BAB III

METODA PENELITIAN

A. Disain Penelitian

Obyek penelitian dilakukan terhadap perusahaan yang melakukan IPO mulai tahun 2004 sampai dengan tahun 2007. Pengujiannya menggunakan rentang waktu sebelum dan sesudah pelaksanaan IPO. Fenomena yang diuji meliputi kebijakan *earnings management*, fenomena *underpricing*, dan penurunan kinerja keuangan dan kinerja saham.

Earnings management, dapat dilihat dengan adanya *discretionary accrual* (DA) yang positif pada tahun sebelum pelaksanaan IPO dan *discretionary accrual* (DA) yang negatif pasca IPO. Demikian juga indikasi fenomena *underpricing* yang menyertai pelaksanaan IPO bahwa perusahaan yang melakukan IPO cenderung mengalami *underpricing* pada hari pertama perdagangan di bursa. Dan kinerja perusahaan dalam jangka panjang ada indikasi mengalami penurunan setelah melakukan IPO. Ketiga fenomena tersebut diduga saling berhubungan, oleh karena itu setelah masing-masing fenomena dideteksi menggunakan uji beda sebelum dan sesudah IPO, maka analisis berikutnya melihat keterkaitan dengan melakukan uji korelasi ketiga fenomena tersebut. Diharapkan hasil penelitian ini akan memberikan jawaban terhadap permasalahan-permasalahan yang menyertai pelaksanaan IPO.

B. Populasi dan Metode Pengambilan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan *initial public offerings* (IPO) di pasar modal Indonesia. Teknik pengambilan sampel dilakukan secara purposive sampling sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Adapun kriteria-kriteria yang digunakaan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang melakukan IPO tahun 2004-2007
2. Perusahaan yang tersedia harga saham saat IPO

C. Definisi Operasional Variabel

Untuk menghindari adanya interpretasi yang berbeda, maka dijelaskan beberapa hal sebagai berikut:

1. Kinerja saham yang dimaksud dalam penelitian ini adalah rata-rata return yang dihitung dengan *Market Adjusted Abnormal Return,* dalam hal ini juga akan dihitung *Wealth Relative* untuk mendukung hasil pengujian *Market Adjusted Abnormal Return,* kedua persamaan tersebut dikembangkan oleh Aggarwal, et. al. (1993) dalam Hartanto dan Ediningsih (2004).
2. Kinerja jangka pendek adalah kinerja saham 1 bulan dan 3 bulan setelah *listing* di Bursa Efek Indonesia.
3. Kinerja jangka panjang adalah kinerja saham 1 tahun setelah *listing* di Bursa Efek Indonesia

Adapun operasionalisasi variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menghitung *Return* Total saham setiap periode dengan rumus sebagai berikut (Hartanto & Ediningsih, 2004):

$$Rit = \frac{P_{it}}{P_{io}} - 1$$

Rit = Total return

Pit = Harga saham pada saat t

Pio = Harga saham pada saat penawaran (*Offering price)*

Contoh perusahaan *Return* 2007:

$$\text{Ri} = \frac{P_{i2007}}{P_{ipo}} - 1$$

2. Menghitung *Return* Pasar setiap periode sebagai berikut (Hartanto & Ediningsih, 2004):

$$Rmt = \frac{P_{mt}}{P_{mo}} - 1$$

Rmt = Return Indeks Pasar

Pmt = Nilai Indeks Pasar pada saat t

Pmo = Nilai Indeks Pasar pada saat penawaran

3. *Market Adjusted Abnormal Return* untuk setiap perusahaan yang melakukan IPO pada hari ke t dengan rumus sebagai berikut (Hartanto &

AR = *Market Adjusted Abnormal Return*

Rit = Total Return Saham

Rmt = Total Return Pasar

D. Analisis Data

1. Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas data dalam penelitian ini menggunakan uji *Kolmograv-Smirnov* dengan tingkat *alpha* 5 %. Apabila *p value* < *alpha* (0,05), maka data berdistribusi tidak normal, sedangkan jika *p value* > *alpha* (0,05), maka data berdistribusi normal.

2. Uji Hipotesis

Setelah melakukan uji normalitas di atas, maka tahap berikutnya adalah menguji hipotesis yang telah dirumuskan sebelumnya adalah sebagai berikut:

1). Hipotesis 1 dan hipotesis 2 dengan menggunakan *one sample t-test.*

2). Hipotesis 3 dengan menggunakan *paired t-test.*

3. Kinerja saham dalam penelitian ini juga diukur dengan *Wealth Relative* sebagai berikut (Hartanto & Ediningsih, 2004):

$$WR = \frac{1+(1/N)\sum_{i=1}^{N} R_{it}}{1+(1/N)\sum_{i=1}^{N} R_{mt}}$$

Dimana:

N = Jumlah Sampel dalam 1 periode

R_{it} = Total *Return* saham

R_{mt} = Total *Return* pasar

Perhitungan *wealth relative* ini dimaksudkan untuk menginterpretasikan total *return* secara kelompok (grup) setiap periode. Perhitungan ini juga dilakukan untuk mendukung hasil pengujian yang dilakukan dengan perhitungan *abnormal return* sebelumnya. Kriteria pengukuran yang digunakan adalah sebagai berikut (Hartanto & Ediningsih, 2004):

WR > 1 menunjukkan kinerja *outperformed*

WR < 1 menunjukkan kinerja *underperformed*

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Obyek Penelitian

Penelitian ini mengambil obyek perusahaan yang melakukan IPO periode tahun 2004-2007. Ringkasan prosedur pemilihan sampel dari 30 perusahaan yang melakukan IPO tahun 2004-2007 di Bursa Efek Indonesia, disajikan pada tabel berikut:

Tabel 4.1.
Prosedur Pemilihan Sampel

Uraian	Jumlah
Perusahaan yang melakukan IPO tahun 2004-2007	30
Perusahaan yang tidak tersedia harga saham saat IPO	(1)
Perusahaan yang memenuhi kriteria sampel	29

Daftar perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian disajikan pada lampiran 1.

B. Analisis Data

Uji hipotesis dalam penelitian ini menggunakan nilai *market-adjusted abnormal return* dan *wealth relative* sebagai proksi dari kinerja saham. Berikut diuraikan langkah-langkah perhitungan nilai *market-adjusted abnormal return.*

1. Menghitung *return* total saham setiap periode

   Return total dihitung dengan rumus:

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

   Di mana:

   R_{it} = Total *return*

   P_{it} = Harga saham pada saat t

   P_{i0} = Harga saham pada saat penawaran (*offering price*)

   Contoh perhitungan total *return* saham ADHI 1 bulan setelah *listing* sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{410}{150} - 1$$

$$= 1{,}733$$

   Hasil perhitungan di atas menunjukkan nilai R_{it} sebesar 1,733 yang berarti harga saham ADHI 1 bulan setelah *listing* lebih tinggi dibandingkan harga saham pada saat penawaran (*offering price*).

   Perhitungan *return* total saham setiap periode secara keseluruhan dapat dilihat

Dimana:

R_{mt} : *Return* indeks pasar

P_{mt} : Nilai indeks pasar saat t

P_{mo} : Nilai indeks pasar pada saat penawaran

Contoh perhitungan *return* pasar 1 bulan setelah ADHI *listing* sebagai berikut:

$$R_{mt} = \frac{784,84}{760,33} - 1$$

$$= 0,032$$

Hasil perhitungan di atas menunjukkan nilai R_{mt} sebesar 0,032 yang berarti nilai indeks pasar 1 bulan setelah ADHI *listing* lebih tinggi dibandingkan indeks pasar pada saat ADHI melakukan penawaran (*offering price*).

Perhitungan *return* pasar selengkapnya disajikan pada lampiran 3, 7, dan 11.

3. Menghitung *market adjusted abnormal return* masing-masing saham untuk periode pengamatan

Abnormal return dihitung dengan rumus:

$$AR = \left\{ \frac{1 + R_{it}}{1 + R_{mt}} - 1 \right\}$$

Contoh perhitungan *abnormal return* ADHI 1 bulan setelah *listing* sebagai

Hasil perhitungan di atas *menunjukkan* nilai AR sebesar 1,64 yang berarti investor saham ADHI 1 bulan setelah listing memperoleh *return* lebih tinggi dibandingkan *return* yang diharapkan. Perhitungan *abnormal return* secara keseluruhan dapat dilihat pada lampiran 4, 8 dan 12.

Tabel 4.2 di bawah ini menyajikan statistik deskritpif kinerja perusahaan IPO periode tahun 2004-2008 yang diukur dengan *abnormal return.*

Tabel 4.2
Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Standar Deviasi	N
Abnormal return			
- 1 bln stl *listing*	0,3492	0,50786	29
- 3 bln stl *listing*	0,3796	0,78433	29
- 1 th stl *listing*	-0,0314	0,43685	29

Sumber: Hasil analisis data, lampiran 14.

Tabel 4.2 menunjukkan nilai rata-rata *abnormal return* 1 bulan setelah listing sebesar 0,3492 dengan standar deviasi 0,50786; rata-rata *abnormal return* 3 bulan setelah *listing* sebesar 0,3796 dengan standar deviasi sebesar 0,78433 dan rata-rata *abnormal return* 1 tahun setelah *listing* sebesar 0,0314 dengan standar deviasi sebesar 0,43685. Hal ini menunjukkan rata-rata *abnormal return* tertinggi dicapai pada periode 3 bulan setelah *listing* dan terendah pada 1 tahun setelah *listing.*

C. Uji Kualitas Data

Untuk menentukan statistik penelitian yang akan digunakan, data yang akan diteliti harus diuji terlebih dahulu kenormalannya. Data yang berdistribusi normal hasilnya lebih akurat bila menggunakan statistik parametrik, sebaliknya

data yang berdistribusi tidak normal penelitiannya menggunakan statistik non parametrik.

Pengujian kenormalan ini menggunakan *One Sample Kolmogorov-Smirnov Test*, alat bantu program SPSS versi 15 digunakan untuk melaksanakan pengujian ini. *Asymp Sig. (2 tailed)* menunjukkan nilai probabilitas yang diuji dua arah. Data yang berdistribusi normal akan memiliki nilai probabilitas di atas 0,05, sebaliknya nilai probabilitas di bawah 0,05 menunjukkan bahwa data tersebut tidak normal atau bebas distribusi.

Tabel 4.3
Ringkasan Uji Normalitas Data dengan Kolmogorov-Smirnov Test

Variabel	Asymp. Sig (p-value)	Kesimpulan
AR 1 bulan stlh listing	0,380	Data berdistribusi normal
AR 3 bulan stlh listing	0,323	Data berdistribusi normal
AR 1 tahun stlh listing	0,821	Data berdistribusi normal

Sumber: Hasil analisis data, lampiran 15.

Berdasarkan uji *Kolmogorov-Smirnov* pada tabel 4.3, nilai probabilitas atau *Asymp. Sig (2 tailed) abnormal return* 1 bulan setelah listing sebesar 0,380; 3 bulan setelah listing sebesar 0,323 dan 1 tahun setelah listing sebesar 0,821 yang masing-masing lebih besar dari 0,05. Berdasarkan hasil yang diperoleh tersebut dapat disimpulkan bahwa *abnormal return* selama tiga periode pengamatan memiliki data yang berdistribusi normal sehingga pengujian selanjutnya akan menggunakan pengujian parametrik.

D. Pengujian Hipotesis

1. Uji Hipotesis 1 (H_1) dan 2 (H_2)

Pengujian hipotesis pertama (H_1) dan kedua (H_2) dalam penelitian ini menggunakan *one sample t-test* untuk melihat apakah rata-rata *abnormal return* secara signifikan lebih besar atau lebih kecil dari nol. Disamping itu juga dilakukan perhitungan *wealth relative* untuk mendukung hasil pengujian yang dilakukan.

Hasil pengujian hipotesis 1 dan 2 dengan menggunakan *one-sample t test* dan perhitungan *wealth relative* disajikan pada tabel berikut:

Tabel 4.4.
Hasil Uji Hipotesis 1 dan 2

Jangka Waktu stlh listing	Nilai t	Mean Difference	Sig.	Wealth Relatives
1 Bulan	3,703	0,34924	0,001	1,351
3 Bulan	2,606	0,37955	0,015	1,373
1 Tahun	-0,387	-0,03141	0,702	0,968

Sumber: Hasil analisis data, lampiran 5, 9, 13, 16, 17, 18.

Tabel 4.4 menunjukkan *mean difference abnormal return* 1 bulan setelah *listing* adalah positif sebesar 0,34924 dengan nilai sig. 0,001 < 0,05, artinya kinerja saham 1 bulan setelah IPO mengalami *outperformed. Mean difference abnormal return* 3 bulan setelah *listing* adalah positif sebesar 0,37955 dengan nilai sig. 0,015 < 0,05, artinya kinerja saham 3 bulan setelah IPO mengalami *outperformed.* Hasil ini didukung dengan hasil perhitungan *wealth relatives* sebesar 1,351 pada bulan pertama dan 1,373 pada bulan ketiga setelah IPO. Sehingga hipotesis 1 diterima, maknanya dalam jangka pendek kinerja saham setelah IPO mengalami *outperformed.*

Mean difference abnormal return 1 tahun setelah *listing* adalah negatif sebesar -0,03141 dengan nilai sig. 0,702 > 0,05, artinya kinerja saham 1 tahun setelah IPO tidak mengalami *underperformed.* Sehingga hipotesis 2 tidak diterima/tidak terbukti.

2. Uji Hipotesis 3 (H_{3a}&H_{3b})

Pengujian hipotesis ketiga dalam penelitian ini menggunakan alat analisis *Paired T-test* untuk melihat apakah ada perbedaan kinerja saham jangka pendek dan jangka panjang.

Tabel 4.5
Hasil Uji Hipotesis 3_a&3_b

Jangka Waktu stlh Listing	Jumlah Sampel	Mean	Standar Deviasi	Paired Comparison T-test*	Sig. (2-tailed)
1 bulan	29	0,3492	0,50786	3,777	0,001
3 bulan	29	0,3796	0,78433	3,272	0,003
1 tahun	29	-0,0314	0,43685		

- Perbandingan antara 1 bulan dengan 1 tahun dan 3 bulan dengan 1 tahun

Sumber: Hasil analisis data, lampiran 19 dan 20.

Tabel 4.5 menunjukkan hasil uji perbedaan kinerja saham 1 bulan dengan kinerja saham 1 tahun diperoleh nilai sig. (0,001) < 0,05, berarti terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja saham 1 bulan dan 1 tahun setelah IPO. Hipotsis 3_a ditrima.

Pada pengujian perbedaan kinerja saham 3 bulan dengan kinerja saham 1 tahun diperoleh nilai sig. (0,003) < 0,05, berarti terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja saham 3 bulan dan 1 tahun setelah IPO. Hipotesis 3_b

E. Pembahasan

Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa kinerja saham jangka pendek (1 bulan dan 3 bulan setelah IPO) adalah *outperformated.* Hasil penelitian ini konsisten dengan Prastiwi dan Kusuma (2001) yang menyimpulkan bahwa kinerja IPO jangka pendek adalah positif. Hasil ini juga sesuai dengan Hartanto dan Adiningsih (2004) yang menunjukkan bahwa kinerja IPO jangka pendek adalah *outperformed.* Dalam tipe penjaminan *full commitment*, pihak *underwriter* akan membeli saham yang tidak dijual di pasar perdana. Keadaan tersebut membuat *underwriter* tidak berkeinginan untuk membeli saham yang tidak laku dijual. Upaya yang dilakukan adalah dengan bernegosiasi dengan emiten agar saham tersebut tidak terlalu tinggi harganya, bahkan cenderung *underpriced.* Optimisme investor mengenai prospek nilai perusahaan di masa datang berdampak pada penilaian yang berlebihan (*overvaluation*) dari IPO oleh para investor dalam jangka pendek.

Penelitian ini juga menemukan bahwa kinerja saham jangka panjang (1 tahun setelah IPO) mengalami penurunan meskipun tidak signifikan. Hasil yang tidak signifikan disebabkan perusahaan mampu mempertahankan dan meningkatkan kinerjanya dengan memanfaatkan dana yang diperoleh dari IPO, sehingga meskipun kinerja saham jangka panjang mengalami penurunan sebagai dampak dari perilaku *earnings management* sebelum dan saat IPO, tetapi penurunan tersebut tidak terlalu tajam. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan Hartanto dan Adiningsih (2004) yang menyimpulkan bahwa kinerja IPO jangka pendek adalah *underperformed.* Namun mendukung hasil penelitian Nasirwan

(2002) yang menemukan bahwa kinerja perusahaan dalam jangka panjang mengalami penurunan, namun penurunannya relatif kurang tajam. Temuan dalam penelitian ini juga sesuai dengan Carter (1998) dalam Ernyan dan Husnan (2002) yang menyatakan bahwa kinerja saham dalam jangka panjang cenderung menurun.

Selanjutnya hasil penelitian ini menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan antara kinerja saham jangka pendek (1bulan&3bulan) dan kinerja saham jangka panjang (1tahun) setelah IPO. Perbedaan kinerja saham ini disebabkan adanya penurunan kinerja perusahaan dalam jangka panjang karena pasar melakukan koreksi harga saham yang *overvalue* akibat dilakukannya *earnings management* baik sebelum dan pada saat penawaran. Hasil penelitian ini sesuai dengan Hartanto dan Adiningsih (2004) yang menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan antara kinerja jangka pendek dengan kinerja jangka panjang saham yang dibeli pada harga perdana.