

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum/Subyek Penelitian

Penelitian ini menggunakan obyek perusahaan yang melakukan IPO periode tahun 2006 sampai tahun 2016. Pada periode tersebut terdapat sampel sebanyak 222 perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia, yang disajikan pada tabel berikut:

**Tabel 4.1
Prosedur Pemilihan Sampel**

Uraian	Jumlah
Perusahaan yang melakukan IPO tahun 2006 sampai tahun 2016	222 perusahaan
Perusahaan keuangan atau sejenisnya	39 perusahaan
Perusahaan yang sudah tidak listing di Bursa Efek Indonesia	20 perusahaan
Perusahaan yang tidak memiliki data lengkap	28 Perusahaan
Jumlah sampel yang memenuhi kriteria penelitian	135 perusahaan

Daftar sampel perusahaan yang memenuhi kriteria sampel dalam penelitian disajikan pada lampiran I.

B. Uji Kualitas Instrumen dan Data

Pengujian kenormalan data menggunakan *one sample kolmogorov-smirnov test*, alat bantu SPSS versi 16 yang digunakan untuk pengujian ini. *Asymp Sig. (2 tailed)* menunjukkan nilai probabilitas yang diuji dua arah. Data distribusi normal memiliki nilai di atas 0,05, dan sebaliknya nilai probabilitas dibawah 0,05 menunjukkan bahwa data tersebut tidak normal atau bebas distribusi.

Tabel 4.2
Ringkasan Uji Normalitas Data dengan *Kolmogorov-Smirnov Test*

Variabel	<i>Asymp. Sig</i> (p-value)	Kesimpulan
<i>Abnormal Return</i> 3 bulan setelah IPO	.444	Data distribusi normal
<i>Abnormal Return</i> 12 bulan setelah IPO	.416	Data distribusi normal

Sumber: Hasil SPSS 16.0 data diolah 2018, Lampiran IV.

Berdasarkan tabel 4.2, dapat diketahui nilai probabilitas *Asymp. Sig* (2 tailed) *abnormal return* 3 bulan setelah listing sebesar 0,444, *abnormal return* 12 bulan setelah listing sebesar 0,416. Dimana hasil tersebut masing-masing lebih besar dari 0,05. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa *abnormal return* selama 2 periode pengamatan dengan jumlah sampel sebanyak 135 perusahaan memiliki data yang berdistribusi normal sehingga pada pengujian selanjutnya akan menggunakan pengujian parametrik.

C. Hasil Penelitian (Uji Hipotesis)

1. Analisis Data

Pada penelitian ini menggunakan menguji dengan menggunakan statistic parametric, dimana nilai *market adjusted abnormal return* dan *wealth relative* sebagai proksi kinerja saham. Langkah-langkah untuk perhitungan *market adjusted abnormal return* sebagai berikut:

- i. Menghitung *return* total saham setiap periode

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,0}} - 1$$

Dimana: $R_{i,t}$: *Return* saham

$R_{i,t}$: Harga saham pada waktu t

$R_{i,0}$: Harga saham pada saat IPO

Sebagai contoh perhitungan total *return* saham perusahaan Malindo Feedmil Tbk (MAIN) yang melakukan IPO pada 10 februari 2006, periode satu bulan setelah IPO. Diketahui harga saham IPO sebesar 880 dan harga saham pada periode tiga bulan setelah IPO sebesar 176, maka:

$$R_{i,t} = \frac{176}{880} - 1$$

$$R_{i,t} = -0,80$$

Hasil perhitungan tersebut menunjukkan nilai $R_{i,t}$ atau total *retrun* saham sebesar -0,80, dimana harga saham MAIN tiga bulan setelah IPO lebih rendah dibandingkan harga saham pada saat penawaran perdana atau IPO. Perhitungan return total saham setiap periode keseluruhan dapat dilihat pada lampiranV.

ii. Menghitung *return* pasar setiap periode

$$R_{m,t} = \frac{P_{m,t}}{P_{m,0}} - 1$$

Dimana: $R_{m,t}$: *Return* pasar

$R_{i,t}$: Nilai indeks pasar pada saat waktu t

$R_{i,0}$: Nilai indeks pasar pada saat IPO

Sebagai contoh perhitungan total *return* pasar perusahaan Malindo Feedmil Tbk (MAIN) yang melakukan IPO pada 10 februari 2006, periode satu bulan setelah IPO. Dimana nilai indeks pasar pada

saat IPO sebesar 1253 dan nilai indeks pasar pada periode 3 bulan setelah IPO sebesar 1330, maka:

$$R_{m,t} = \frac{1330}{1253} - 1$$

$$R_{i,t} = 0,06$$

Hasil perhitungan tersebut menunjukkan nilai $R_{m,t}$ atau total *retrun* pasar sebesar 0,06, dimana Indeks pasar MAIN tiga bulan setelah IPO lebih tinggi dibandingkan indeks pasar pada saat penawaran perdana atau IPO. Perhitungan *return* total saham setiap periode keseluruhan dapat dilihat pada lampiran VII.

iii. *Market Adjusted Abnormal Return* untuk setiap perusahaan yang melakukan IPO pada hari ke t

$$MAAR_{i,t} = \frac{(1 + R_{i,t})}{(1 + R_{m,t})} - 1 \times 100\%$$

Dimana: $MAAR_{i,t}$: *Market Adjusted Abnormal Return*

$R_{i,t}$: Total *return* saham

$R_{m,t}$: Total *return* pasar

Sebagai contoh perhitungan total *abnormal return* perusahaan Malindo Feedmil Tbk (MAIN) yang melakukan IPO pada 10 februari 2006, periode satu bulan setelah IPO. Dimana total return saham pada 3 bulan setelah IPO sebesar $-0,80$ dan total return pasar sebesar 0,06, maka:

$$MAAR_{i,t} = \frac{(1 + (-0,80))}{(1 + (0,06))} - 1 \times 100\%$$

$$MAAR_{i,t} = 0,19$$

Hasil perhitungan tersebut menunjukkan nilai $MAAR_{m,t}$ atau *abnormal return* sebesar 0,19, dimana *retrun* MAIN tiga bulan setelah IPO lebih tinggi 19% dibandingkan *retrun* yang diharapkan dari bulan sebelumnya. Perhitungan *abnormal retrun* setiap periode keseluruhan dapat dilihat pada lampiran IX.

iv. *Wealth Relative* untuk mendukung hasil pengujian *abnormal return* sebagai berikut:

$$WR = \frac{1 + \left(\frac{1}{N}\right) \sum_{i=1}^N R_{i,t}}{1 + \left(\frac{1}{N}\right) \sum_{i=1}^N R_{m,t}}$$

Dimana: WR : *Wealth Relative*

$R_{i,t}$: Total *return* saham

$R_{m,t}$: Total *return* pasar

Sebagai contoh perhitungan total *wealth relative* perusahaan Malindo Feedmil Tbk (MAIN) yang melakukan IPO pada 10 februari 2006, periode satu bulan setelah IPO. Dimana total return saham sebesar 0,7878 dan total return pasar sebesar 1,14, maka:

$$WR = \frac{1 + \left(\frac{1}{135}\right)(0,7878)}{1 + \left(\frac{1}{135}\right)(1,14)}$$

$$WR = 1,005787$$

Hasil perhitungan tersebut menunjukkan nilai WR atau *weatlh relative* sebesar 1,005787, dimana kinerja saham perusahaan MAIN tiga bulan setelah IPO lebih tinggi dibandingkan kinerja saham dari pasar saat periode tersebut. Perhitungan *wealth relative* setiap periode keseluruhan dapat dilihat pada lampiran X.

Berdasarkan penelitian yang dianalisis dengan SPSS versi 16.0 diperoleh hasil statistik deskriptif pada *abnormal return* kinerja saham dalam jangka pendek dan jangka panjang dengan data yang diperoleh sebanyak 135 perusahaan melakukan IPO dan memenuhi kriteria penelitian pada tabel berikut:

Tabel 4.3
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean		Std. Deviation
				Statistic	Std. Error	
Bulan III	135	.07	2.42	1.0042	.03342	.38828
Bulan XII	135	.07	1.84	.9384	.03682	.42784

Sumber: SPSS 16.0 data diolah 2018, Lampiran II.

Berdasarkan tabel 4.3 diketahui besar nilai rata-rata, standar deviasi, nilai minimum dan nilai maksimum dari *abnormal return* pada periode jangka pendek (Bulan 3) dan jangka panjang (bulan 12). Nilai mean pada bulan tiga setelah IPO sebesar 1.0042 menunjukkan bahwa apabila investor membeli saham saat IPO dan menyimpannya selama tiga bulan, maka investor akan mendapatkan rata-rata *abnormal return* sebesar 100,4%. Sedangkan pada jangka panjang pada periode 12 bulan setelah IPO menunjukkan nilai mean sebesar 0,9384 menunjukkan bahwa apabila investor membeli saham saat IPO dan menyimpannya dalam 12 bulan maka investor akan mendapatkan rata-rata *abnormal return* sebesar 93,84%.

Nilai standar deviasi pada tiga sebesar 0,38828 menunjukkan besarnya resiko investor yang akan ditanggung apabila investor membeli saham saat IPO dan menyimpannya selama tiga

bulan yaitu 38,8%. Nilai standar deviasi pada bulan 12 sebesar 0,42784 menunjukkan besarnya resiko investor yang akan ditanggung apabila investor membeli saham saat IPO dan menyimpannya selama 12 bulan yaitu 42,78%. Berdasarkan statistik deskriptif tersebut dapat dijelaskan bahwa nilai standard error menunjukkan nilai penyimpangan *abnormal return* dari rata-ratanya, dimana semakin besar nilai standard errornya maka semakin besar penyimpangan *abnormal return* dari rata-ratanya.

2. Uji Hipotesis 1

Pengujian hipotesis satu dalam penelitian ini *statistik deskriptif* yaitu dengan melihat rata-rata/means statistic, apakah nilai $\text{means} > 0$ dan didukung dengan perhitungan *Wealth Relative*. Hasil pengujian hipotesis satu dengan pada tabel berikut:

Tabel 4.4
Hasil Uji Hipotesis 1

	Mean	Wealth Relative
Abnormal Return III	1.0042	1.005787

Sumber: Hasil SPSS 16.0 data diolah 2018, Lampiran II

Pada tabel 4.4 menunjukkan *mean abnormal return* tiga bulan setelah listing adalah positif sebesar 1.0042, dimana nilai abnormal return kinerja saham tiga bulan setelah IPO > 0 yang berarti bahwa kinerja saham dalam jangka pendek mengalami *outperformance*. Hasil tersebut didukung dengan hasil perhitungan *wealth relative* sebesar 1.005787 pada bulan tiga. Sehingga hipotesis 1 diterima, yang artinya kinerja saham dalam jangka pendek setelah IPO mengalami *outperformance*.

3. Uji Hipotesis 2

Pengujian hipotesis satu dalam penelitian ini *stastistik deskriptif* yaitu dengan melihat rata-rata/means statistic, apakah nilai means > 0 dan didukung dengan perhitungan *Wealth Relative*. Hasil pengujian hipotesis satu dengan pada tabel berikut:

Tabel 4.5
Hasil Uji Hipotesis 2

	Mean	Wealth Relative
Abnormal Return bulan XII	.9384	1.002072

Sumber: Hasil SPSS 16.0 data diolah 2018, Lampiran II

Pada tabel 4.5 menunjukkan *mean abnormal return* duabelas bulan setelah listing adalah positif sebesar 0.9384, dimana nilai abnormal return kinerja saham tiga bulan setelah IPO > 0 yang berarti bahwa kinerja saham dalam jangka pendek mengalami *outperformance*. Hasil tersebut didukung dengan hasil perhitungan *wealth relative* sebesar 1.002072 pada bulan duabelas. Sehingga hipotesis 2 tidak diterima, yang artinya kinerja saham dalam jangka pendek setelah IPO mengalami *outperformance*.

4. Uji Hipotesis 3

Pengujian hipotesis tiga dalam penelitian ini menggunakan *uji paired t test* karena data berdistribusi normal, pengujian ini untuk melihat apakah terdapat perbedaan kinerja saham dalam jangka pendek dan jangka panjang. Pengujian ini menggunakan *abnormal returns* secara signifikan lebih besar atau lebih kecil dari nol. Hasil pengujian hipotesis tiga dengan menggunakan uji *paired sample t test* pada tabel berikut:

Tabel 4.6
Hasil Uji Hipotesis 3

Periode Mean	Paired Differences		t	Sig (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation		
AR 3 Bulan AR 12 Bulan	.06585	.40142	.1906	.059

Sumber: SPSS 16.0 data diolah 2018, Lampiran X

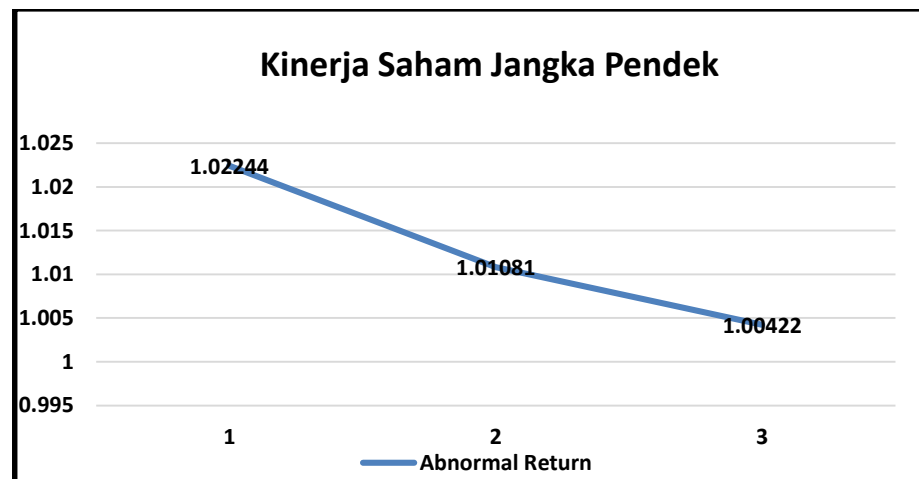
Berdasarkan table 4.6 menunjukkan hasil uji perbedaan kinerja saham tiga bulan dengan duabelas bulan setelah IPO diperoleh dua diantaranya nilai sig > 0,05 yaitu 0,59. Sehingga tidak ada perbedaan secara signifikan antara kinerja jangka pendek dan jangka panjang. Pada pengujian tersebut menunjukkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja saham jangka pendek dan jangka panjang, sehingga hipotesis tiga ditolak atau tidak diterima.

D. Pembahasan (Interprestasi)

1. Kinerja Saham Dalam Jangka Pendek

Pada hipotesis satu penelitian ini diuji dengan menggunakan *abnormal return* dengan *wealth relative* untuk mendukung hasil *abnormal return*. *Abnormal return* dihitung dengan menggunakan *market adjusted abnormal return* model, model ini digunakan karena untuk mengestimasi *return* sekuritas sebesar *return* indeks pasarnya sehingga tidak perlu menggunakan periode estimasi. Hal ini digunakan untuk menyakinkan peneliti bahwa reaksi yang diteliti dan bukan karena peristiwa lain yang dapat mempengaruhi peristiwa yang akan diamati. Pengujian ini menggunakan statistic deskriptif yaitu dengan melihat rata-rata/mean pada periode pengamatan untuk

menguji apakah kinerja saham dalam jangka pendek mengalami *outperformance*. *Return* sekuritas yang digunakan adalah *close price* saham bulanan dari harga saham bulan satu sampai dengan harga saham bulan tiga untuk kinerja saham jangka pendek. Sedangkan *return* pasar yang digunakan adalah IHSB bulanan dari IHSB bulan satu sampai dengan IHSB bulan tiga. Berikut nilai rata-rata *abnormal return* kinerja saham jangka pendek dari semua perusahaan non keuangan periode tahun 2006-2016 yang dijadikan sampel penelitian ini.

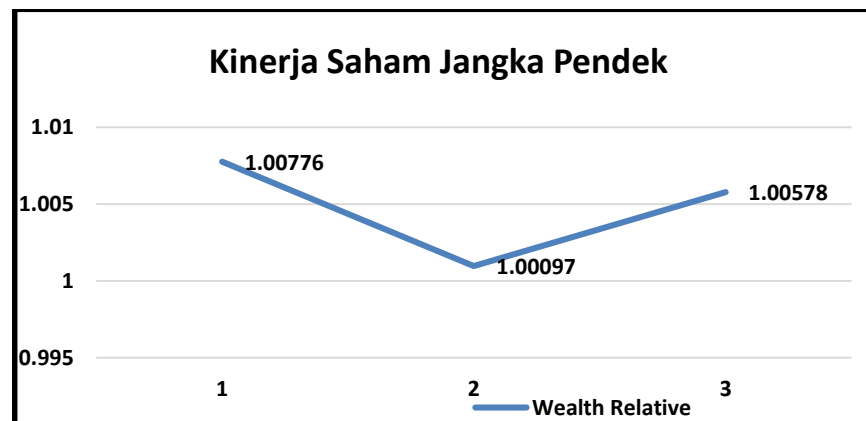


Gambar 1
Rata-Rata *Abnormal Return* Kinerja Saham Jangka Pendek

Berdasarkan gambar satu dapat diketahui bahwa nilai rata-rata *abnormal return* pada kinerja saham jangka pendek selama tiga bulan menunjukkan bahwa kecenderungan menurun meskipun pada periode tersebut keadaan tingkat pengembalian atau *return* perusahaan masih terbilang baik terlihat dari keseluruhan nilai *abnormal return* memiliki nilai yang positif ($AR > 0$). Nilai positif tersebut memiliki

arti bahwa kinerja saham dalam jangka pendek setelah IPO pada perusahaan non keuangan atau sejenisnya mengalami *outperformance*. Rata-rata *abnormal return* bulan satu hingga bulan tiga setelah IPO mengalami penurunan secara berkala dari 1.02244 hingga 1.00422. Kondisi tersebut terjadi karena pelaku pasar sedang memantau atau sedang menunggu dan mempelajari kinerja perusahaan yang baru melakukan IPO/penawaran saham perdana.

Perhitungan *wealth relative* untuk mendukung perhitungan *abnormal return*. Total *return* secara kelompok atau group setiap periode dihitung dengan *wealth relative* sebagai pengukur saham. Berikut nilai *wealth relative* kinerja saham jangka pendek dari semua perusahaan non keuangan periode tahun 2006-2016 yang dijadikan sampel penelitian ini.



Gambar 2
***Wealth Relative* Kinerja Saham Jangka Pendek**

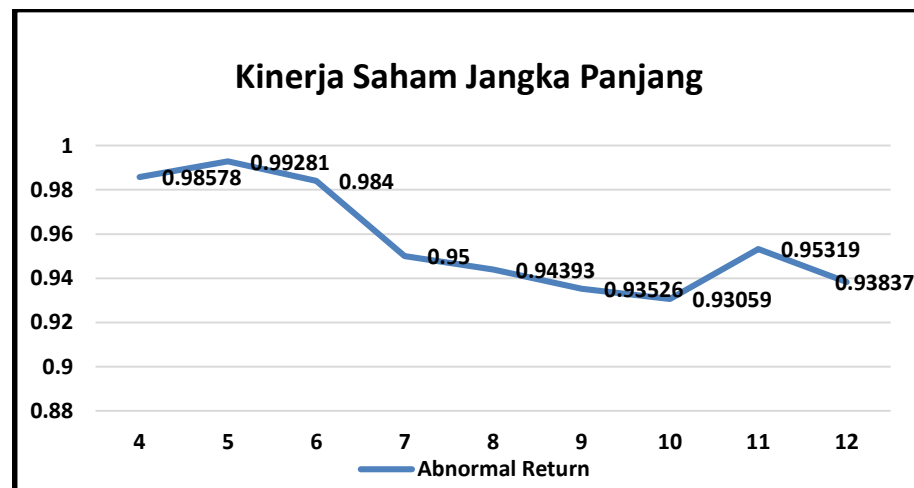
Berdasarkan gambar dua dapat diketahui bahwa *wealth relative* pada kinerja saham jangka pendek selama tiga bulan menunjukkan bahwa kecenderungan fluktuasi. Pada bulan satu

sampai bulan tiga *wealth relative* mengalami fluktuasi secara bertahap dari 1.00776 turun menjadi 1.00097 kemudian naik menjadi 1.00578 bulan sebelumnya. Meskipun *wealth relative* selama tiga bulan mengalami fluktuasi, nilai *wealth relative* memiliki nilai >1 yang artinya kinerja saham dalam jangka pendek mengalami *outperformance*. Hal ini dapat disimpulkan bahwa pada hipotesis satu yang menyatakan bahwa kinerja saham dalam jangka pendek mengalami *outperformance* diterima. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian Suryanto (2014) bahwa kinerja saham dalam jangka pendek menunjukkan kenaikan kinerja atau kinerja yang baik (*Outperformance*).

2. Kinerja Saham Dalam Jangka Panjang

Pada hipotesis dua penelitian ini diuji sama seperti pada hipotesis satu yaitu dengan menggunakan *abnormal return* dengan *wealth relative* untuk mendukung hasil *abnormal return*. *Abnormal return* dihitung dengan menggunakan *market adjusted abnormal return* model, model ini digunakan karena untuk mengestimasi *return* sekuritas sebesar *return* indeks pasarnya sehingga tidak perlu menggunakan periode estimasi. Hal ini digunakan untuk menyakinkan peneliti bahwa reaksi yang diteliti dan bukan karena peristiwa lain yang dapat mempengaruhi peristiwa yang akan diamati. Pengujian ini menggunakan statistik deskriptif yaitu dengan melihat rata-rata/mean pada periode pengamatan untuk menguji apakah kinerja saham dalam jangka pendek mengalami *outperformance*.

Return sekuritas yang digunakan adalah *close price* saham bulanan dari harga saham bulan satu sampai dengan harga saham bulan tiga untuk kinerja saham jangka pendek. Sedangkan *return* pasar yang digunakan adalah IHSG bulanan dari IHSG bulan satu sampai dengan IHSG bulan tiga. Berikut nilai rata-rata *abnormal return* kinerja saham jangka pendek dari semua perusahaan non keuangan periode tahun 2006-2016 yang dijadikan sampel penelitian ini.

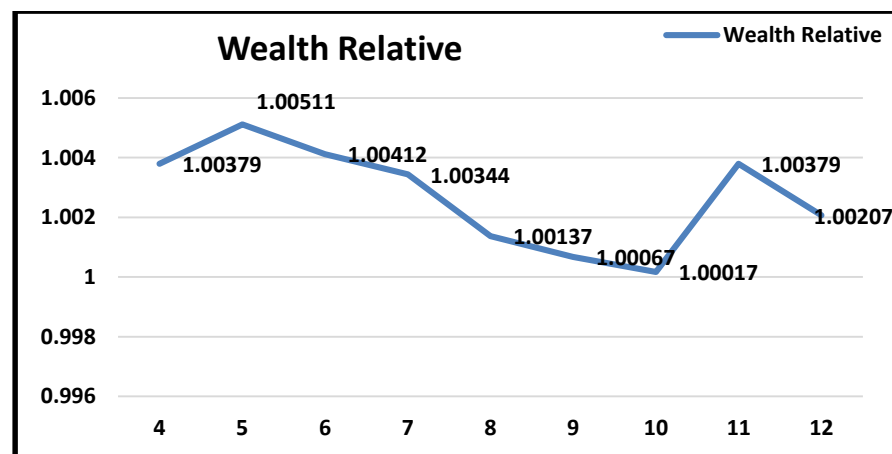


Gambar 3
Rata-Rata *Abnormal Return* Kinerja Saham Jangka Panjang

Berdasarkan gambar tiga dapat dilihat bahwa nilai rata-rata *abnormal return* pada periode jangka panjang. Kinerja saham dalam jangka panjang menunjukkan bahwa nilai *abnormal return* positif ($AR > 0$). Nilai positif tersebut memiliki arti bahwa kinerja saham dalam jangka panjang setelah IPO pada perusahaan non keuangan atau sejenisnya mengalami *outperformance*. Rata-rata *abnormal return* bulan empat hingga bulan dua belas setelah IPO mengalami kecenderungan fluktuasi, dimana pada bulan kelima mengalami

kenaikan dari bulan sebelumnya dan pada bulan selanjutnya mengalami penurunan hingga pada bulan sepuluh secara berkala hingga pada bulan sebelas mengalami peningkatan dari 0.93509 naik menjadi 0.95319, dan pada bulan dua belas setelah IPO juga mengalami penurunan sebesar 0.93837 dari bulan sebelumnya.

Perhitungan *wealth relative* untuk mendukung perhitungan *abnormal return*. Total *return* secara kelompok atau group setiap periode dihitung dengan *wealth relative* sebagai pengukur saham. Berikut nilai *wealth relative* kinerja saham jangka panjang dari semua perusahaan non keuangan periode tahun 2006-2016 yang dijadikan sampel penelitian ini



Gambar 4
***Wealth Relative* Kinerja Saham Jangka Panjang**

Berdasarkan gambar empat dapat diketahui bahwa *wealth relative* pada kinerja saham jangka panjang selama dua belas bulan menunjukkan bahwa kecenderungan fluktuasi. Terlihat pada bulan empat hingga bulan dua belas setelah IPO mengalami kecenderungan

fluktuasi, dimana pada bulan kelima mengalami kenaikan dari bulan sebelumnya dan pada bulan selanjutnya mengalami penurunan hingga pada bulan sepuluh secara berkala hingga pada bulan sebelas mengalami peningkatan dari 1.00017 naik menjadi 1.00479, dan pada bulan dua belas setelah IPO juga mengalami penurunan sebesar 1.00207 dari bulan sebelumnya. Meskipun *wealth relative* selama dua belas mengalami fluktuasi, nilai *wealth relative* memiliki nilai > 1 yang artinya kinerja saham dalam jangka panjang mengalami *outperformance* pada perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2006-2016, dimana pada periode tersebut terlihat bahwa perusahaan-perusahaan memiliki kinerja yang cukup baik dengan terbuktinya sebagian besar nilai *abnormal return* perusahaan bernilai positif. Di Indonesia sendiri fenomena tersebut yang mengatakan bahwa *longrun underperformance* mulai terpatahkan karena kinerja perusahaan cenderung memiliki kinerja yang cukup baik di pasar modal dan kenaikan indeks pasar dari periode ke periode yang semakin baik sehingga perusahaan terpacu untuk lebih baik lagi dalam memperbaiki kinerja perusahaannya. Hal ini dapat disimpulkan bahwa pada hipotesis duabelas yang menyatakan bahwa kinerja saham dalam jangka panjang mengalami *underperformance* ditolak atau tidak diterima. Kinerja saham dalam jangka panjang secara statistik mengalami *outperformance*. Hasil tersebut sesuai dengan penelitian Suryanto (2014), yang menyatakan bahwa dalam kinerja

saham jangka panjang mengalami *outperformance*, dimana pada kondisi tersebut para perusahaan pada periode penelitian memiliki kinerja yang baik setelah IPO.

3. Perbedaan Kinerja Saham Dalam Jangka Pendek Dan Jangka Panjang

Perbedaan kinerja saham dalam jangka pendek dan jangka panjang menggunakan uji *paired sample t test*. Berdasarkan tabel 4.6 terlihat bahwa pengujian hipotesis tiga menunjukkan bahwa tidak terjadi perbedaan secara signifikan terhadap kinerja saham jangka pendek dan jangka panjang. Nilai signifikan pada satu bulan dengan 12 bulan, tiga bulan dengan 12 bulan, dan enam bulan dengan 12 bulan setelah IPO diperoleh nilai $\text{sig} > 0,05$. Hasil tersebut tidak sejalan dengan Suryanto (2014) yang menyatakan bahwa terdapat tidak ada perbedaan secara signifikan dalam kinerja saham jangka pendek dan jangka panjang. Dari sampel yang diambil terlihat bahwa perusahaan-perusahaan yang mengalami *outperformance* memiliki penguasaan perusahaan di pasar yang cenderung baik sehingga menyebabkan harga kenaikan harga saham. Bagi perusahaan yang *go public* hal tersebut sangat dinilai penting karena mencerminkan nilai perusahaan. Umumnya, apabila nilai kapitalisasi perusahaan di pasar semakin besar maka semakin besar daya minat investor terhadap saham perusahaan tersebut. Dan akan berbalik jika nilai kapitalisasi perusahaan di pasar kecil semakin pasar maka semakin kecil daya minat investor terhadap saham perusahaan tersebut.

