

ABSTRAK

Henny Irniawan

NIM. F 0300042

Pengaruh informasi prospektus ipo terhadap keputusan INVESTASI investor di bursa efek Jakarta

Penelitian ini bertujuan untuk (1) mengetahui apakah informasi keuangan (informasi ramalan laba baik RLB (ramalan laba bersih) maupun EPS (*earning per share*), *financial leverage*, nilai penawaran saham dan besaran perusahaan) dan non-keuangan (tipe, jenis perusahaan, reputasi penjamin emisi dan auditor) prospektus IPO digunakan investor di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dalam proses pengambilan keputusan investasinya pada perusahaan IPO, yang ditunjukkan oleh besarnya nilai *initial return*, (2) menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan investasi investor di BEJ.

Sampel yang digunakan dalam penelitian sebanyak 42 perusahaan yang melakukan ipo pada periode 1998-2002 dengan metode pemilihan *purposive sampling*. Metode analisis data yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah metode regresi berganda (*multiple regression*). Data dalam penelitian ini dianalisis dengan bantuan program komputer *SPSS versi 11.0*. Komputer akan memproses data-data ini dan akan menghasilkan formula KII (keputusan investasi investor).

Hasil analisis menunjukkan bahwa, baik informasi keuangan maupun non-keuangan prospektus IPO secara bersama-sama berpengaruh terhadap keputusan investasi investor di BEJ. Untuk pengaruh parsialnya, hanya informasi REPS, *financial leverage*, tipe dan umur perusahaan yang berpengaruh secara statistik signifikan. Analisis tambahan dalam penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel tersebut bermanfaat dalam pembuatan keputusan investasi investor. Angka statistik menunjukkan REPS, *financial leverage*, dan tipe perusahaan berpengaruh secara serempak terhadap keputusan investasi investor. Hal ini terjadi mungkin karena pasar modal Indonesia khususnya di Bursa Efek Jakarta telah berkembang seiring dengan tuntutan pasar bebas. Dapat disimpulkan bahwa setiap investor tidak menyalakan informasi yang tersedia untuk investasi mereka.

Kata kunci: IPO, informasi prospektus, keputusan investasi investor, *initial return*

ABSTRACT

Henny Irniawan

NIM. F 0300042

**THE EFFECT OF IPO PROSPECTUS INFORMATION
TOWARD INVESTORS INVESTMENT DECISION
IN JAKARTA STOCK EXCHANGE**

The objectives of this research are (1) examined the effect of IPO prospectus finance information (earning forecast information either net earning forecast or earning per share, financial leverage, value of the offering stock, and firm size) and non finance information (type, firm age, underwriter reputation, and auditor) being used by the investor in Jakarta Stock Exchange on investment decision making on the IPO prospectus that reflected by the initial return value, (2) examined the determinants of the investors investment decision in JSX.

This research used 42 IPO firms that listed in period 1998-2002 with purposive sampling election method. The research method that used to test the hypothesis is the multiple regression method. Data on this research were mannered using the SPSS 11.0 for Windows computer program. Computer will process these data and result the KII (Investors Investment Decision) formula.

The result shows that either IPO prospectus finance information or non finance information simultaneous influence toward investor investment decision in JSX. For partial influence, only the EPS forecast, financial leverage, type and firm age statistically significant. Addition analysis in this research used to know whether all mentioned variable use in the investor investment decision making. Statistics shows that REPS, financial leverage, and firm type simultaneous influence toward investor investment decision. This is happen maybe because Indonesian capital market specifically in JSX has grown along with free market demand. We can conclude that every investor do not throw away the information that provided for them.

Key words: IPO, prospectus information, investor investment decision, initial return

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Pesatnya perkembangan pasar modal Indonesia telah meningkatkan semangat para pelaku bisnis sekaligus menarik perhatian para peneliti untuk melakukan penelitian yang berkaitan dengan pasar modal. Hal ini dapat dilihat dari berkembangnya jumlah emiten serta para analis sekuritas yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Penelitian-penelitian yang berkaitan dengan pasar modalpun menjadi obyek yang sangat penting untuk membantu investor mendapatkan keyakinan terhadap keputusan yang telah mereka ambil. Salah satu indikasi bekerja tidaknya pasar modal secara optimal adalah ketersediaan informasi, baik keuangan maupun non-keuangan, yang bersifat simetri dan dapat diakses oleh seluruh pihak yang berkepentingan tanpa kecuali. Selain itu hal yang tidak kalah penting adalah informasi tersebut harus memiliki *information content*, sehingga relevan dan andal sebagai dasar pengambilan keputusan investasi. Berdasarkan informasi relevan yang tersedia, para investor yang rasional dapat menganalisa faktor-faktor yang mengindikasikan kemungkinan besarnya *return* yang bisa diraih dengan tingkat resiko tertentu.

Sebelum suatu perusahaan *listing* di pasar modal Indonesia, langkah pertama yang harus dilakukan adalah dengan melakukan penawaran umum perdana atas saham-saham perusahaan tersebut. Saham yang ditawarkan biasanya merupakan saham yang baru, saham lama atau kombinasi keduanya.

Ketika perusahaan melakukan *initial public offerings* (IPO), perusahaan harus membuat prospektus yang merupakan ketentuan yang ditetapkan oleh BAPEPAM. Informasi dalam prospektus dapat dibagi menjadi dua informasi, yaitu: informasi akuntansi dan informasi non-akuntansi. Informasi akuntansi adalah laporan keuangan yang terdiri dari neraca, perhitungan rugi/laba, laporan arus kas dan penjelasan laporan keuangan. Sedangkan informasi non-akuntansi adalah informasi selain laporan keuangan, seperti: *underwriter* (penjamin emisi), auditor independen, nilai penawaran saham, umur perusahaan dan informasi lainnya.

Isu yang berkembang dalam penelitian ini adalah terkait dengan kandungan informasi yang terdapat dalam prospektus IPO. Zamahsari (1999) dan Kim et al. dalam Nasirwan (2002) menegaskan bahwa informasi akuntansi, informasi non-akuntansi dan bahkan informasi non-ekonomis dibutuhkan oleh para investor maupun calon investor dalam proses pembuatan keputusan investasi di pasar modal. Firth dan Smith dalam Wahastuti dan Payamta (2001) menyatakan bahwa informasi prospektus memberikan gambaran keadaan perusahaan dan ramalan laba yang menjadi dasar para investor dalam pembuatan keputusan investasi. Hal ini juga didukung oleh penelitian Sunariyah (2002) bahwa adanya informasi yang memungkinkan investor untuk dapat membuat prediksi di masa yang akan datang merupakan informasi vital bagi pembuatan keputusan optimal para investor juga bagi pasar modal yang pada gilirannya akan meningkatkan pasar modal yang efisien.

Penelitian Beatty (1989), Carter dan Manaster (1990), Trisnawati (1998), How (1999), Kartini dan Payamta (2002), dan Kim et al. dalam Nasirwan

(2002) menunjukkan bahwa informasi non-akuntansi digunakan para investor dalam pembuatan keputusan investasi. Di lain pihak, hasil penelitian Nurhidayati dan Indriantoro (1998) menunjukkan bahwa para investor di Bursa Efek Jakarta (BEJ) tidak menggunakan informasi non-akuntansi dalam pembuatan keputusan investasi. Penelitian Widjaja (1997), Hanafi (1998), Wardani (2000), dan Ernyan dan Husnan (2002) membahas pengaruh informasi akuntansi terhadap keputusan yang diambil investor di pasar perdana pasar modal di Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semua jenis informasi, baik informasi akuntansi maupun bukan akuntansi, tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi oleh investor. Hal ini juga didukung oleh penelitian Papilaya dalam Sunariyah (2002) yang menyimpulkan bahwa investor cenderung berperilaku sebagai *naive investor*, dikategorikan sebagai investor spekulatif, *gambling*, dan beranggapan bahwa nasib seseorang didominasi sepenuhnya oleh faktor keberuntungan.

Pada saat ini para investor pada umumnya memiliki informasi perusahaan yang terbatas pada informasi yang diungkapkan dalam prospektus penawaran. Prospektus itu merupakan satu-satunya media informasi yang disampaikan perusahaan dalam melakukan penawaran umum kepada masyarakat. Sebagai calon investor, masyarakat seharusnya menggunakan informasi prospektus ini dalam melakukan keputusannya untuk memperoleh *return* baik berupa deviden yang dibagi tiap lembar saham maupun yang berupa *capital gain*. Perkembangan pasar modal yang semakin pesat di era globalisasi ini sudah

seharusnya mengusik investor untuk bersikap lebih profesional dalam melakukan investasinya, dengan mempergunakan informasi yang tersedia.

Bertolak dari penelitian-penelitian tersebut yang saling bertentangan, timbul pertanyaan apakah informasi yang tercantum dalam prospektus IPO tersebut benar-benar telah digunakan oleh investor dalam pembuatan keputusan investasinya di BEJ. Motivasi penelitian ini adalah untuk melakukan penelitian lanjutan dari beberapa penelitian sebelumnya, terutama Wardani (2000). Peneliti akan berupaya untuk mengatasi kelemahan-kelemahan yang ada, serta berupaya mengembangkan dengan variabel lain dengan harapan hasilnya akan lebih baik.

Peneliti mengidentifikasi beberapa kelemahan penelitian Wardani (2000) yakni: Pertama, dalam hal pengukuran umur perusahaan, penelitian tersebut menggunakan skala tahunan. Kelemahan ini adalah kurang tepat, jika tanggal pendirian dan tanggal penawaran memiliki selisih jarak yang signifikan untuk diperhitungkan. Penelitian ini akan mencoba memaksimalkan ketelitiannya dengan menggunakan skala bulanan. Kedua, dalam hal penggolongan jenis industrinya. Meskipun sama-sama menggunakan *dummy variable* dalam penilaiannya, namun jenis industri yang digunakan berbeda. Wardani (2000) menggunakan jenis industri manufaktur dan non-manufaktur, sedangkan dalam penelitian ini akan mencoba menggunakan jenis industri keuangan dan non-keuangan. Dalam Ernyan dan Husnan (2002) sesuai dengan hipotesis asimetri informasi, maka perusahaan keuangan diharapkan mempunyai

asimetri informasi (antara emiten dengan para pemodal) dalam besaran yang lebih kecil daripada perusahaan non-keuangan. Ketiga, kemungkinan masih terdapatnya *size effect* dalam penelitian tersebut. Untuk itu dalam penelitian ini akan ditambahkan variabel besaran perusahaan. Keempat, dalam hal penghitungan beberapa variabelnya, seperti umur perusahaan dan *initial return* tidak diuraikan dengan jelas jenis pengukuran apa yang digunakan. Untuk itu dalam penelitian ini beberapa data variabelnya akan di-*transform* dengan *log natural* untuk menghindari bias karena pengaruh *magnitude* pembagiannya. Kelima, periode waktu yang digunakan. Dalam penelitian ini akan menggunakan periode waktu yang lebih lama yaitu 1998-2002.

Di samping peneliti berupaya untuk mengatasi kelemahan tersebut di atas, peneliti juga menambahkan beberapa variabel lain yang relevan dengan penelitian ini, yakni: (1) informasi ramalan laba, baik berupa ramalan laba bersih maupun *earning per share* (EPS) dan (2) nilai penawaran saham. Namun ada juga beberapa variabel yang dihilangkan dalam penelitian tersebut, hal ini dikarenakan variabel baru yang ditambahkan dianggap lebih relevan untuk digunakan.

B. Perumusan Masalah

Permasalahan yang diangkat dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. apakah informasi keuangan prospektus IPO (ramalan laba, *financial leverage*, nilai penawaran saham, dan besaran perusahaan) berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi investor?
2. apakah informasi non-keuangan prospektus IPO (tipe perusahaan, umur perusahaan, reputasi penjamin emisi, dan reputasi auditor) berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi investor?

C. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk:

1. mendapatkan bukti empiris tentang pengaruh informasi keuangan prospektus IPO terhadap keputusan investasi investor.
2. mendapatkan bukti empiris tentang pengaruh informasi non-keuangan prospektus IPO terhadap keputusan investasi investor.

D. Manfaat Penelitian

Manfaat penelitian bagi pihak-pihak yang terkait adalah sebagai berikut:

1. bagi investor dan pihak-pihak yang berkepentingan terhadap Pasar Modal Indonesia (PMI) seperti BAPEPAM, BEJ, calon emiten, dan posisi terkait, penelitian ini memberikan informasi atau masukan yang bisa menjadi bahan pertimbangan sebelum mereka mengambil keputusan untuk berinvestasi pada perusahaan yang baru *listing* di BEJ.

2. Bagi emiten, penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran arti pentingnya informasi baik tentang data historis maupun prospek masa depan perusahaan yang perlu dicantumkan dalam prospektus IPO.
3. Bagi akademis, penelitian ini diharapkan akan dapat menambah wawasan di bidang pasar modal pada khususnya dan sebagai reverensi untuk penelitian-penelitian berikutnya.

E. Sistematika Penulisan

BAB II : TELAAH PUSTAKA

Bab ini membahas landasan teori yang diantaranya berupa penjelasan mengenai IPO, peranan prospektus dalam IPO, hubungan antara informasi prospektus IPO dengan keputusan investasi investor, kerangka teoritis, tinjauan penelitian sebelumnya dan pengembangan hipotesis.

BAB III : METODE PENELITIAN

Bab ini berisi desain penelitian, populasi dan sampel, metode pengumpulan data, variabel yang diteliti dan pengukurannya, dan metode analisis data.

BAB IV : ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Bab ini membahas mengenai data yang digunakan, pengolahan data tersebut dengan alat analisis yang diperlukan, dan hasil dari analisis data.

BAB V : KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN IMPLIKASI

Bab ini berisi kesimpulan yang diperoleh dari hasil analisis data yang telah dilakukan, keterbatasan yang melekat pada penelitian, dan implikasi hasil penelitian.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

A. *Initial Public Offering (IPO)*

Setiap perusahaan tentu membutuhkan dana yang cukup besar dalam menjalankan operasi bisnisnya untuk memperkuat struktur keuangan atau permodalan perusahaan. Berbagai sumber permodalan yang dapat dipilih oleh perusahaan antara lain dengan melakukan penawaran saham ke publik melalui pasar modal, yang kemudian disebut dengan IPO.

Suatu perusahaan yang ingin menjual sahamnya di pasar modal harus berbentuk PT (Perseroan Terbatas) dan terdaftar di bursa efek. Terdapat beberapa persyaratan yang harus dipenuhi perusahaan yang ingin melakukan penawaran sahamnya di pasar modal, antara lain yaitu:

1. mengajukan surat permohonan *listing* ke BAPEPAM.
2. laporan keuangan harus wajar tanpa syarat.
3. saham yang akan dicatatkan minimal berjumlah satu juta lembar.
4. jumlah pemegang saham minimal 200 orang (individu maupun lembaga).
5. *company listing* berlaku batasan 49 persen untuk investor asing.
6. perusahaan telah beroperasi lebih dari 3 tahun.
7. menghasilkan laba (operasi dan bersih) selama dua tahun terakhir.
8. total kekayaan minimum Rp 20 milyar.
9. kapital saham yang terdaftar minimum Rp 4 milyar.
10. dewan komisaris dan dewan direksi mempunyai reputasi yang baik.

Semua persyaratan tersebut seperti yang terdapat dalam peraturan BAPEPAM (1997).

Suatu penawaran umum sangat bermanfaat bagi perusahaan, pihak manajemen maupun bagi masyarakat umum. Bagi perusahaan, penawaran umum merupakan media untuk mendapatkan dana yang relatif besar atau tunai yang bisa digunakan untuk keperluan pembelanjaan dan kegiatan operasi perusahaan, ekspansi serta memperbaiki struktur permodalan perusahaan. Perusahaan tidak mempunyai kewajiban pelunasan dan pembayaran bunga tetap, walaupun *dividen* merupakan kewajiban tetapi besarnya tergantung pada laba yang diperoleh. Bagi manajemen, dengan penawaran umum berarti meningkatkan keterbukaan perusahaan dan pada akhirnya akan meningkatkan profesionalisme. Sedangkan bagi masyarakat, suatu penawaran umum berarti memperoleh kesempatan untuk turut serta memiliki perusahaan. Masyarakat yang menjadi pemilik perusahaan akan menikmati keuntungan berupa *dividen* dan kenaikan harga saham (*capital gain*) serta mempunyai hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) (Wahastuti dan Payamta, 2001).

Setiap aktivitas selalu memiliki keuntungan dan kelemahan sebagai konsekuensi dari keputusan yang diambil, demikian juga dengan penawaran umum. Keuntungan yang dapat diperoleh dengan melakukan penawaran umum antara lain yaitu: pertama, membuka jalan bagi pemegang saham untuk melakukan diversifikasi. Kedua, menaikkan likuiditas. Ketiga, mempermudah perusahaan mendapatkan uang tunai dan keempat, memberi ukuran atau nilai perusahaan. Sedangkan kelemahan dari *going public* ini adalah pertama, biaya

pelaporan yang memberatkan berkaitan dengan frekuensinya. Kedua, pengungkapan informasi (*disclosure*) yang dapat diketahui oleh para pesaing dan masyarakat. Ketiga, kurang-leluasaan bagi pemilik untuk mengambil tindakan. Keempat, pasar yang lesu atau harga yang rendah tidak dapat memberikan gambaran yang tepat atas nilai sekarang dan kelima, pengendalian atas perusahaan tetap diupayakan oleh manajer perusahaan publik, meskipun tidak menguasai 50 persen saham perusahaan (Hartono, 2000).

Terdapat beberapa alasan mengapa perusahaan menjual sahamnya melalui pasar modal. Syahrir (1995) mengemukakan enam alasan, sebagai berikut:

1. kebutuhan akan dana untuk melunasi hutang baik jangka pendek maupun jangka panjang, sehingga mengurangi beban bunga.
2. meningkatkan modal kerja.
3. **membiyai perluasan perusahaan (pembangunan pabrik baru, meningkatkan kapasitas produksi).**
4. memperluas jaringan pemasaran dan distribusi.
5. meningkatkan teknologi produksi.
6. membayar sarana penunjang (pabrik, peralatan kantor, dan lain-lain).

Untuk meyakini kewajaran surat berharga masyarakat dapat mempelajari berbagai aspek dari perusahaan tersebut melalui prospektus yang diterbitkan pada saat akan melakukan penawaran perdana.

B. Peranan Prospektus dalam IPO

Prospektus adalah gambaran umum perusahaan dalam bentuk tertulis yang memuat keterangan secara lengkap dan jujur tentang keadaan perusahaan dan prospeknya di masa mendatang serta informasi-informasi yang dibutuhkan sehubungan dengan penawaran umum. Prospektus merupakan salah satu

dokumen tertulis yang wajib disampaikan ke BAPEPAM. Adapun isi prospektus yang disyaratkan oleh BAPEPAM adalah sebagai berikut:

1. tujuan penawaran umum,
2. rencana penggunaan dana yang diperoleh dari hasil penawaran umum,
3. pernyataan hutang,
4. analisis pembahasan oleh manajemen,
5. risiko usaha,
6. kejadian penting setelah tanggal pelaporan akuntan,
7. keterangan tentang emiten,
8. kegiatan dan prospek usaha dari emiten,
9. ikhtisar data keuangan penting,
10. ekuitas,
11. kebijakan deviden,
12. perpajakan,
13. penjamin efek,
14. lembaga dan profesi penunjang pasar modal,
15. pendapat dari segi hukum,
16. laporan akuntan dan keuangan emiten,
17. laporan penilai,
18. anggaran dasar,
19. persyaratan pemesanan pembelian efek,
20. penyebarluasan prospektus dan formulir pemesanan pembelian efek, dan
21. wali amanat dan penanggung.

Jika ingin *go public* prospektus tersebut harus disusun oleh emiten bersama dengan penjamin emisi. Pelaksanaannya dilakukan oleh penjamin emisi melalui agen penjualan yang ditunjuk. Namun demikian, isi prospektus serta dokumen emisi lainnya tidak dapat dipakai untuk mengevaluasi kecukupan dan kejelasan informasi yang terdapat di dalamnya dan juga menilai keterbukaan informasi yang disampaikan.

Hendriksen (1992) mengemukakan bahwa dalam menentukan informasi apa yang harus diungkapkan dalam prospektus tidak terlepas dari tujuan pelaporan keuangan, seperti yang juga diungkapkan oleh Priyastiwati dan Zulkifli (1997). Apabila para investor dan kreditor yang ditekankan, maka

tujuan dari pengungkapan ini adalah penyajian informasi yang memadai agar dapat dilakukan perbandingan mengenai hasil-hasil yang diharapkan. Misalnya dengan memberikan pengungkapan yang cukup mengenai bagaimana angka-angka akuntansi diukur dan dihitung, agar para investor dapat mengkonversi angka-angka dari perusahaan yang berbeda, sehingga dapat diperbandingkan secara langsung.

Informasi yang terdapat dalam prospektus menyangkut informasi keuangan dan non-keuangan yang bersifat historis maupun proyeksi pada masa mendatang. Kedua informasi tersebut dibutuhkan oleh investor agar mereka dapat memprediksi penghasilan *dividen* di masa yang akan datang dan juga resiko relatif dari masing-masing perusahaan. Umumnya investor menekankan pada informasi yang menyangkut kejadian di masa yang akan datang dalam pembuatan keputusan investasinya. Jika informasi historis diperlukan untuk *me-review* kemampuan perusahaan di masa lalu, informasi proyeksi diperlukan untuk prediksi prospek perusahaan di masa mendatang.

Masyarakat akan memutuskan apakah tertarik untuk menginvestasikan dananya ke dalam perusahaan atau tidak dengan mempelajari prospektus perusahaan. Investor memperoleh informasi tentang kinerja perusahaan sebelum IPO sebagai bahan pertimbangan untuk melakukan investasi. Para investor yang rasional tentu akan memilih perusahaan yang menurutnya sehat, dapat berkembang, dan memiliki prospek yang cerah di masa mendatang. Jadi, prospektus secara tidak langsung merupakan media untuk mempromosikan perusahaan agar pihak lain / investor membeli surat berharga yang ditawarkan. Perusahaan yang melakukan IPO terdorong untuk menyampaikan informasi

kepada calon investor melalui prospektusnya untuk memastikan bahwa investor mengetahui keadaan perusahaan dan kinerja keuangan dengan harapan akan diperoleh harga yang “layak” pada saham-sahamnya (Cheng dan Firth, 2000).

C. Hubungan antara Informasi Prospektus IPO dengan Keputusan Investasi Investor

Penelitian Kim et al. dalam Nasirwan (2002) menyebutkan bahwa pada saat perusahaan memutuskan untuk melakukan IPO, tidak ada harga pasar sampai dimulainya penjualan di pasar sekunder. Pada saat tersebut umumnya para pemodal memiliki informasi yang terbatas seperti yang diungkapkan dalam prospektus. Prospektus sebagai media komunikasi antara emiten dan masyarakat investor. Ia memuat rincian informasi serta fakta material mengenai penawaran umum emiten baik berupa informasi keuangan maupun non-keuangan. Informasi yang diungkapkan dalam prospektus ini akan membantu investor untuk membuat keputusan yang rasional mengenai resiko dan nilai saham yang sesungguhnya ditawarkan emiten.

Menurut Pagalung dalam Sunariyah (2002) di Indonesia ada kecenderungan bahwa para investor mempertimbangkan informasi akuntansi sebelum membuat suatu keputusan investasi, sehingga informasi mengenai ramalan laba menjadi salah satu informasi penting yang mendapat perhatian yang serius dari para investor. Informasi ramalan laba yang sering dijumpai pada setiap prospektus penawaran umum perdana adalah angka akuntansi yang sering dinyatakan dalam ramalan laba bersih dan laba per lembar saham

atau *earning per share* (EPS). Di samping diperlukan pengetahuan yang luas, pengalaman yang cukup, juga diperlukan dana yang cukup besar untuk memperoleh informasi. Manajemen berharap dengan dipublikasikannya informasi ramalan laba dapat menumbuhkan kepercayaan dari para investor, sehingga investor tertarik untuk menanamkan modalnya (Wahastuti dan Payamta, 2001).

Tingkat *leverage* adalah rasio yang menyangkut berbagai jenis pembelanjaan dan menunjukkan besarnya hutang yang digunakan untuk menunjang sumber dana dan operasi perusahaan. Perusahaan yang menggunakan hutang dalam pembiayaan usahanya mempunyai *earning* yang lebih dapat berubah (*volatile*) dibanding perusahaan yang tidak mempunyai hutang. Tentu saja perusahaan yang tidak mempunyai hutang tidak mempunyai *financial risk* (Majid, 2001). Tingkat *leverage* merupakan indikator resiko *financial* perusahaan karena semakin besar *financial leverage*, makin besar pula resiko perusahaan dan tentunya investor dalam menanamkan modalnya akan mempertimbangkan hal ini (Wardani, 2000).

Penawaran saham baru akan meningkatkan jumlah saham yang beredar setelah IPO. Nilai penawaran saham menunjukkan besarnya ukuran penawaran saham pada saat IPO. Melalui IPO diharapkan akan menyebabkan membaiknya prospek perusahaan yang terjadi karena ekspansi atau investasi yang akan dilakukan atas hasil IPO. Kim et al. dalam Nasirwan (2002) menyatakan bahwa nilai penawaran saham merupakan salah satu *proxy* dari ketidakpastian yang dihubungkan dengan penawaran saham. Oleh karena itu diduga bahwa nilai penawaran saham berhubungan positif dengan harga

saham. Hal ini didukung secara empiris oleh Nasirwan (2002) yang menyatakan bahwa nilai penawaran saham berasosiasi secara statis signifikan dengan return 15 hari sesudah IPO dan kinerja perusahaan satu tahun sesudah IPO. Hasil ini tentu saja dapat dijadikan pertimbangan oleh para investor dalam pembuatan keputusan investasinya.

Suatu perusahaan yang memiliki skala ekonomi yang tinggi diharapkan akan mampu bertahan dalam waktu yang lama. Demikian juga perusahaan yang telah mampu bertahan dalam waktu yang lama diharapkan juga memiliki skala ekonomi yang tinggi pula. Kebanyakan investor lebih memilih untuk menginvestasikan modalnya di perusahaan yang memiliki skala ekonomi yang lebih tinggi dan lebih lama berdiri. Dalam kondisi normal perusahaan yang telah lama berdiri akan mempunyai publikasi perusahaan yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan yang masih baru. Karena hal itu dianggap mengurangi resiko investasi investor.

Sesuai dengan hipotesis asimetri informasi maka tipe perusahaan dalam hal ini perusahaan keuangan diharapkan mempunyai asimetri informasi (antara emiten dengan para pemodal) dalam besaran yang lebih kecil daripada perusahaan non-keuangan. *Regulation hypothesis* menjelaskan bahwa peraturan pemerintah yang diberlakukan dapat mengurangi asimetri informasi antara pihak manajemen dengan pihak luar termasuk para calon pemodal (Ernyan dan Husnan, 2002).

Harga penawaran saham perdana biasanya *underpriced*, maka perusahaan calon emiten berusaha untuk meminimalkan tingkat *underpriced* tersebut dengan menggunakan auditor yang mempunyai reputasi. Berdasarkan pada

penelitian Lee et al. (2001) dan Carpenter dan Strawser dalam Wardani (2000) maka dengan menyewa auditor yang mempunyai reputasi tinggi akan memberikan harga penawaran paling tinggi. Bila harga penawaran tinggi maka tingkat *underpriced* emiten akan semakin rendah. Fenomena ini tentu saja sangat bermanfaat bagi investor dalam pengambilan keputusan investasinya.

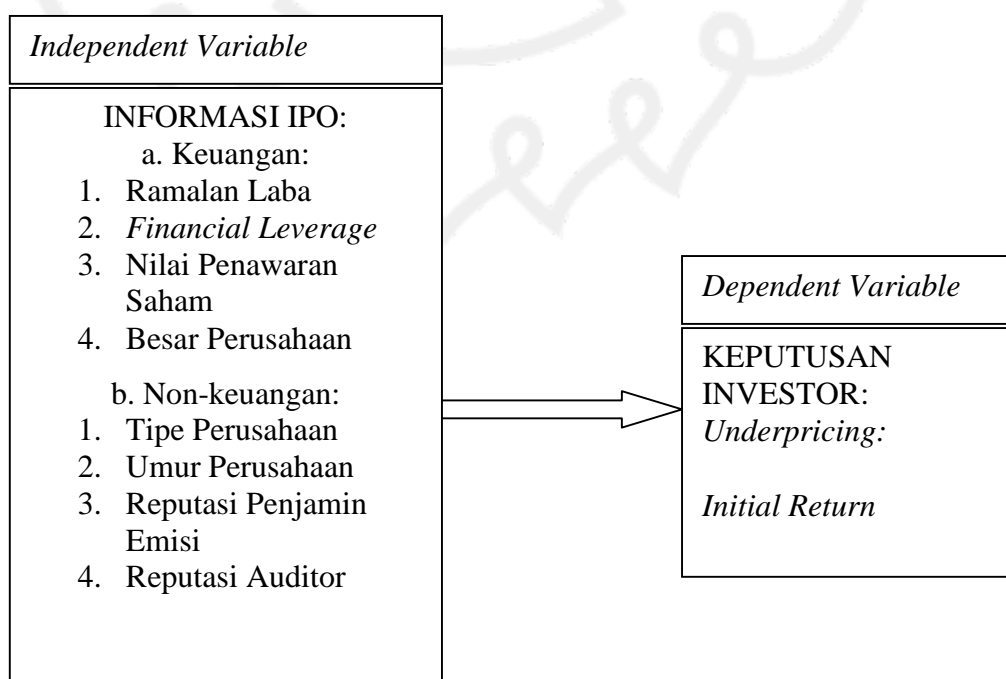
Baron dalam Ernyan dan Husnan (2002) menawarkan hipotesis asimetri informasi yang menjelaskan perbedaan informasi yang dimiliki oleh pihak-pihak yang terlibat dalam penawaran perdana, yaitu emiten, penjamin emisi dan masyarakat pemodal. Penjamin emisi memiliki informasi tentang pasar yang lebih lengkap daripada emiten. Semakin besar asimetri informasi yang dihadapi oleh para calon pemodal semakin besar pula mereka akan mem-*penalty* penawaran harga di pasar perdana yang akan memaksa penjamin emisi menawarkan saham tersebut dengan *underpriced*. Di samping itu apabila penjamin emisi memberikan jaminan *full commitment*, maka jaminan tersebut juga akan memperkuat kecenderungan untuk melakukan *underpricing*. Variasi lain diantaranya mengungkapkan tentang informasi asimetri antara *informed investors* dengan *uninformed investors* menjelaskan bahwa untuk menutup kerugian *uninformed investors* akibat pembelian saham yang *overpriced*, maka emisi saham perdana secara umum harus cukup *underpriced* (Wardani, 2000).

Ritter (1984) menyatakan bahwa penawaran saham perdana saham-saham beresiko tinggi akan mengalami *underpricing* yang lebih besar daripada saham-saham beresiko rendah. Hal ini berkaitan dengan masalah *ex-ante uncertainty*, yaitu ketidakpastian harga saham di masa yang akan datang.

Hipotesis lain yang digunakan untuk menjelaskan fenomena *underpricing* adalah *signaling hypothesis*. *Underpricing* merupakan suatu fenomena ekuilibrium yang berfungsi sebagai sinyal kepada para investor bahwa kondisi perusahaan cukup baik atau berprospek bagus. Demikian juga pemilihan penjamin emisi dan auditor yang bereputasi baik diharapkan dapat memberikan sinyal yang positif kepada para pemodal karena mengurangi ketidakpastian pemodal. Hal ini didukung oleh Carter dan Manaster (1990) yang menyatakan bahwa karena *underpricing* memakan ‘cost’ yang sangat mahal bagi emiten, maka perusahaan yang beresiko rendah akan berusaha mengungkapkan karakteristik tersebut melalui pemilihan penjamin emisi dan auditor yang bereputasi baik.

D. Kerangka Teoretis

Kerangka pemikiran yang dikembangkan dalam penelitian ini ditunjukkan melalui gambar berikut ini.



Gambar 2 Kerangka Teoretis

E. Tinjauan Penelitian Sebelumnya

Wardani (2000) menyebutkan bahwa fenomena sebagian besar pasar modal di dunia mengalami *underpricing*. *Underpricing* adalah suatu keadaan dimana harga saham yang diperdagangkan di pasar perdana lebih rendah dibandingkan ketika diperdagangkan di pasar sekunder. Harga saham yang lebih tinggi di pasar sekunder ini menyebabkan investor memperoleh *initial return* yang positif. Hal ini akan menarik investor untuk membeli saham perusahaan karena menjanjikan keuntungan yang akan diperoleh bila saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menguji faktor-faktor apa sajakah yang berpengaruh terhadap *underpricing* pada sebagian besar saham perusahaan yang melakukan IPO, baik itu faktor dari variabel keuangan maupun non-keuangan. Kim et al. dalam Nasirwan (2002) mengungkapkan bahwa tingkat *underpricing* yang terjadi tergantung pada motivasi *going public*. Jika perusahaan menawarkan saham baru (*unseasoned share*) sebagai usaha terakhir untuk memperoleh dana dalam proyek investasinya, maka saham perusahaan ini akan mempunyai tingkat *underpriced* yang lebih tinggi karena perusahaan akan menerima harga yang lebih murah bagi saham-sahamnya. Hal ini terjadi jika dibandingkan dengan perusahaan yang *founders*-nya hanya ingin mendiversifikasi *portfolio* saham-saham mereka.

Carter dan Manaster (1990) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa return IPO dipengaruhi oleh reputasi penjamin emisi, presentase

saham yang ditawarkan, umur perusahaan, *gross profit*, dan standar deviasi *return*-nya. Penjamin emisi yang profesional akan berpengaruh terhadap rendahnya tingkat *underpriced*. Selain itu, ukuran perusahaan juga ditemukan berpengaruh terhadap *underpriced*. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin rendah tingkat *underpriced*-nya.

Widjaja (1997) dalam penelitiannya menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* harga saham perdana. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis gejala *underpricing* yang terjadi di pasar modal Indonesia untuk saham perdana yang *listing* pada tahun 1994-1997. Faktor-faktor yang diteliti adalah kondisi pasar, frekuensi perusahaan dan *group*-nya saat melakukan IPO (jumlah dan pengalaman), reputasi penjamin emisi, dan rasio harga perdana terhadap harga nominal, dengan standar deviasi *market adjusted return* selama 10 hari pertama perdagangan. Tujuan emisi dalam hal ini adalah untuk investasi dan membayar hutang. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *initial return* pada hari 1-4 sebesar 35,47% dan mulai hari ke-6 *return* yang terjadi mulai turun. Tidak ada faktor yang mempengaruhi *underpricing* secara signifikan.

Hanafi (1998) menjelaskan bahwa memang terdapat *underpricing* (*initial abnormal return* yang positif) pada saat pertama kali saham diperdagangkan pada hampir semua emisi saham perdana, namun penelitian ini tidak berhasil menemukan faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya *initial return*. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 106 perusahaan yang melakukan IPO pada periode 1989-1994. Faktor-faktor yang diduga

mempengaruhi *initial return*, yaitu: kapitalisasi pasar, SRV (*security return variability*), industri, dan anjuran PER (*price per earning ratio*). Hasil empiris menunjukkan bahwa faktor-faktor tersebut ternyata tidak berpengaruh terhadap besarnya *initial return*.

Nurhidayanti dan Indriantoro (1998) dalam penelitiannya mengungkapkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel-variabel reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, presentase saham yang ditahan oleh pemegang saham lama, umur perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap tingkat *underpriced* pada penawaran perdana di BEJ. Hal ini menunjukkan bahwa para investor di BEJ tidak menggunakan informasi non-akuntansi dalam pembuatan keputusannya.

Trisnawati (1998) menguji pengaruh informasi prospektus terhadap *return* saham di pasar perdana. Informasi prospektus yang digunakan adalah reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, persen saham yang ditawarkan, umur perusahaan, ROA (*return on asset*), dan *leverage*. Hasil dalam penelitiannya menunjukkan bahwa hanya variabel umur yang berhubungan dengan *initial return*. Hal ini berarti bahwa hanya informasi umur yang digunakan dalam menilai harga saham di pasar perdana. Penelitian ini juga menggunakan analisis sensitivitas untuk menguji apakah informasi prospektus berpengaruh pada *return* saham di pasar sekunder. Hasil analisis menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap *return* di pasar sekunder setelah hari ke-15. Perlu diperhatikan bahwa model sensitivitas tidak cukup *robust* sebagai alat analisis.

How (1999) menguji kinerja awal dan jangka panjang IPO perusahaan pertambangan di Australia. Sampel yang digunakan sebanyak 130 perusahaan pertambangan yang melakukan IPO pada periode 1979-1990, hasil penelitian menunjukkan rata-rata terjadi *underpricing* sebesar 107,18%. Variabel utama yang mendasari terjadinya *underpricing* adalah karena penundaan antara tanggal registrasi prospektus dengan *listing date*. Faktor-faktor yang mempengaruhi *underpriced* antara lain adalah besar perusahaan, jumlah saham yang diterbitkan, pertumbuhan potensial dan reputasi penjamin emisi.

Chandradewi (2000) melakukan penelitian yang bertujuan untuk memberikan bukti empiris pengaruh variabel keuangan yang diungkapkan dalam prospektus IPO terhadap harga pasar saham perusahaan. Variabel keuangan yang dimaksud adalah laba per saham, *proceeds*, tipe penawaran, dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 86 perusahaan yang melakukan IPO pada periode 1994-1996. Hasil analisis menunjukkan bahwa hanya laba per saham yang berpengaruh signifikan, namun secara simultan semua variabel tersebut berpengaruh terhadap harga pasar saham.

Wardani (2000) mencoba meneliti faktor-faktor apa sajakah yang mempengaruhi *initial return* sebagai variabel pengukur keputusan investasi investor. Dalam penelitiannya telah diungkapkan faktor-faktor non-keuangan dan keuangan. Diantaranya reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, jumlah saham yang ditawarkan, umur perusahaan, jenis perusahaan, profitabilitas perusahaan serta tingkat *leverage*. Dari semua variabel tersebut ternyata tidak

ada satupun variabel yang berpengaruh secara signifikan terhadap *initial return*.

Wahastuti dan Payamta (2001) melakukan penelitian yang menguji pengaruh ramalan laba terhadap harga pasar saham. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 73 perusahaan yang melakukan IPO di BEJ pada periode pengamatan 1994-1996. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa ramalan laba bersih dan ramalan EPS berpengaruh signifikan baik secara individu maupun serentak terhadap harga pasar saham.

Ernyan dan Husnan (2002) dalam penelitiannya juga mengungkapkan bahwa IPO perusahaan keuangan ternyata tidak memberikan *underpricing* yang lebih rendah daripada perusahaan non-keuangan, baik tanpa ataupun dengan mengontrol variabel-variabel yang mungkin mempengaruhi *underpricing* tersebut. Reputasi penjamin emisi, *after market volatility*, dan umur perusahaan juga tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap *underpricing*.

Kartini & Payamta (2002) dalam penelitiannya menguji perilaku harga saham pada saat IPO yang ditunjukkan melalui *abnormal return* dan faktor-faktor yang mempengaruhi perilaku harga saham tersebut antara lain adalah EPS, *leverage*, profitabilitas perusahaan, reputasi auditor, persentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, varian perusahaan (jenis industri). *Abnormal return* dihitung dengan menggunakan *market adjusted*. Data diambil dari 43 sampel di BEJ yang *publish* awal januari 1999 - 31 juli 2001. Studi ini juga menyimpulkan bahwa reputasi auditor, reputasi penjamin emisi,

umur, dan jenis industri perusahaan berpengaruh terhadap *abnormal return* baik secara simultan maupun individu.

Nasirwan (2002) juga menguji secara empiris ada atau tidaknya pengaruh reputasi penjamin emisi dan auditor, persentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, nilai penawaran saham, dan deviasi standar *return* terhadap *return* awal, *return* 15 hari sesudah IPO, dan kinerja perusahaan 1 tahun sesudah IPO. Sampel yang digunakan sebanyak 227 perusahaan IPO pada periode 6 Juli 1989 sampai 29 Juli 1996. Hasil analisis menunjukkan bahwa reputasi penjamin emisi dan deviasi standar *return* berasosiasi positif signifikan secara statistik dengan *return* 15 hari sesudah IPO. Sedangkan koefisien variabel persentase penawaran saham dan nilai penawaran saham berasosiasi negatif secara signifikan dengan *return* 15 hari sesudah IPO. Reputasi penjamin emisi dan deviasi standar *return* berpengaruh positif signifikan dengan *return* awal. Selain itu ditemukan bahwa secara umum, informasi non akuntansi seperti reputasi Penjamin emisi dan nilai penawaran saham berasosiasi dengan kinerja perusahaan satu tahun setelah IPO di pasar sekunder.

F. Pengembangan Hipotesis

Faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan investasi investor antara lain:

1. informasi Keuangan Prospektus IPO

Informasi keuangan yang terdapat dalam prospektus IPO dibedakan menjadi beberapa faktor. Faktor-faktor tersebut adalah sebagai berikut.

Faktor pertama adalah adanya informasi ramalan laba dalam prospektus penawaran umum perdana pada perusahaan atau emiten yang bersangkutan. Sebagian besar penelitian-penelitian sebelumnya hanya menjelaskan mengenai ketepatan ramalan laba, faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi ketepatan ramalan laba, pengaruh ketepatan ramalan laba terhadap penentuan harga pasar saham perusahaan sesudah penawaran umum perdana, hubungan ketepatan ramalan laba dengan harga saham perdana, serta pengaruhnya terhadap return saham. Apakah ramalan laba dapat dipakai oleh investor sebagai dasar pembuatan keputusan, hal ini masih menjadi pertanyaan empiris.

Baker dan Haslem dalam Sunariyah (2002) melakukan penelitian yang dimaksudkan untuk mengidentifikasi sumber-sumber informasi yang dibutuhkan investor. Hasilnya adalah bahwa investor membutuhkan informasi yang berhubungan dengan *future expectation*.

Firth dan Smith dalam Nasirwan (2002) berpendapat bahwa apabila ramalan laba terlalu pesimistis, investor akan membuat harga saham tinggi sehingga premiumnya menjadi besar. Sebaliknya kalau ramalan laba sangat optimistik, dan investor memprediksi bias tersebut, maka investor akan membuat harga saham yang rendah. Namun berikut dalam penelitian Sunariyah (2002) menjelaskan bahwa tingkat kesalahan ramalan laba tidak bisa menjelaskan besarnya presentase premium. Artinya, investor belum bisa mengerti informasi ramalan laba untuk dijadikan sebagai salah satu dasar dalam pembuatan keputusan investasi.

Berbeda dengan Pownall et al. dalam Sunariyah (2002) yang menjelaskan bahwa investor menggunakan informasi ramalan sebagai sebagai dasar pembuatan keputusan. Mereka juga mendukung pernyataan bahwa dari segi manajer, ramalan merupakan salah satu alat untuk memprediksi harga saham meskipun pendapat lain menyatakan bahwa laba aktual mempunyai pengaruh yang lebih baik daripada ramalan laba. SURIANTI dan Indriantoro (1999) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa penyimpangan ramalan yang terjadi lebih kecil dibandingkan penyimpangan yang ditemukan pada penelitian sebelumnya. Hal ini mengindikasikan bahwa ramalan laba yang disajikan pada prospektus IPO memberikan informasi yang relatif lebih akurat dibandingkan ramalan laba periode sebelumnya. Hal ini juga berarti bahwa keandalan informasi ramalan laba sebagai dasar pengambilan keputusan semakin meningkat.

Penelitian Clarkson dan Donto dalam Wahastuti dan Payamta (2001) di Canada menyimpulkan bahwa pada saat IPO perusahaan memiliki gejala dan tanda good news tentang prospek arus kas di masa mendatang. Oleh karena itu, perusahaan mengungkapkan prediksi labanya dalam prospektus. Mereka juga menduga bahwa dengan memasukkan prediksi laba ke prospektus, pasar akan memandang sebagai suatu signal yang menguntungkan dan akan meningkatkan penilaian pada IPO tersebut. Berdasarkan uraian tersebut, dimunculkan hipotesis sebagai berikut:

Ha1: informasi ramalan laba bersih prospektus IPO berpengaruh signifikan positif terhadap keputusan investasi investor.

Ha2: informasi ramalan laba per saham prospektus IPO berpengaruh signifikan positif terhadap keputusan investasi investor.

Faktor kedua, tingkat *financial leverage* suatu perusahaan. Tingkat *leverage* menunjukkan seberapa besar *asset* perusahaan diperoleh atau didanai oleh hutang. Jadi, tingkat *leverage* merupakan satu hal yang mencerminkan resiko perusahaan. Perbedaan hasil penelitian mengenai pengaruh *financial leverage* terhadap *initial return* sebagai variabel untuk mengukur keputusan investasi investor masih menjadi pertanyaan besar dalam dunia penelitian akuntansi. Trisnawati (1998) menemukan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap *return* 15 hari setelah IPO. Sedangkan Wardani (2000) dalam penelitiannya tidak menemukan pengaruh yang signifikan antara *financial leverage* dengan *initial return*. Hal ini dimungkinkan disebabkan keadaan pasar modal Indonesia, yang baru memenuhi efisien bentuk lemah. Hipotesis kedua penelitian ini adalah:

Ha3: Tingkat *financial leverage* suatu perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap keputusan investasi investor.

Faktor ketiga, nilai penawaran saham. Nilai penawaran saham ini merupakan hasil kali dari harga penawaran saham awal (*offering price*) dengan jumlah lembar saham yang diterbitkan. Nasirwan (2002) mengidentifikasi secara statistis bahwa variabel ini signifikan dengan *return* 15 hari sesudah IPO dan kinerja perusahaan satu tahun sesudah IPO. Kondisi ini terjadi dengan asumsi harga penawaran terprediksi pada

ramalan laba. Jumlah penawaran biasanya mempengaruhi besarnya permintaan yang dilakukan oleh pasar. Hal ini sejalan dengan teori ekonomi bahwa dalam perdagangan yang sehat diperlukan adanya keseimbangan antara permintaan dengan penawaran yang nantinya dapat mempengaruhi keseimbangan harga pasar. Hipotesis ketiga penelitian ini adalah:

Ha4: nilai penawaran saham berpengaruh signifikan positif terhadap keputusan investasi investor.

Faktor keempat, besaran perusahaan. Suatu perusahaan yang memiliki skala ekonomi yang tinggi diharapkan akan mampu bertahan dalam waktu yang lama. Kebanyakan investor lebih memilih untuk menginvestasikan modalnya di perusahaan yang memiliki skala ekonomi yang lebih tinggi. Nasirwan (2002) dalam penelitiannya mengungkapkan bahwa variabel besaran perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* 15 hari sesudah IPO. Carter dan Manaster (1990) telah membuktikan bahwa semakin tinggi besaran suatu perusahaan maka tingkat *underpriced* akan semakin rendah. Hipotesis kelima penelitian ini adalah:

Ha5: besaran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap keputusan investasi investor.

Dari keempat hipotesis tersebut, maka dirumuskan hipotesis kelima, yaitu:

Ha6: ramalan laba, *financial leverage*, nilai penawaran saham, dan besar perusahaan berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi investor.

2. Informasi Non-Keuangan Prospektus IPO

Informasi non-keuangan dalam prospektus IPO juga terdiri dari beberapa faktor. Faktor-faktor tersebut adalah sebagai berikut.

Faktor pertama, tipe perusahaan. Tipe perusahaan dalam penelitian ini di bagi menjadi dua tipe, yaitu perusahaan keuangan dan perusahaan non-keuangan. Perusahaan-perusahaan keuangan merupakan perusahaan yang banyak menghadapi berbagai regulasi yang diterbitkan oleh lembaga yang mengatur sektor keuangan, dalam hal ini adalah Departemen Keuangan dan atau Bank Indonesia. Sedangkan perusahaan non-keuangan merupakan perusahaan yang beroperasi di selain sektor perbankan dan jasa keuangan. Namun menurut Ernyan dan Husnan (2002) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa penawaran perdana perusahaan keuangan ternyata juga tidak memberikan *underpricing* yang lebih rendah daripada perusahaan non-keuangan, baik tanpa ataupun dengan mengontrol variabel-variabel yang mempengaruhi *underpricing*. Hal ini terjadi mungkin karena kurang efektifnya pengawasan dan atau kurang relevannya pengungkapan informasi yang tersedia. Sedangkan Sahi dan Lee (1999) perusahaan properti secara umum menunjukkan *return* hari pertama yang rata-rata positif. Perusahaan properti perdagangan menunjukkan rata-rata pengembalian yang lebih tinggi daripada perusahaan properti investasi. Hipotesis keenam penelitian ini adalah:

Ha7: perbedaan tipe perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap keputusan investasi investor.

Faktor kedua, umur perusahaan. Perusahaan yang belum lama berdiri, akan lebih sulit untuk membentuk ramalan laba dibandingkan dengan perusahaan yang telah lama berdiri (Berlinger dan Robbins dan Firth dan Smith seperti yang dikutip dalam Sunariyah, 2002). Hal ini berdasarkan 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. Sedangkan manajemen perusahaan yang relatif muda, diperkirakan kurang berpengalaman. Oleh karena itu, manajemen tidak mempunyai pengetahuan yang luas terhadap faktor-faktor yang harus dipertimbangkan untuk menentukan harga penawaran saham perdana. Namun dalam Beatty (1989) menunjukkan bahwa semakin muda umur perusahaan memungkinkan tingkat *underpriced* yang semakin tinggi. Hipotesis ketujuh dalam penelitian ini adalah:

Ha8: umur perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap keputusan investasi investor.

Faktor ketiga dan keempat, reputasi penjamin emisi dan reputasi auditor. Penggunaan jasa sponsor (auditor dan penjamin emisi) yang berkualitas akan memberikan sinyal mengenai nilai perusahaan yang bersangkutan kepada investor yang potensial (Keasey dan McGuinness dalam Surianti dan Indriantoro, 1999), dan sekaligus digunakan sebagai sinyal mengenai kualitas IPO yang dipublikasikan (Holland dan Horton dalam Surianti dan Indriantoro, 1999). Auditor adalah salah satu faktor

yang mempengaruhi tingkat kepercayaan investor, karena prospektus IPO ini diperiksa Akuntan. Oleh karena itu, auditor harus menjamin informasi keuangan prospektif yang disajikan, apakah sesuai dengan pedoman penyajian laporan keuangan prospektif atau tidak. Nasirwan (2002) dalam penelitiannya kedua variabel ini ternyata signifikan secara statistis terhadap *return* 15 hari sesudah IPO maupun untuk kinerja satu tahun sesudah IPO.

Beatty (1989) mengungkapkan bahwa semakin tinggi reputasi auditor akan menghasilkan *initial return* yang lebih rendah, sedangkan reputasi penjamin emisi berasosiasi negatif terhadap tingkat *underpriced*. Namun berbeda dengan penelitian Wardani (2000) yang tidak menemukan pengaruh yang signifikan dari kedua variabel ini terhadap *initial return*. Penjamin emisi dalam mengevaluasi perusahaan senantiasa berhati-hati untuk menjaga kredibilitasnya, karena penjamin emisi ingin memberikan hasil yang maksimal kepada para pemakai dimana dalam hal ini adalah masyarakat sebagai calon investor. Penelitian Carter dan Manaster (1990) menunjukkan bahwa semakin tinggi reputasi penjamin emisi, tingkat *underpriced* akan semakin rendah. Hipotesis kedelapan dan kesembilan dari penelitian ini adalah:

Ha9: reputasi penjamin emisi berpengaruh signifikan positif terhadap keputusan investasi investor.

Ha10: reputasi auditor berpengaruh signifikan positif terhadap keputusan investasi investor.

Dari keempat hipotesis ini, dirumuskan pula hipotesis kesepuluh, yaitu:

Ha11: tipe perusahaan, umur perusahaan, reputasi penjamin emisi, dan reputasi auditor berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi investor.

Serta dari kesepuluh hipotesis sebelumnya dirumuskan pula hipotesis yang kesebelas, yaitu:

Ha12: ramalan laba, *financial leverage*, nilai penawaran saham, besar perusahaan, tipe perusahaan, umur perusahaan, reputasi penjamin emisi, dan reputasi auditor berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi investor.

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Desain Penelitian

Penelitian yang dilakukan merupakan suatu *correlational study*. Menurut Sekaran (2000:130), studi ini adalah studi yang mencoba untuk melihat pengaruh suatu atau beberapa variabel independen terhadap satu atau beberapa variabel dependen. Peneliti mencoba untuk melihat pengaruh informasi prospektus penawaran umum perdana di pasar modal Indonesia terhadap keputusan investasi investor, dimana informasi ramalan laba, *financial leverage*, nilai penawaran saham, tipe perusahaan, besaran perusahaan, umur perusahaan, reputasi penjamin emisi dan reputasi auditor sebagai variabel independen terhadap keputusan investasi investor sebagai variabel dependen. Penelitian ini merupakan penelitian *ex post facto* (kausal-komparatif). Menurut Kerlinger dalam Umar (2001:59) penelitian ini merupakan pencarian empirik yang sistematis, dimana peneliti tidak dapat mengontrol variabel bebasnya karena peristiwa telah terjadi atau karena sifatnya tidak dapat dimanipulasi. Peneliti menggunakan dimensi waktu *cross sectional study*. Di mana peneliti hanya mengambil data sekali yaitu pada periode waktu 1998-2002.

B. Populasi dan Sampel

Populasi adalah jumlah dari keseluruhan individu yang akan diteliti dan paling sedikit mempunyai satu sifat yang sama yang karakteristiknya hendak

diduga (Djarwanto, 1993: 107). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang *listing* di BEJ. BEJ menjadi pilihan sumber pengambilan populasi karena BEJ merupakan bursa efek terbesar di Indonesia, sehingga diharapkan akan memperoleh jumlah populasi sekaligus sampel yang besar, dan dapat memperkuat *power-of test*-nya. Selain itu juga dikarenakan data yang berhubungan dengan BEJ lebih mudah diperoleh.

Sampel adalah sebagian dari populasi yang termasuk didalamnya beberapa anggota terpilih dari populasi dengan kata lain beberapa, tetapi tidak semua elemen dari populasi akan membentuk sampel (Sekaran, 2000:267). Sampel penelitian diambil dengan *non probability sampling*, dimana tidak setiap elemen dalam populasi mendapat kesempatan atau mempunyai probabilitas yang sama untuk dipilih menjadi anggota sampel. Metode yang digunakan adalah *purposive sampling*, dimana pengambilan elemen-elemen yang dimasukkan dalam sampel didasarkan atas ciri-ciri atau sifat-sifat tertentu yang dipandang mempunyai hubungan yang erat dengan ciri-ciri atau sifat-sifat populasi yang sudah diketahui sebelumnya. Adapun karakteristik atau kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. **perusahaan tersebut melakukan IPO pada periode 1998-2002 di BEJ. Pemilihan periode ini berdasarkan beberapa alasan, pertama karena ketersediaan data. Kedua, tahun-tahun tersebut adalah tahun setelah terjadinya krisis sehingga diharapkan pasar modal Indonesia telah kembali normal. Tahun 1997 tidak diikutsertakan dalam penelitian ini karena krisis ekonomi mulai terjadi pada**

pertengahan tahun 1997 (Juli 1997), sehingga pengaruh krisis selama 1 semester itu belum memberikan pengaruh yang penuh bagi keseluruhan data tahun 1997 karena terakumulasi oleh data yang berasal dari semester pertama tahun 1997 (Manao dan Nur, 2001).

2. memiliki prospektus perusahaan yang mencantumkan ramalan laba bersih, ramalan EPS, tingkat *leverage*, nilai penawaran saham, besar dan umur perusahaan, penjamin emisi serta auditor yang mengaudit laporan keuangan.
3. perusahaan mengalami *underpricing* pada saat penawaran umum perdananya.

Jumlah perusahaan yang go public tahun 1998-2002 adalah sebanyak 83 perusahaan. Distribusi perusahaan tersebut dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel III. 1
Populasi Sampel

Jenis Industri	Perusahaan IPO					Total
	1998	1999	2000	2001	2002	
Kuangan	0	0	6	5	4	15
Non-kuangan	6	6	15	25	15	67
Total	6	6	21	30	19	82

Sumber: data yang diolah

Sampel yang bisa digunakan dari 82 perusahaan IPO periode 1998-2002 adalah sebanyak 42 sampel, yang terdiri dari 15 perusahaan

keuangan dan 27 perusahaan non-keuangan. Proses seleksi sampel dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel III. 2
Seleksi Sampel Penelitian

Perusahaan yang melakukan IPO periode 1998-2002	82 perusahaan
Tidak termasuk sampel	
Emiten yang informasi prospektusnya tidak lengkap	(21)
Emiten yang tidak mengalami <i>underpricing</i>	(19)
Emiten yang terpilih menjadi sampel	42 perusahaan

Sumber: Data yang diolah

C. Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh dari sumber lain yang disusun untuk tujuan lain. Data sekunder tersebut terdiri dari:

1. perusahaan yang melakukan IPO pada periode 1998-2002. Data ini diperoleh dari *Factbook* dan *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1998, 1999, 2000, 2001, dan 2002 yang tersedia di Pojok BEJ UNS maupun MM UNS.
2. prospektus dari seluruh perusahaan yang go public pada tahun 1998-2002 untuk mengetahui informasi ramalan laba, baik ramalan laba bersih maupun ramalan EPS, untuk menghitung *financial leverage*, nilai penawaran saham, dan besaran

perusahaan, serta mengetahui umur perusahaan, reputasi penjamin emisi, dan reputasi auditor. Data ini diperoleh di Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) Bursa Efek Jakarta (BEJ). Sedangkan informasi jenis industri diperoleh di PPA UGM ataupun di *Factbook*.

3. data harga saham harian pada harga penutupan hari pertama saat diperdagangkan di pasar sekunder. Data diperoleh dalam prospektus harian diperoleh dari *database* maupun yang bisa diperoleh secara *online* melalui komputer yang ada di PPA UGM maupun Pojok BEJ UNS. Selain itu juga bisa diperoleh dari Daftar Kurs Resmi Harian tahun 1998-2002. Data harga saham harian yang digunakan adalah harga penutupan karena harga tersebut adalah harga yang sudah ditentukan oleh pasar. Data harian ini digunakan karena memiliki tingkat kepekaan yang tinggi dalam merespon reaksi pasar.

D. Variabel yang Diteliti dan Pengukurannya

Penelitian ini terdiri dari dua macam variabel dengan definisi dan pengukuran sebagai berikut:

1. variabel Dependen.

Variabel dependen pada penelitian ini adalah keputusan investasi investor. Variabel ini dapat dideteksi melalui fenomena *underpricing* melalui pengukuran *initial return*, yang merupakan *return* awal yang

diterima oleh pemodal yaitu selisih antara harga penutupan saham pada hari pertama diperdagangkan di bursa dengan harga di pasar perdana di bagi dengan harga perdana. Ukuran *underpricing* di sini menggunakan *initial return* dan bukan *abnormal return* karena *underpricing* hanya dilihat dari beberapa *capital gains* yang dinikmati oleh pemodal pada hari pertama saham tersebut diperdagangkan di bursa tanpa dibandingkan dengan *return* pasar dan atau memperhatikan perbedaan faktor resiko.

Yang dimaksud dengan keputusan investasi di sini adalah keputusan yang dibuat oleh investor sehubungan dengan modal yang mereka keluarkan untuk mendapatkan hasil atau pengembalian yang lebih besar atau sesuai dengan yang mereka harapkan. IPO *underpricing* berarti harga yang ditetapkan pada penawaran umum perdana lebih kecil dari harga yang terjadi pada saat saham tersebut mulai diperdagangkan di pasar modal. Menurut Ibbotson dalam Ahmad Rodoni (2002) menemukan bahwa setelah membeli saham pada penawaran perdana investor rata-rata menikmati profit sebesar 11,4%.

$$\text{Initial Return} = \frac{(\text{harga penutupan hari pertama bursa} - \text{harga perdana})}{\text{harga perdana}}$$

Untuk menghilangkan bias karena magnitude pembagiannya, maka digunakan rumus sebagai berikut:

$$\ln \text{Initial return} = \ln \frac{(\text{harga penutupan hari pertama bursa} - \text{harga perdana})}{\text{harga perdana}}$$

2. variabel Independen

a. Informasi Keuangan Prospektus IPO:

A. ramalan laba, merupakan informasi yang disajikan oleh perusahaan atau emiten dan tercantum pada prospektus yang berbentuk prediksi terhadap kejadian atau harapan pertambahan kekayaan yang diharapkan terjadi di masa yang akan datang. Ramalan yang sering dijumpai pada setiap prospektus penawaran umum perdana adalah angka akuntansi yang sering dinyatakan dalam ramalan laba bersih dan laba per lembar saham (*earning per share*, EPS). Ramalan laba bersih adalah informasi mengenai laba yang diharapkan akan diperoleh selama periode waktu tertentu yang dinyatakan dalam mata uang. Sedangkan ramalan EPS merupakan informasi tentang laba bersih untuk setiap unit saham, yang juga dinyatakan dalam mata uang.

B. *financial Leverage*, yaitu sebuah rasio keuangan untuk mengukur seberapa jauh perusahaan didanai oleh hutang atau oleh pihak luar dengan kemampuan perusahaan yang digambarkan oleh modal, yaitu persentase perbandingan total hutang dengan modal atau ekuitas.

C. nilai penawaran saham, nilai penawaran saham merupakan hasil kali dari harga penawaran awal (*offering price*) dengan jumlah lembar saham yang diterbitkan (Christy et al. dalam Ernyan dan Husnan, 2002). Variabel ini diukur dengan nilai penawaran saham pada saat

melakukan IPO. Nilai penawaran saham yang dipakai dalam pengujian adalah nilai penawaran saham yang telah dibagi dengan nilai ekuitas perusahaan.

- D. besaran perusahaan, besar kecilnya perusahaan dapat dilihat dari skala ekonomi perusahaan tersebut. Variabel ini diukur dengan menghitung *log natural* total aktiva tahun terakhir sebelum perusahaan tersebut *listing*.

2. Informasi Non-Kuangan Prospektus IPO:

- A. tipe perusahaan, jenis atau tipe perusahaan tersebut yang akan dibedakan menjadi dua tipe, yaitu perusahaan yang tergolong perusahaan keuangan dan non-keuangan. Variabel ini merupakan *dummy variable*, dengan nilai satu untuk perusahaan keuangan dan nol untuk perusahaan non-keuangan.
- B. umur perusahaan, lama berdirinya suatu perusahaan. Variabel ini diukur dengan menghitung *log natural* dari jumlah bulan sejak perusahaan tersebut berdiri sampai perusahaan *listing*.
- C. penjamin emisi dan auditor. Penjamin emisi adalah badan atau lembaga yang melakukan penjaminan emisi. Sedangkan auditor adalah pihak pemeriksa laporan keuangan yang dibuat oleh manajemen untuk menjamin informasi keuangan yang disajikan tersebut telah sesuai dengan prinsip-prinsip akuntansi yang berlaku umum. Kedua variabel ini merupakan variabel kualitatif, sehingga

dinyatakan dalam *dummy variable*, yaitu variabel yang memiliki dua nilai (0 dan 1). Penjamin Emisi dan Auditor yang dikategorikan berkualitas diberi nilai 1, sedangkan Penjamin Emisi dan Auditor yang kurang atau tidak berkualitas diberi nilai 0. Tingkat kualitas ditentukan secara subyektif, karena tidak terdapatnya konsensus mengenai kredibilitas keduanya di Indonesia. Oleh karena itu, KAP yang termasuk dalam *the big five*, dikategorikan sebagai KAP yang berkualitas. Berdasarkan penelitian Manao dan Nursetyo (2002), Auditor yang termasuk dalam *the big five* adalah: Prasetio Utomo & Co. (Arthur Andersen), Hadisusanto dan Rekan (Pricewaterhouse Coopers), Hans Tuanakotta & Mustofa (Deloitte Touche Tohmatsu), Hanadi, Sarwoko, & Sandjaja (Ernst and Young), dan Sidharta Siddharta & Harsono (KPMG). Untuk Penjamin Emisi, yang termasuk dalam *Top 20 broker* berdasarkan *total value* selama tahun 1998-2002, dikategorikan sebagai yang berkualitas. Penilaian ini seperti yang telah dilakukan oleh Sunariyah (2002).

E. Metode Analisis Data

Singarimbun (1989) mengemukakan bahwa analisis data merupakan proses penyederhanaan data ke dalam bentuk yang lebih mudah dibaca dan diinterpretasikan. Metode analisis data yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah metode regresi berganda (*multiple regression*). Metode ini digunakan untuk menguji seberapa besar pengaruh variabel-variabel independen (lebih

dari satu variabel independen) terhadap variabel dependen. Untuk pengujian faktor-faktor yang berpengaruh terhadap keputusan investasi investor, variabel independennya adalah informasi ramalan laba, *financial leverage*, nilai penawaran saham, tipe perusahaan, besaran perusahaan, umur perusahaan, reputasi penjamin emisi dan reputasi auditor. Sedangkan variabel dependennya adalah keputusan investasi investor. Untuk pengujian hipotesis ke-1 sampai hipotesis ke-6, digunakan model regresi berganda dengan formula sebagai berikut:

$$\ln KII_1 = a + b_1 RLB + b_2 REPS + b_3 LEV + b_4 NPS + b_5 \ln SIZE + e$$

Sedangkan untuk pengujian hipotesis ke-7 sampai hipotesis ke-11 digunakan model regresi berganda dengan formula sebagai berikut:

$$\ln KII_2 = a + b_1 TIPE + b_2 \ln AGE + b_3 PNJM + b_4 AUDIT + e$$

Dan untuk hipotesis yang ke-12 dan digunakan model regresi berganda dengan formula sebagai berikut:

$$\ln KII_3 = a + b_1 RLB + b_2 REPS + b_3 LEV + b_4 NPS + b_5 \ln SIZE + b_6 TIPE + b_7 \ln AGE + b_8 PNJM + b_9 AUDIT + e$$

Dimana:

KII = Keputusan Investasi Investor

a = Konstanta

e = Residual/kesalahan regresi

b_1, \dots, b_9 = Koefisien regresi

RLB = Ramalan laba bersih

REPS = Ramalan *earning per share* (laba bersih per saham)

LEV	= <i>Financial leverage</i>
NPS	= Nilai penawaran saham
SIZE	= Besaran perusahaan
TIPE	= Tipe perusahaan
AGE	= Umur perusahaan
PNJM	= Penjamin emisi
AUDIT	= Auditor yang mengaudit laporan keuangan

Data sampel akan dianalisis dengan menggunakan *SPSS 11.0 for Windows* Komputer akan memproses data-data ini dan akan menghasilkan formula KII (keputusan investasi investor). Untuk menguji masing-masing hipotesis tersebut apakah didukung atau tidak, dapat dilihat dari *sig T* dari tiap-tiap koefisien korelasi variabel dependennya. Metode yang digunakan dalam penelitian ini secara teoritis akan menghasilkan nilai parameter model penduga yang lebih sah bila dipenuhi asumsi klasik analisis regresi. Sebelum melakukan pengujian terhadap hipotesis, terlebih dahulu dilakukan pengujian terhadap normalitas data dan asumsi klasik yang menjadi prasyarat bagi analisis regresi.

1. Normalitas

Uji normalitas dilakukan dengan menggunakan alat analisis yang tersedia dalam regresi berganda, dengan menggunakan *normal probability plot*. Deteksi normalitas dilakukan dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik. Dasar pengambilan keputusannya adalah bahwa jika data menyebar di sekitar

garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi telah memenuhi asumsi normalitas. Sebaliknya, jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

2. Heterokedastisitas

Uji asumsi ini dilakukan dengan tujuan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, terjadi ketidaksamaan varians dari *residual* dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians dari *residual* dari satu pengamatan lain ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homokedasitas. Dan jika varians berbeda, disebut heterokedasitas. Situasi heterokedastisitas akan mengakibatkan penaksiran-penaksiran regresi menjadi tidak efisien.

Deteksi adanya heterokedasitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik hasil *scatteredplot regresi* baik secara parsial maupun keseluruhan persamaan regresi, melalui sumbu x dan y yang telah diprediksi. Sumbu x merupakan *residual* dan sumbu y merupakan nilai y prediksi dikurangi dengan nilai y sesungguhnya yang telah di-*studentized*. Dasar pengambilan keputusannya adalah jika terdapat pola tertentu, seperti titik-titik (*point-point*) yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka telah terjadi heterokedasitas. Sebaliknya, jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu y, maka tidak terjadi heterokedasitas.

3. Multikolinearitas

Pengujian terhadap multikolinearitas dimaksudkan untuk mengetahui apakah antar variabel independen saling berkorelasi. Masalah multikolinearitas terjadi pada analisis regresi dimana terdapat lebih dari satu variabel independen. Pengambilan keputusan dengan melihat *tolerance value* dan *Variance Inflation Factor* (VIF). Jika *tolerance value* lebih besar dari 0,01 dan VIF lebih kecil dari 10, maka tidak terjadi multikolinearitas. Demikian pula sebaliknya, apabila *tolerance value* kurang dari 0,01 dan VIF lebih dari 10, maka terjadi multikolinearitas.

4. Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui apakah ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-n$, atau ada hubungan diantara variabel independen dalam mempengaruhi variabel dependen. Akibat dari adanya autokorelasi yaitu persamaan regresi menjadi tidak efisien karena memiliki *variance* yang rendah, sehingga *t test* dan *F test* menjadi bias. Selain itu, R^2 tidak dapat digunakan sebagai ukuran R^2 yang sesungguhnya (Gujarati, 1992).

Pengujian autokorelasi dilakukan dengan uji *Durbin Watson*, melalui langkah-langkah berikut:

- a. Merumuskan hipotesis H_0 : tidak terdapat autokorelasi dan H_a : terdapat autokorelasi.
- b. Menentukan nilai d hitung atau nilai uji Durbin-Watson dan dari jumlah observasi (n) serta jumlah variabel independen (k) ditentukan nilai batas atas (d_u) dan batas bawah (d_l). Penentuan adanya autokorelasi berdasar atas kriteria berikut:
 - 1) $0 < d < d_l$ H_0 ditolak, berarti terdapat korelasi positif.
 - 2) $d_l < d < d_u$ daerah tanpa keputusan, berarti uji tidak menghasilkan kesimpulan (*inconclusive*).
 - 3) $d_u < d < (4 - d_u)$ H_0 diterima, berarti tidak terdapat autokorelasi.
 - 4) $(4 - d_u) < d < (4 - d_l)$ daerah tanpa keputusan, berarti uji tidak menghasilkan kesimpulan (*inconclusive*).
 - 5) $(4 - d_l) < d < 4$ H_0 ditolak, berarti terdapat autokorelasi negatif.

Dengan terpenuhinya pengujian normalitas dan asumsi klasik, menunjukkan bahwa data yang digunakan secara teori adalah tidak bias, konsisten, dan penaksiran koefisien regresinya efisien (Gujarati, 1999). Dengan demikian, hasil pengujian hipotesis dalam penelitian bisa dikatakan sah.

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Pada bagian ini akan dikemukakan hasil analisis data dari pengolahan data dengan menggunakan alat model analisis regresi berganda dengan bantuan program *SPSS 11.0 for Windows*. Pembahasan hasil analisis akan dibagi menjadi tiga disesuaikan dengan hipotesis-hipotesis yang diajukan sebelumnya. Seperti yang terdapat dalam metode analisis data bab sebelumnya bahwa untuk menguji keduabelas hipotesis dalam penelitian ini, peneliti menggunakan tiga persamaan regresi. Persamaan regresi yang pertama untuk mengetahui pengaruh dari variabel keuangan terhadap keputusan investasi investor sebagai variabel dependennya. Persamaan regresi yang kedua untuk mengetahui pengaruh dari variabel non-keuangan, sedangkan persamaan regresi yang ketiga untuk mengetahui pengaruh keseluruhan variabel baik itu variabel keuangan maupun non-keuangan terhadap keputusan investasi investor.

A. Analisis Statistik Deskriptif

Berdasarkan keseluruhan data yang diperoleh peneliti dari 42 perusahaan yang melakukan IPO pada periode 1998-2002 sesuai dengan proses seleksi sampel penelitian seperti yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, diperoleh gambaran deskriptif data seperti pada tabel berikut ini (untuk

dummy variable, nilai terkecil dan terendah adalah 0 dan 1 karena variabel ini adalah variabel kualitatif).

Tabel IV. 1
Desikripsi Data

Variabel	Data			
	Terkecil		Terbesar	
	Nilai	Perusahaan	Nilai	Perusahaan
RLB	Rp 1402.85		Rp 109,223.00	PT Bank Artha Niaga Kencana Tbk.
	juta	PT Kimia Farma Tbk	juta	
REPS	Rp 3.26/saham	PT Infoasia Teknologi Global Tbk.	Rp 291.00/saham	PT Tunas Baru Lampung Tbk.
		PT Trimegah Securities Tbk.	95.24%	PT Bank Eksekutif Internasional Tbk.
LEV	5%			
		PT Tempo Inti Media Tbk. dan PT Asia Kapitalindo Sec.Tbk	2.95	PT Tunas Baru Lampung Tbk.
NPS	0.03		Rp 9,544,340.53	
	Rp 10,516.00	PT Lapindo Packaging Tbk.	juta	PT Bank Buana Tbk.
SIZE				PT Bank Buana Tbk.
	juta			
AGE	7 bulan	PT Bank Kesawan Tbk.	525 bulan	Tbk.

Sumber: data yang diolah

B. Pengujian Asumsi Klasik

Berdasarkan output program *SPSS for Windows Release 11.0* (lampiran 2, 9, dan 17) diperoleh persamaan regresi (PR) sebagai berikut:

$$\ln KII_1 = 6,113 - 9,325E-06RLB - 4,013E-03REPS - 1,530E-03LEV - 4,356E-02NPS - 9,968E-02\ln SIZE$$

$$\ln KII_2 = 6,033 - 0,965TIPE - 0,375\ln AGE + 0,251PNJM - 0,367AUDIT$$

$$\ln KII_3 = 5,813 - 4,141E-06RLB - 5,523E-03REPS - 1,34E-03LEV - 3,081E-02NPS + 1,154E-02\ln SIZE - 0,791TIPE - 0,131\ln AGE - 0,204PNJM - 0,288AUDIT$$

Model regresi yang telah dihasilkan diatas selanjutnya dilakukan pengujian-pengujian asumsi klasik untuk mengetahui kelayakan dan menghasilkan parameter penduga yang sah model regresi yang digunakan dalam penelitian ini. Berikut ini adalah ringkasan hasil pengujian asumsi klasik beserta penjelasannya.

1. Pengujian Normalitas, Heterokedasitas, dan Autokorelasi

Ringkasan hasil analisis dari pengujian asumsi klasik untuk normalitas, heterokedasitas, dan autokorelasi dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel IV. 2
Hasil Uji Normalitas, Heterokedasitas, Dan Autokorelasi

Variabel	Uji Normalitas ^a	Uji Heterokedasitas ^b	Uji Autokorelasi ^c	DW hitung (d)
PR-1	Normal	homokedasitas	Ho diterima	2,103
PR-2	Normal	homokedasitas	Ho diterima	2,139
PR-3	Normal	homokedasitas	Ho diterima	2,193

a. Data tergolong berdistribusi normal apabila memenuhi asumsi *normal probability plot* seperti lampiran halaman (5, 9, dan 17).

b. Terjadi Homokedasitas apabila data memenuhi asumsi *scatteredplot regresi* seperti lampiran halaman (5, 9, dan 17) baik parsial maupun keseluruhan.

c. Ho diterima atau tidak terjadi autokorelasi apabila $du < d < (4-du)$, dimana $du = 1,77$ dan $du = 1,72$

PR merupakan persamaan regresi.

Sumber : Data yang diolah

Berdasarkan tabel tersebut dapat disimpulkan bahwa untuk uji normalitas model regresi (lampiran 5, 9, dan 17), terlihat titik-titik data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal,

sehingga dapat dikatakan uji ini telah terpenuhi. Demikian juga dengan uji heterokedasitas, baik secara partial maupun keseluruhan, penyebaran datanya tidak membuat pola tertentu. Hal ini berarti uji ini juga telah terpenuhi (lampiran 5, 9, dan 17). Untuk uji autokorelasi, dari hasil regresi dengan menggunakan bantuan program komputer *SPSS for Windows Release 11.0* dihasilkan nilai *Durbin-Watson* atau *d*-hitung sebesar 2,103 untuk persamaan regresi yang pertama (lampiran 2), 2,139 untuk persamaan regresi yang kedua (lampiran 6), dan 2,193 untuk persamaan regresi yang ketiga (lampiran 11). Hal ini berarti tidak terdapat gejala autokorelasi. Karena dari tabel ditunjukkan untuk $n = 42$ dan $k = 4$, $k = 5+$ dengan taraf signifikansi 0,05 diperoleh nilai $du = 1,72$ dan $dl = 1,38$ serta $du = 1,77$ dan $dl = 1,34$. Menurut kriteria pengujian autokorelasi bahwa H_0 diterima (tidak terjadi autokorelasi) apabila $2 < d\text{-hitung} < 4 - du$, maka dapat disimpulkan semua persamaan regresi tersebut bebas dari gejala autokorelasi.

2. Pengujian Multikolinearitas

Didapatkan bahwa setiap nilai *Variance Inflation Factor*-nya kurang dari 10 dan lebih dari 0,01, nilai *tolerance* untuk *collinearity statistics*-nya juga mendekati 1 (tidak ada yang kurang dari 0,1), untuk uji multikolinearitas. Masing-masing besaran korelasi antar variabel independennya juga lemah (di bawah 0,5). Ketiga hal ini adalah merupakan prasyarat pemenuhan uji multikolinearitas. Hal ini berarti

bahwa uji ini juga telah terpenuhi, seperti yang ditunjukkan pada tabel berikut ini.

Tabel IV. 3
Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	PR-1		PR-2		PR-3	
	Uji Multikolinearitas ^a		Uji Multikolinearitas ^a		Uji Multikolinearitas ^a	
	<i>Tolerance</i>	VIF	<i>Tolerance</i>	VIF	<i>Tolerance</i>	VIF
RLB	0.731	1.368			0.623	1.604
REPS	0.718	1.392			0.522	1.917
Leverage	0.856	1.169			0.781	1.281
NPS	0.619	1.616			0.545	1.835
Size	0.609	1.643			0.500	1.999
Tipe			0.961	1.041	0.707	1.415
Umur			0.952	1.051	0.777	1.286
Underwriter			0.885	1.130	0.689	1.452
Auditor			0.892	1.188	0.704	1.420

a. Tidak terjadi multikolinearitas apabila memiliki nilai VIF disekitar angka 1 (dibawah 10 dan lebih dari 0.01) dan memiliki angka *tolerance* mendekati 1. Pada setiap variabel dapat disimpulkan tidak terjadi gejala multikolinearitas.

Sumber : Data yang diolah

C. Analisis Regresi dan Pengujian Hipotesis

Setelah melalui pengujian-pengujian asumsi klasik diatas, dapat disimpulkan bahwa ketiga model regresi tersebut memenuhi *Ordinary Least Squares* (OLS), sehingga ketiga persamaan regresi tersebut dapat digunakan untuk pengujian hipotesis penelitian. Ketiga persamaan regresi tersebut termasuk persamaan regresi dengan model *double-log* atau disebut juga model *log-linear*, dimana pengukuran variabel dependennya dengan menggunakan *log natural* dan beberapa variabel independennya juga menggunakan pengukuran yang sama.

Hasil regresi dapat dilihat pada lampiran 3, 7, dan 12 dimana rangkumannya dapat dilihat pada tabel sebagai berikut:

Tabel IV. 4
Hasil Analisis Regresi I, II, dan III

Variabel	PR - 1			PR - 2			PR - 3		
	b	t- hitung	T Sig	B	t- hitung	T Sig	b	t- hitung	T Sig
RLB	-9.3E-06	-1.055	0.298				-2.8E-06	-0.301	0.655
REPS	-0.004	-1.497	0.143				-0.005	-1.802	0.075
LEV	-0.015	-2.405	0.021				-0.013	-2.015	0.050
NPS	-0.043	-0.124	0.901				-0.046	-0.125	0.933
SIZE	-0.099	-0.728	0.470				0.005	0.038	0.939
TIPE				-0.984	-2.798	0.009	-0.786	-2.106	0.042
AGE				-0.387	-1.897	0.076	-0.130	-0.633	0.526
PJEMIS				0.194	0.454	0.576	-0.176	-0.399	0.649
AUDIT				-0.361	-0.993	0.313	-0.293	-0.809	0.432
	Adj R ² = 0,277			Adj R ² = 0,152			Adj R ² = 0,296		
	F-hitung = 4,135			F-hitung = 2,833			F-hitung = 2,917		
	F-tabel = 2,53			F-tabel = 2,69			F-tabel = 2,21		

Sumber: Data yang diolah

Tabel diatas menunjukkan bahwa variabel LEV (pada PR-1), TIPE dan AGE (pada PR-2), dan REPS, LEV, dan TIPE (pada PR-3) secara statistik berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan investasi investor pada level atau $\alpha = 5\%$, hal ini dapat dilihat dari nilai *T Sig* rasio tersebut yang lebih kecil dari taraf signifikansi 0,1. Karena variabel independen dalam penelitian ini lebih dari dua maka akan digunakan *adjusted R square* sebagai koefisien determinasinya. Dari besarnya angka *adjusted R square* pada masing-masing persamaan regresi tersebut dapat diartikan bahwa variasi keputusan investor bisa dijelaskan oleh masing-masing variabel independen persamaan regresinya.

Koefisien regresi serentak dapat dijelaskan dari perbandingan nilai F-hitung dan F-tabelnya, jika F-hitung > F-tabel maka masing-masing variabel independen pada persamaan regresi tersebut secara serentak berpengaruh terhadap keputusan investasi investor. Selain itu juga bisa dijelaskan dari besarnya nilai probabilitas hasil regresi. Dari hasil regresi didapatkan nilai-nilai probabilitasnya adalah 0,005 (PR-1), 0,000 (PR-2), dan 0,012 (PR-3). Nilai probabilitas tersebut masih jauh dibawah 0,05 hal ini berarti bahwa masing-masing variabel pada persamaan regresi tersebut secara serentak berpengaruh terhadap keputusan investasi investor. Hal ini juga ditunjukkan dengan nilai *adjusted R square* yang rendah (terdapat pada tabel diatas), yang berarti bahwa ketiga persamaan regresi tersebut hanya dapat menjelaskan variasi laba sebesar 27,7% (PR-1), 15% (PR-2), dan 29,5% (PR-3). Sedangkan sisanya tidak dapat dijelaskan melalui persamaan ini.

1. Hasil pengujian regresi I (pengaruh informasi keuangan prospektus IPO terhadap keputusan investasi investor)

Untuk persamaan regresi yang pertama, nilai koefisien variabel yang menggunakan *log natural (size)* adalah kurang dari 1 (-9,325E-02). Hal ini berarti bahwa jika ukuran perusahaan rata-rata meningkat 1% maka keputusan investasi investor rata-rata akan menurun ~0,09%. Semakin besar perusahaan, *initial return* yang dihasilkan oleh investor justru semakin rendah. Penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Carter dan Manaster (1990).

Berbeda untuk variabel yang tidak menggunakan *log natural*, rata-rata keputusan investasi investor akan menurun pada tingkat $\sim 0,001\%$ per juta RLB-nya, $\sim 0,4\%$ per rupiah lembar saham REPS-nya, $\sim 0,2\%$ per presentase LEV-nya, dan $\sim 4,4\%$ per rasio NPS-nya. Hal ini berarti bahwa peningkatan jumlah RLB, REPS, LEV, dan NPS juga menurunkan tingkat *initial return* yang didapat investor. Bahkan LEV dinilai berpengaruh signifikan negatif terhadap keputusan investasi investor, sejalan dengan penelitian Trisnawati (1998). Koefisien 6,113 berarti bahwa jika tidak terdapat variabel-variabel independen tersebut maka keputusan investasi investor adalah sebesar 6,113 per IPO. Berdasarkan analisis tersebut diatas dapat diambil kesimpulan bahwa dari hipotesis keenam hipotesis yang diuji dengan regresi ini hanya hipotesis ke-6 yang terbukti.

2. Hasil pengujian regresi II (pengaruh informasi non-keuangan prospektus IPO terhadap keputusan investasi investor)

Untuk persamaan regresi yang kedua, nilai koefisien variabel yang menggunakan *log natural (age)* adalah kurang dari 1 ($-0,375$). Hal ini berarti bahwa jika umur perusahaan rata-rata meningkat 1% maka keputusan investasi investor rata-rata akan menurun $\sim 0,4\%$. Semakin tua umur suatu perusahaan, *initial return* yang didapat investor justru semakin rendah. Hal ini juga sejalan dengan penelitian Beatty (1989).

Berbeda untuk variabel yang tidak menggunakan *log natural* dan menggunakan pengukuran *dummy variable*, untuk perusahaan keuangan

dan auditor yang berkualitas mempunyai rata-rata pengambilan keputusan investasi investor yang lebih rendah sebesar 96,5% dan 37,5% per IPO. Hal ini berarti emiten yang diaudit oleh auditor yang termasuk *the big fiveth*-pun menghasilkan *initial return* yang rendah (Beatty, 1989). Demikian juga dengan jenis industri keuangan yang lebih teregulasi sekalipun, bahkan jenis industri keuangan berpengaruh signifikan negatif terhadap keputusan investasi investor (Ernyan dan Husnan, 2002). Sedangkan untuk penjamin emisi yang berkualitas mempunyai rata-rata pengambilan keputusan investasi investor yang lebih tinggi sebesar 25,1% per IPO. Emiten yang penjamin emisinya termasuk dalam 20 *Top Broker* memiliki rata-rata *initial return* yang lebih tinggi sejalan dengan penelitian Nasirwan (2002). Koefisien 6,033 berarti bahwa jika tidak terdapat variabel-variabel independen tersebut maka keputusan investasi investor adalah sebesar 6,033 per IPO. Berdasarkan analisis dari persamaan regresi yang kedua ini dapat diambil kesimpulan bahwa dari kelima hipotesis yang diuji hanya hipotesis yang ke-11 yang terbukti.

3. Hasil pengujian regresi III (pengaruh informasi keuangan dan non-keuangan prospektus IPO terhadap keputusan investasi investor)

Untuk persamaan regresi yang ketiga, nilai koefisien variabel yang menggunakan *log natural* (*size* dan *age*) adalah negatif ($1,154E-02 - 1,131 = -1,11946$). Hal ini berarti bahwa dua variabel tersebut *lnAGE* dan *lnSIZE* adalah *complementary* (saling melengkapi). Dengan

mempertahankan $\ln\text{SIZE}$ tetap konstan maka jika umur perusahaan rata-rata meningkat 1% maka keputusan investasi investor akan menurun $\sim 0,13\%$. Dan jika ukuran perusahaan meningkat 1% maka keputusan investasi investor akan meningkat $\sim 0,01\%$.

Perusahaan keuangan, auditor yang berkualitas, dan penjamin emisi yang berkualitas mempunyai rata-rata pengambilan keputusan investasi investor yang lebih rendah sebesar 79,1%, 20,4%, dan 28,8% per IPO. Sedangkan untuk variabel yang tidak menggunakan *log natural*, keputusan investasi investor akan menurun pada tingkat 0,0004% per juta RLB-nya, $\sim 0,6\%$ per rupiah lembar saham EPS-nya, $\sim 0,14\%$ per persentase LEV-nya dan $\sim 3\%$ per rasio NPS-nya. Koefisien 5,813 berarti bahwa jika tidak terdapat variabel-variabel independen tersebut maka keputusan investasi investor adalah sebesar 5,813 per IPO. Jika persamaan regresi ini digunakan untuk menguji keduabelas hipotesis yang diajukan maka hanya hipotesis yang ke-5 dan yang keduabelaslah yang terbukti.

4. Hasil pengujian analisis tambahan (faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan investasi investor)

Berdasarkan analisis dari ketiga persamaan regresi sebelumnya diperlukan analisa lanjutan untuk mengetahui faktor-faktor apakah yang sebenarnya mempengaruhi keputusan investasi investor. Analisa selanjutnya adalah dengan meregresi keempat variabel yang signifikan tersebut, yaitu EPS, LEV, TIPE dan AGE, untuk melihat apakah

keempatnya bermanfaat dalam pembuatan keputusan investasi investor. Regresi lanjutan ini juga dilakukan berkali-kali untuk memenuhi *Ordinary Least Squares* (OLS) sehingga memperoleh persamaan regresi yang terbaik. Hasil regresi yang terbaik adalah dengan menghilangkan variabel AGE dari persamaan regresi. Hal ini terjadi karena dengan adanya variabel AGE ini menyebabkan hasil regresi tidak sempurna dan jauh dari signifikansi. Hasil dari regresi tersebut dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel IV. 5
Hasil Analisis Regresi IV

Variabel	b	t-hitung	T Sig	Lain-lain
LEV	-0.0131	-2.165	0.037	<i>Adjusted R</i> ² = 0,357
TIPE	-0.7152	-2.251	0.030	Sig = 0,000
EPS	-0.0064	-2.845	0.007	F-hitung = 8,6 F-tabel = 4,51

Sumber: Data yang diolah

Persamaan regresi yang diperoleh adalah sebagai berikut:

$$\ln KII = 5,032 - 0,0131LEV - 0,715TIPE - 0,0064EPS$$

Persamaan regresi ini termasuk model *semilog*. Koefisien 5,032 berarti bahwa jika tidak terdapat variabel-variabel independen tersebut maka keputusan investasi investor adalah sebesar 5,032. Keputusan investasi investor akan menurun pada sebesar 1,31% per IPO pada LEV-nya, dan 0,63% per IPO pada EPS-nya. Sedangkan untuk perusahaan yang termasuk perusahaan keuangan mempunyai rata-rata pengambilan keputusan investasi investor yang lebih rendah sebesar 71,5%.

Dilihat dari nilai *T Sig* ketiga variabel tersebut yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05 dapat diartikan bahwa LEV, TIPE, dan EPS berpengaruh signifikan negatif dalam memprediksi keputusan investasi investor. Nilai probabilitasnya yang masih jauh dibawah 0,05 juga menunjukkan bahwa LEV, TIPE, dan EPS secara serentak berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan investasi investor. Nilai *adjusted R squared* menunjukkan nilai 0,357 yang berarti persamaan regresi tersebut dapat menjelaskan variasi keputusan investasi investor sebesar 35,7%. Dari hasil tersebut dapat dikatakan bahwa keputusan investasi investor dapat diprediksikan dari LEV (Trisnawati, 1998), TIPE (Sahi dan Lee, 1999), dan EPS (Firth dan Smith dalam Sunariyah, 2002) perusahaan. Meskipun masih ada 64,3% faktor lain yang belum diuji dalam penelitian ini yang mungkin berpengaruh secara signifikan juga dalam memprediksikan keputusan investasi investor. AGE ternyata tidak signifikan mempengaruhi keputusan investasi investor. Berdasarkan keseluruhan analisis dapat disimpulkan bahwa semua pengaruh variabelnya adalah negatif kecuali untuk variabel reputasi penjamin emisi dan besaran perusahaan, itupun keduanya tidak signifikan.

BAB V

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN IMPLIKASI

Pada bab ini peneliti akan mengambil kesimpulan, keterbatasan dan implikasi dari hasil analisis data mengenai pengaruh informasi prospektus IPO terhadap pengambilan keputusan investasi investor di Bursa Efek Jakarta. Kesimpulan ini diambil dari data sekunder yang berupa informasi ramalan laba (RLB dan EPS), *financial leverage*, nilai penawaran saham, besaran perusahaan, tipe perusahaan, umur perusahaan, reputasi penjamin emisi, dan reputasi auditor.

Sebagaimana diungkapkan dalam tujuan, penelitian ini dimaksudkan untuk mengetahui pengaruh informasi prospektus IPO terhadap pengambilan keputusan investasi investor di Bursa Efek Jakarta, dengan menggunakan analisis regresi berganda, seperti yang diuraikan pada sesi sebelumnya, maka penelitian ini menyimpulkan beberapa hal sebagai berikut:

A. Kesimpulan

1. Hasil analisis menunjukkan bahwa baik variabel keuangan (RLB, EPS, *financial leverage*, nilai penawaran saham, dan besaran perusahaan) maupun non-keuangan (tipe perusahaan, umur perusahaan, reputasi penjamin emisi, dan reputasi auditor) dalam prospektus IPO secara serempak berpengaruh terhadap keputusan investasi investor di BEJ.

2. Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel EPS, *financial leverage*, tipe, dan umur perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap keputusan investasi investor pada penawaran perdana di BEJ.
3. Koefisien regresi menunjukkan hubungan antara variabel dependen dengan variabel-variabel independen. Dari hasil analisis data menunjukkan bahwa hanya variabel besaran perusahaan dan reputasi penjamin emisi yang mempunyai hubungan positif dengan variabel dependen (keputusan investasi investor) namun keduanya tidak berpengaruh signifikan. Sedangkan RLB, EPS, *financial leverage*, nilai penawaran saham, tipe perusahaan, umur perusahaan, reputasi penjamin emisi, dan reputasi auditor mempunyai pengaruh yang berasosiasi negatif.
4. Berdasarkan analisis lanjutan dalam penelitian ini diperoleh bahwa EPS, *financial leverage*, dan tipe perusahaan berpengaruh signifikan secara statistik. Untuk itu investor dapat menggunakan informasi ini dalam pengambilan keputusan investasinya. Meskipun masih dimungkinkan adanya variabel-variabel lain yang secara signifikan berpengaruh yang tidak terungkap dalam penelitian ini.

B. Keterbatasan

Penelitian ini mempunyai sejumlah keterbatasan baik dalam pengambilan sampel maupun dalam metodologi yang digunakan. Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini antara lain:

1. terbatasnya jumlah populasi dalam penelitian ini karena banyaknya perusahaan yang tidak menyediakan informasi dengan lengkap pada masing-masing prospektus IPO-nya.
2. adanya selang waktu antara diterbitkannya prospektus dengan saat IPO, memungkinkan adanya peristiwa penting yang mempengaruhi investor untuk berinvestasi. Hal ini memungkinkan adanya *confounding effect*.
3. pengukuran penjamin emisi dan auditor masih menggunakan *dummy variable*, yang menurut Nasirwan(2002) memang masih kurang teliti. Hal ini dikarenakan keterbatasan data yang ada untuk melakukan pengukuran lebih lanjut.
4. Pengukuran keputusan investasi investor hanya dilihat pada hari pertama kali saham diperdagangkan di pasar sekunder. Pengaruh informasi hanya bisa dilihat pada saat pertama kali perusahaan melakukan IPO saja.

C. IMPLIKASI

Berdasarkan kesimpulan yang diambil dalam penelitian ini, maka diajukan beberapa saran berikut ini:

1. bagi calon investor, meskipun dalam penelitian ini tidak dijamin sepenuhnya hasilnya akurat karena keterbatasan yang ada, paling tidak adanya informasi REPS, *financial leverage* perusahaan serta jenis perusahaan (non-keuangan lebih beresiko) dapat digunakan untuk membantu memperoleh keputusan investasi yang lebih baik.

2. penelitian selanjutnya bisa menambahkan pengukuran variabel dependennya untuk mengetahui pengaruh informasi lebih lanjut, baik untuk jangka pendek, menengah maupun jangka panjang.
3. untuk penelitian selanjutnya gunakan pengukuran reputasi penjamin emisi dan auditor yang lebih teliti.
4. perusahaan yang masuk dalam sampel tidak diperhitungkan apakah saham-saham dalam perusahaan tersebut diperdagangkan secara aktif, diharapkan untuk penelitian selanjutnya hal ini dapat dijadikan pertimbangan.
5. ekonomi Islam dinilai sebagai alternatif pilihan oleh perekonomian dunia sebagaimana halnya ekonomi kerakyatan, meskipun bagi kalangan umat muslim hal ini merupakan sebuah keharusan, demikian juga dalam dunia pasar modal. Diharapkan penelitian selanjutnya dapat mengembangkan penelitian ini untuk pasar modal syari'ah, khususnya di *Jakarta Islamic Index* (kasus di Indonesia) untuk membantu para pelaku pasar modal islam.