasey, Kevin dan Paul McGuinness. 1992, Spring. "An Empirical Investigation of the Role of Signalling in Valuation of Unseasoned Equity Issues". *Accounting and Business Research*, p. 133 - 141.

Kim, Jeong-Bon; Itzhak Krinsky; dan Jason Lee. 1993, January. "Motives for Going Public and Underpricing: New Findings for Korea". *Journal of Business Finance & Accounting*, p. 195-211.

_____. 1995, December. "The Role of Financial Variables in the Pricing of Korean Initial Public Offerings". *Pasific-Basin Finance Journal*, p. 449 - 464.

Kiymaz, Halil. 2000. "The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange". *Journal of Multinational Financial Management*, p. 213-227.

Loughran, Tim dan Jay R. Ritter. 1995, March. "The New Issues Puzzle". *The Journal of Finance*, p. 23-51.

Mauer, David C., dan Lemma W. Senbet. 1992, March. "The Effect of Secondary arket

on the Pricing of Initial public Offerings: Theory and Evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, p. 55–79.

McGuinness, Paul. 1992, January. "An Examination of Underpricing of Initial Public Offerings in Hongkong". *Journal of Business Finance & Accounting*, p. 165–186.

Neill, John D., Susan G. Pourciau dan Thomas F. Schaefer. 1995, September. "Accounting Methode Choice and IPO Valuation". *Accounting Horizons*, p. 68–80.

Norusis, Marija J. 1993. "SPSS for Windows Base System User's Guide Release 6.0". Chicago: Marketing Department SPSS Inc.

Putrawan, I Made. 1990. "Pengujian Hipotesis Dalam Penelitian Sosial". Penerbit Rineka Cipta.

Sekaran, Uma. 1992. *Research Methods for Business : Skill Bulding Approach*. New York : John Wiley & Sons Inc.,

Sjahrir. 1995. *Analisis Bursa Efek*. Jakarta :PT Gramedia Utama.

Usman, Marzuki; Djoko Koesnadi; Arys Ilyas;