

Hubungan antara Imbal Hasil IPO dan Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kinerja IPO di BEJ

Adler Haymans Manurung
Gatot Soepriyono

Abstract

This research is to explore Initial Return Stock on the Jakarta Stock Exchange period 2000, 2001 and 2002. This study used two stage method, such as first stage is to analyze initial return using univariate regression, and second stage analyze factors affected initial return using cross section multivariate regression. This research found that there is no different average initial return between gross revenue IPO, percentage floating stocks and PER. But, this study found that there is different between age and debt to equity ratio for 36 months. In second stage, this study found that initial return affected by size company, utilization IPO proceed to working capital, and shareholder sale.

Keywords: Initial Public Offering, Initial Returns

Berbagai pihak selalu mempunyai ekspektasi bahwa harga wajar saham pada pasar perdana maupun pada pasar sekunder tidak jauh berbeda sehingga tidak perlu melakukan antrian membelinya pada pasar perdana. Tetapi, selalu ditemukan di berbagai pasar saham di dunia ini bahwa harga saham perdana cenderung *underprice* (harga perdana saham dibawah harga pasar sekunder yang terjadi setelah pasar perdana berakhir) sehingga menghasilkan *abnormal returns* cukup tinggi pada hari pertama perdagangan di bursa efek dan juga mengapa terjadi *underperformance* dari saham-saham IPO dalam jangka panjang.

Adler Haymans Manurung,
Dosen Pascasarjana FEUI dan Direktur
Fund Management PT Nikko Securities
Indonesia

Gatot Soepriyono,
Lulusan Pascasarjana FEUI

Akibatnya, timbul pertanyaan bagaimana sebenarnya hubungan saham-saham IPO pada awal perdagangan (jangka pendek) dengan setelah beberapa periode kedepan (jangka panjang) dan faktor-faktor apa saja yang mungkin mempengaruhi imbal hasil kedua jangka waktu tersebut.

Harga dan kinerja dari IPO merupakan salah satu isu yang tidak pernah berhenti diteliti. Sebagai hasil dari debat yang panjang terhadap alasan dari *abnormal initial returns* dari IPO dan *longterm under-performance* dari IPO, berbagai hipotesis telah diformulasikan oleh para peneliti dibidang keuangan. Penilaian dan kinerja dari penawaran umum perdana saham (IPO) adalah satu dari sekian persoalan empiris yang menarik perhatian banyak peneliti keuangan. Walaupun terdapat bukti empiris yang luas terhadap imbal hasil awal yang tidak wajar (*abnormal initial returns*) yang terdapat pada IPO, "hot issue market" dan *long-term*

underperformance dari saham-saham IPO, pencarian alasan/sebab dari anomali-anomali ini masih belum dapat dipecahkan. Bagaimanapun, pertanyaan terhadap sebab-sebab dari IPO *underpricing* dan *long-term underperformance* telah menghasilkan berbagai hipotesis, seperti *The Agency-Cost hypothesis*, *winner's curse hypothesis*, *the certification hypothesis*, *the signalling hypothesis*, *the over-reaction hypothesis*, *the lawsuit avoidance hypothesis*, *the fads (impresario) hypothesis* dan *prospect theory*.

Seluruh hipotesis ini memiliki keterbatasan masing-masing. Terlebih lagi, hipotesis-hipotesis tersebut diformulasikan berdasarkan terutama pada analisis data dari pasar yang terbentuk. Studi saat ini secara eksplisit mengarah pada penyediaan sebuah wawasan yang utama terhadap *Winner's Curse* dan *Fads Hypothesis*.

Pertanyaan saat ini yaitu faktor apa saja yang menjadi penentu dalam menilai harga satu saham yang wajar? Kadang para analis mengestimasi harga intrinsik suatu saham dilakukan secara terperinci dengan menggunakan semua faktor utama yang mempengaruhi imbal hasil sekuritas (contoh kinerja perusahaan, tingkat kapitalisasi dan lain-lain). Dengan membandingkan nilai intrinsik suatu saham dengan harga pasarnya, analis dapat menentukan harga wajarnya. Analisis atau *investor* selanjutnya akan dapat memanfaatkan situasi tersebut dalam menentukan keputusan investasi guna memperoleh keuntungan yang telah diperhitungkan.

Dalam menentukan nilai intrinsik awal suatu sekuritas, analis banyak memanfaatkan informasi keadaan perusahaan masa lalu dan prospek kinerja dari perusahaan yang tertuang dalam prospektus awal. Imbal hasil yang dicari

bergantung pada kehandalan analis dalam menilai informasi tersebut atau elemen-elemen apa saja yang menjadi dasar dalam penilaian. Dengan meng-adakan interpretasi atau analis terhadap informasi yang tertuang dalam prospektus, maka akan diperoleh gambaran tentang perkembangan *fundamental* suatu perusahaan, dan probabilitas kemajuan dan resiko yang akan dihadapi perusahaan dimasa mendatang.

Dalam penelitian ini, peneliti mencoba untuk menganalisis faktor-faktor yang mungkin menjadi dasar pengambilan keputusan *investor* dalam membeli saham IPO yang memungkinkan menghasilkan imbal hasil yang diharapkan. Faktor-faktor yang peneliti masukkan adalah faktor-faktor yang tertuang didalam prospektus awal, yaitu berupa total aset perusahaan terakhir, lamanya berdiri (umur) perusahaan, persentase saham yang ditawarkan dari keseluruhannya, pendapatan kotor yang diperoleh (di periksa silang dengan laporan tahunan pada tahun diadakan IPO), rasio harga yang ditawarkan dengan laba per saham perusahaan terakhir, rencana penggunaan dana yang diterima (apakah digunakan untuk investasi, pembayaran hutang perusahaan terdahulu, peningkatan modal kerja perusahaan, atau bahkan IPO tersebut merupakan penjualan saham oleh pemilik lama yang hasilnya tidak masuk dalam kas perusahaan), rasio tingkat hutang terhadap laba perusahaan, melihat apakah program IPO ini merupakan bagian dari program privatisasi perusahaan milik pemerintah atau bukan.

Diantara faktor-faktor tersebut akan diteliti faktor-faktor yang sekiranya signifikan mempengaruhi imbal hasil periode jangka pendek maupun imbal hasil periode jangka panjang.

Tujuan Penelitian

Secara singkat ada beberapa hal yang ingin dicapai dalam penelitian ini, yaitu:

1. Bertujuan untuk meneliti komponen-komponen dari *initial returns* dan untuk menentukan pada *level* mana *initial returns* terrealisasi. Serta meneliti hubungan antara *initial returns* dan *long-term returns* IPO, apakah dalam jangka panjang akan terjadi *under-performance* pada saham-saham IPO.
2. Meneliti faktor-faktor yang yang

diharapkan berpengaruh pada *short-term returns* dan *long-term returns* IPO di Bursa Efek Jakarta dan pada tingkat mana setiap faktor tersebut mempengaruhi masing-masing imbal hasil.

Data dan Variabel Penelitian

Data

Penelitian yang dilakukan menggunakan perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada periode 2000 sampai dengan 2002. Pada tahun 2000, ada 21 perusahaan yang melakukan IPO, 31 perusahaan untuk tahun 2001 dan 22 perusahaan untuk tahun 2002. Tetapi, penelitian ini hanya menggunakan 71 perusahaan, karena ada 3 perusahaan yang tidak lengkap datanya.

Variabel Penelitian

Sesuai dengan tujuan penelitian ini maka variabel yang dipergunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Besarnya Perusahaan (FS)

Besarnya perusahaan ditetapkan dalam USD digunakan untuk mengeliminasi efek inflasi yang mungkin mendistorsi hasilnya, digunakan sebagai logaritma alam dari total aset ($\ln TA$) perusahaan menjelang IPO. Total aset merupakan variabel yang penting, mengingat adanya kemungkinan bahwa perusahaan IPO yang memiliki total aset kecil lebih spekulatif dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki total aset besar.

2. Umur Perusahaan (AGE)

Umur perusahaan dihitung berdasarkan tahun pendirian sampai dengan tahun IPO. Variabel umur digunakan sebagai logaritma alam dari umur ditambah 1 ($\ln(AGE)+1$). Semakin lama perusahaan beroperasi, maka ketidakpastian mengenai masa depan perusahaan berkurang dibandingkan perusahaan yang baru beroperasi.

3. Privatisasi (PRI)

Variabel privatisasi juga termasuk dalam analisis untuk menguji perbedaan kinerja dari perusahaan yang *go public* sebagai buah hasil dari privatisasi dan yang sudah *private*. Variabel *dummy* bernilai 1 diambil jika IPO berdasarkan privatisasi.

4. Jumlah Saham yang Ditawarkan (OP)

OP merupakan persentase saham yang ditawarkan ke publik dari total saham yang dimiliki.

5. Pendapatan Kotor dari IPO (GP)

Pendapatan Kotor dari IPO juga ditetapkan dalam USD dilakukan untuk mengeliminasi efek inflasi yang mungkin mendistorsi hasilnya. Dengan menggunakan nilai tukar USD yang berlaku pada hari terakhir *public offering*. Logaritma alam dari pendapatan kotor ($\ln GP$) digunakan dalam uji statistik.

6. Rasio Harga Penawaran terhadap Laba per Saham Perusahaan (P/E)

Rasio P/E diterima sebagai faktor penentu utama harga dalam literatur keuangan. Selanjutnya, rasio dari harga penawaran IPO terhadap *earning per share* saat sebelum IPO dihitung untuk menentukan rasio P/E pada saat IPO.

Rencana penggunaan dana yang didapat dari IPO. Terbagi menjadi empat variabel:

7. **Investment (INVEST)**, dana yang didapat digunakan untuk tujuan investasi pada aset tetap, seperti pembangunan gedung, membeli peralatan/mesin operasional, pembukaan cabang baru, penyertaan modal pada anak perusahaan.

8. **Debt Payment (DP)**, dana yang didapat digunakan untuk tujuan pembayaran hutang-hutang perusahaan.

9. **Working Capital (WC)**, dana yang didapat digunakan untuk tujuan peningkatan modal kerja perusahaan. Seperti pembelian bahan baku produksi

10. **Shareholder Sale (SS)**, dana yang didapat dari IPO merupakan hasil dari penjualan sebagian atau seluruh saham dari pemilik lama, dan hasil dari IPO ditujukan untuk kepentingan pemilik lama perusahaan tersebut, bukan ditujukan untuk kepentingan perusahaan.

11. **Rasio Tingkat Hutang terhadap Jumlah Kepemilikan pada Perusahaan (D/E)**

Variabel ini mengindikasikan tingkat hutang pada struktur kapital perusahaan di tahun IPO, didapat dengan membagi *total liabilities* dari perusahaan dengan *owner's equity* yang diambil dari laporan

Tabel 1. Perusahaan Pelaksana IPO Periode 2000-2002

FIRM	CODE	IPO (PRIMARY MARKET)				
		Registration		per price (Rp)	offering price (Rp)	amount of IPO stocks
		JSX SSX	Date			
Dyviacom Intrabumi Tbk	DNET	JSX	11-Dec-00	250	250	64,000,000
Gowa Makassar Tourism Dev. Tbk	GMTD	JSX	11-Dec-00	500	575	35,538,000
Andhi Chandra Automotive P Tbk	ACAP	JSX	04-Dec-00	500	875	47,000,000
Rimo Catur Lestari Tbk	RIMO	JSX	10-Nov-00	250	500	100,000,000
Bank Arta Niaga Kencana Tbk	ANKB	JSX	02-Nov-00	500	500	50,000,000
Bank Buana Indonesia Tbk	BBIA	both	28-Jul-00	500	700	194,000,000
Jeka Artha Graha Tbk	JAKA	JSX	02-Aug-00	500	600	80,000,000
Summilplast Interbenua Tbk	SMPL	JSX	03-Jul-00	500	800	42,000,000
Fortune Mate Indonesia Tbk	FMII	both	30-Jun-00	500	500	68,000,000
Bank Central Asia Tbk	BBCA	both	31-May-00	500	1,400	682,400,000
Parlin Sekuritas Tbk	PANS	JSX	31-May-00	500	550	80,000,000
Asieplast Industries Tbk	APLI	JSX	01-May-00	500	600	60,000,000
Bank Mega Tbk	MEGA	both	17-Apr-00	500	1,200	112,500,000
Kridaperdana Indahgraha Tbk	KPIG	JSX	30-Mar-00	500	500	30,000,000
Surya Intrindo Makmur Tbk	SIMM	both	28-Mar-00	500	500	60,000,000
Dharma Samudera Fishing Industries Tbk	DSFI	both	24-Mar-00	500	900	50,000,000
Tunas Baru Lampung Tbk	TBLA	JSX	14-Feb-00	500	2,200	96,154,000
Manly Unitama Finance Tbk	MANY	SSX				
Adindo Foresta Indonesia Tbk	ADFO	JSX	02-Feb-00	500	500	56,000,000
Trimegah Securities Tbk	TRIM	JSX	31-Jan-00	500	2,000	50,000,000
Alfa Retailindo Tbk	ALFA	JSX	18-Jan-00	500	550	100,000,000
Limas Stokhomindo Tbk	LMAS	both	28-Dec-01	100	350	50,000,000
Colorpak Indonesia Tbk	CLPI	JSX	30-Nov-01	100	200	50,000,000
Integrasi Teknologi Tbk	ITTG	JSX	26-Nov-01	25	150	70,000,000
Central Korporindo International Tbk	CNKO	JSX	21-Nov-01	100	105	800,000,000
Infonesia Teknologi Global Tbk	IATG	JSX	15-Nov-01	100	200	200,000,000
Centrin Online Tbk.	CENT	JSX	01-Nov-01	100	125	100,000,000
Roda Panggon Harapan Tbk.	RODA	JSX	22-Oct-01	100	120	150,000,000
Ryane Adibusana Tbk	RYAN	JSX	17-Oct-01	100	100	150,000,000
Pyridam Farma Tbk	PYFA	JSX	16-Oct-01	100	105	120,000,000
Panorama Sentrawisata Tbk	PANR	JSX	18-Sep-01	150	500	120,000,000
Akbar Indo Makmur Simec Tbk	AIMS	JSX	20-Jul-01	100	250	40,000,000
Karka Yasa Profilia Tbk	KARK	JSX	20-Jul-01	100	100	150,000,000
Betonjaya Manunggal Tbk	BTON	both	18-Jul-01	100	120	85,000,000
Lamicitra Nusantara Tbk	LAMI	both	18-Jul-01	125	125	80,000,000
Melamedia Technologies Tbk	META	JSX	18-Jul-01	100	200	60,000,000
Arwana Citramulia Tbk	ARNA	JSX	17-Jul-01	100	120	125,000,000
Lapindo Packaging Tbk	LAPD	JSX	17-Jul-01	100	200	60,000,000
Asia Kapitalindo Securities Tbk	AKSI	JSX	13-Jul-01	100	200	165,000,000
Bank Eksekutif International Tbk	BEKS	JSX	13-Jul-01	100	140	277,500,000
Danasupra Erapacific Tbk	DEFI					
Kimia Farma Tbk	KAEF	both	04-Jul-01	100	200	500,000,000
Wahana Phoenix Mandiri Tbk	WAPO	JSX	22-Jun-01	100	175	200,000,000
Daeyu Orchid Indonesia Tbk	DOID	JSX	15-Jun-01	100	150	72,000,000
Bhakti Capital Indonesia Tbk	BCAP	both	08-Jun-01	100	250	250,000,000
Indoexchange Dotcom Tbk	INDX	both	17-May-01	25	125	120,000,000
Kopitime Dot Com Tbk	KOPI	JSX	23-Apr-01	250	250	60,000,000
Indofarma Tbk	INAF	both	17-Apr-01	100	250	596,875,000
Indosiar Visual Mandiri Tbk	IDSR	JSX	22-Mar-01	250	650	298,374,500
Plaspack Prima Industri Tbk	PLAS	JSX	16-Mar-01	100	200	100,000,000
Bank Nusantara Parahyangan Tbk	BBNP	JSX	10-Jan-01	500	525	50,000,000
Tempo Inti Media Tbk	TMPO	JSX	08-Jan-01	100	300	125,000,000
Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	PTBA	both	23-Dec-02	500	575	346,500,000
Artha Pacific Securities Tbk.	APIC	JSX	18-Dec-02	200	210	80,000,000
Trust Finance Indonesia Tbk	TRUS	JSX	28-Nov-02	100	170	100,000,000
Bank Kesawan Tbk	BKSW	JSX	21-Nov-02	250	250	78,800,000
Artha Securities Tbk	ARTA	JSX	05-Nov-02	200	225	70,000,000
Inti Indah Karya Plasindo Tbk	IJKP	JSX	14-Oct-02	200	450	60,000,000
Gema Grahasarana Tbk	GEMA	JSX	12-Aug-02	100	225	80,000,000
Surya Citra Media Tbk	SCMA	JSX	16-Jul-02	250	1100	375,000,000
Bank Bumiputera Indonesia Tbk	BABP	JSX	15-Jul-02	100	120	500,000,000
Apexindo Pralama Duta Tbk	APEX	JSX	10-Jul-02	500	550	200,000,000
Kresna Graha Sekurindo Tbk	KREN	JSX	28-Jun-02	100	215	100,000,000
Sugi Samaparsada Tbk	SUGI	JSX	19-Jun-02	100	120	100,000,000
Bank Swadesi Tbk	BSWO	JSX	01-May-02	200	250	60,000,000
United Capital Indonesia Tbk	UNIT	JSX	18-Apr-02	200	210	95,000,000
Anugrah Tambak Perkasindo Tbk	ATPK	JSX	17-Apr-02	200	300	135,450,000
Jasulindo Tiga Perkasa Tbk	JTPE	JSX	16-Apr-02	100	225	100,000,000
Abdi Bangsa Tbk	ABBA					
Fatrapolindo Nusa Industri Tbk	FPNI	both	21-Mar-02	250	450	67,000,000
Cipta Panelutama Tbk	CITA	JSX	20-Mar-02	100	200	60,000,000
Arta Express Tour & Travel Service Tbk	ANTA	both	18-Jan-02	100	125	80,000,000
Fishindo Kusuma Sejahtera Tbk	FISH	JSX	18-Jan-02	100	125	80,000,000
Fortune Indonesia Tbk	FORU	JSX	17-Jan-02	100	130	205,000,000

keuangansaatakanIPO.Rasioinimenunjukkan resiko dari perusahaan saat melakukan IPO.

12. *Initial Return (INI)*: *Initial return* IPO didefinisikan sebagai persentase perubahan harga saham dari harga penawarannya terhadap harga penutupannya pada hari pertama penjualan.

$$INI = \frac{\text{First Day Closing Price}}{\text{Offering Price}} - 1$$

Pada uji statistik *initial return* akan juga diuji dengan membaginya menjadi komponen-komponennya yaitu *Opening Price Return (OPR)* dan *Intraday Return (INTRA)* yang mengikuti Barry dan Jennings (1993).

13. *Opening Price Return (OPR)* didefinisikan sebagai persentase perubahan harga saham dari harga penawaran terhadap harga pembukaan pada hari pertama.

$$OPR = \frac{\text{First Day Opening Price}}{\text{Offering Price}} - 1$$

14. *Intraday Return (INTRA)* adalah persentase perubahan harga dari harga pembukaan pada hari pertama terhadap harga penutupan pada hari pertama.

$$INTRA = \frac{\text{First Day Closing Price}}{\text{First Day Opening Price}} - 1$$

Raw Aftermarket return (RET_{it}): *Raw After market Return* dihitung sebagai *holding period return*, yaitu, membeli saham IPO pada hari pertama penjualan dari bulan pertama penjualan diikuti penawaran dan menahannya untuk waktu periode sebelum penetapan. Waktu periode sebelum penetapan adalah 12 bulan, 24 bulan dan 36 bulan. Komulatif dari *raw return* saham *i* dalam periode *t* (*RET_{it}*) dihitung sebagai berikut:

$$RET_{it} = \prod_{j=1}^t (1 + r_{i,j}) - 1$$

Dimana *n* merupakan jumlah bulan terdiri dari perodenya dan *r_{it}* adalah *return* saham *i* pada waktu *t* dihitung sebagai persentase perubahan harga saham *i* dari harga hari pertama pada bulan *t* (*Price_{it}*) terhadap harga hari terakhir pada bulan *t* (*Price_{it}*).

$$r_{it} = \frac{\text{Price}_{it} - \text{Price}_{i,0}}{\text{Price}_{i,0}}$$

15. *Market Adjusted Abnormal Return (RETADJ)*: Mengikuti Aggarwal

etal. (1993), yang juga menganalisa *emerging market* dengan laju inflasi, *Market Adjusted Abnormal Return* untuk periode sebelum penetapan dihitung sebagai:

$$RETADJ_{i,t} = \frac{1+RET_{i,t}}{1+RET_{m,t}} - 1$$

Dimana $RET_{i,t}$ adalah *Cumulative Raw Return* saham i dari hari pertama perdagangan sebulan penuh pertama perdagangan terhadap t bulan perdagangan setelah penawaran pertama dan $RET_{m,t}$ adalah *Cumulative Market Return* dari periode yang berkorespondensi dengan cara yang sama seperti $RET_{i,t}$.

Market Adjusted Abnormal Return (RETADJ) ini ditentukan selama periode 12, 24, dan 36 bulan.

Tinjauan Teori

Penelitian IPO ini terpusat terutama pada isu dari *abnormal initial return* dan *long-term underperformance*. Kerangka kerja konseptual dari hipotesisnya diformulasi untuk menjelaskan *abnormal initial return* yang disebabkan oleh ketidakpastian yang sudah melekat pada proses IPO. Terhadap kerangka kerja ini ditujukan untuk mengetahui penyebab ketidakpastian dari IPO saham yang di-*underprice*-kan secara sengaja. Selanjutnya, dibawah kondisi pasar yang efisien, pasar harus mengoreksi tindakan kesengajaan *underpricing* dalam mempengaruhi harga keseimbangan dan dalam jangka waktu yang lama mengurangi isu-isu terhadap *underperform* surat berharga lainnya. Dari perspektif ini, Ritter (1998) menetapkan, tidak satupun hipotesis-hipotesis dibawah ini *mutually exclusive*. Hipotesis-hipotesis dasar yang timbul dari literatur-literatur keuangan seperti berikut:

i. The Agency-Cost Hypothesis

Menurut penjelasan ini, bankir dari *investment bank / underwriter* mengambil keuntungan dari belum berpengalamannya perusahaan (*issuer*) yaitu dengan melakukan *underpricing* atas IPO mereka. Penjelasan ini gagal memasukkan pertimbangan atas efek reputasi *Investment bankers / underwriters* jangka panjang atas penipuan yang dilakukannya dan kemungkinan perusahaan (*issuer*) yang lain dapat belajar dari pengalaman-pengalaman sejarah kinerja dari sebuah *underwriter*, serta

dikombinasikan dengan adanya kompetisi diantara *underwriters*.

Baron (1982) mengemukakan bahwa *underwriter* memiliki informasi lebih baik mengenai harga yang tepat bagi saham-saham baru yang akan diterbitkan. Perusahaan yang akan melakukan *go public* meminta saran yang tepat dari *underwriter*. *Underwriter* memiliki insentif untuk melakukan *underprice* karena harga yang lebih rendah berarti lebih sedikit usaha yang harus dilakukan untuk mendistribusikan saham ke pasar. Dengan melakukan *underpricing* saham IPO, *underwriter* juga mengurangi kemungkinan terjadinya kurangnya pembeli saham (*undersubscription*). *Undersubscription* merupakan kondisi yang sangat dihindari oleh *underwriter* karena sisa saham yang tidak terjual harus dibeli oleh *underwriter*.

Secara implisit model ini mengindikasikan bahwa jika perusahaan (*issuer*) adalah *investment banker / underwriter*, *underpricing* seharusnya tidak terjadi. Namun dari hasil penelitian Muscarella dan Vetsuypens (1989), ditemukan bahwa saham-saham IPO dari *investment bankers / underwriters*, yang melakukan *marketing* atas saham-sahamnya sendiri, mengalami *underprice* dengan level yang hampir sama seperti saham-saham biasa (*non-investment banker / underwriter*).

ii. Winner's Curse Hypothesis.

Beatty dan Ritter (1986) dan Rock (1986) mendasari penjelasan mereka pada asimetrik informasi antar para *investor*. Menurut mereka *underpricing* sengaja dilakukan oleh *emiten* dan atau *underwriter* untuk mengurangi problema *winner's curse* yang dihadapi oleh *uninformed investor*.

Menurut penjelasan ini, *informed investor*, yang mengetahui nilai saham sesungguhnya, memasukkan penawaran mereka hanya bila harga penawaran saham lebih rendah dari nilai perusahaan sesungguhnya. Dilain pihak, *uninformed investor* tidak mengetahui apakah harga penawaran saham tersebut lebih rendah atau lebih tinggi dibanding dengan nilai sesungguhnya. Dengan demikian *uninformed investor* akan menghadapi situasi yang tidak menguntungkan bila memasukkan penawaran pada setiap IPO. Jika harga penawaran saham lebih tinggi dari nilai

saham sesungguhnya (*overpricing*), probabilitas *uninformed investor* mendapatkan alokasi saham lebih tinggi, karena jumlah *investor* yang memasukkan penawaran relatif lebih sedikit (karena *informed investor* tidak berpartisipasi). Sementara itu, apabila harga penawaran saham lebih rendah dari nilai saham sesungguhnya (*underprice*), probabilitas untuk mendapatkan alokasi saham menjadi rendah, karena jumlah *investor* yang memasukkan penawaran relatif lebih banyak (karena *informed investor* turut berpartisipasi).

Situasi diatas dikenal dengan fenomena *winner's curse*: apabila *uninformed investor* mendapatkan alokasi (menjadi pemenang), kemungkinan harga saham adalah *overprice*. Dengan demikian ROI (*Return On Investment*) dari *uninformed investor* lebih rendah dari *unconditional return*. Untuk mempengaruhi *informed investor* agar mau memasukkan penawaran, IPO saham secara rata-rata harusnya dilakukan *underpricing*.

Bary dan Jennings (1993), Aggarwal et al (1993) dan Huang (1999) mendukung hipotesis ini dengan memberikan keterangan dari pasar Amerika Serikat, Amerika Latin dan Taiwan. Affleck-Graves et al (1993), Bruton dan Prasad (1997), Sheffer (1999), Tan et al (1999) berpendapat bahwa persyaratan pendaftaran dari *trading system* mungkin bertindak sebagai sebuah *rationing mechanism* terhadap *less underpricing*. Selanjutnya, ketersediaan bukti oleh penelitian ini mendukung *Winner's Curse Hypotheses*. Pendapat yang kontras terhadap keterangan diatas, Lam dan Yap (1998) dan Lim dan Ng (1999), yang secara bersama memusatkan pada efek dari *trading system*, didasari penemuan mereka dari pasar IPO Singapura.

Model *winner's curse* secara implisit mengasumsikan bahwa bahwa permintaan dari *informed investor* tidak cukup untuk menampung saham-saham IPO. Namun demikian, bukti-bukti empiris memberikan indikasi bahwa suatu hal yang umum terjadi adalah *oversubscription* atas penerbitan saham baru.

iii. Certification Hypothesis:

Menurut Booth dan Smith (1986), Beatty (1989), Gale dan Stiglitz (1989) dan Carter dan Manaster (1990), para

investment banker dan *para auditor* memiliki sebuah *certification role* yang mana mengurangi ketidakpastian dalam proses IPO. Affleck-Graves et al (1993), Lin (1996), Christy et al (1996) dan Hamao et al (1998) berketetapan mendukung keterangan *certification hypotheses*. Terlebih lagi, Chishty et al (1996) ber-argumen bahwa kompetisi diantara *para underwriter* adalah lebih kurang sama penting dengan reputasi. Bagaimanapun, Tomczyk (1996) dan Rasheed et al (1996) menetapkan keterangan bahwa menolak *certification hypothesis*.

iv. Signalling Hypothesis.

Allen dan Faulhaber (1989), Grinblatt dan Huang (1989) dan Welch (1989) melihat *underpricing* dari IPO sebagai alat bantu yang digunakan oleh perusahaan untuk memberi sinyal tentang kualitas perusahaan. Mereka menjelaskan bahwa perusahaan dengan kualitas baik mempunyai insentif untuk melakukan *underpricing* pada IPO. Perusahaan dapat menawarkan harga sahamnya lebih baik pada penawaran berikutnya. Dengan demikian *total proceed* yang diterima perusahaan dari pasar IPO ditambah dari pasar saham berikutnya lebih besar dibandingkan dengan penerbitan saham IPO yang tidak dilakukan *underprice*.

Welch, et al (1993) menemukan bukti yang mendukung model sinyal di atas. Mereka menemukan hubungan positif antara *underpricing* IPO dan *probabilitas* dan besarnya penawaran saham berikutnya.

Su dan Fleisher (1997), dan Hammed dan Lim (1998) mendukung hipotesis ini dari bukti-bukti di pasar China dan Singapura. Bagaimanapun terdapat gangguan validitas dari hipotesis ini daripada mendukungnya. Gale dan Stiglitz (1989), Leleux dan Muzyka (1997) dan Espenlaub dan Tonks (1998) menolak hipotesis ini. Bukti-bukti yang diberikan oleh penelitian-penelitian ini mengusulkan bahwa *underpricing* memiliki sedikit efek sinyal pada kemungkinan dari *reissue* dan *return* terhadap pemberitahuan dari sebuah penawaran musiman.

Garfinkel (1993) menggunakan sampel dari 494 saham IPO antara 1 Januari 1980 – 31 Desember 1983, menemukan bukti yang tidak mendukung penjelasan seperti yang ditawarkan oleh metode sinyal. Menurut Garfinkel:

- *Underpricing* memiliki efek yang tidak signifikan terhadap kemungkinan dikeluarkannya saham baru (setelah mengontrol atas variabel lain yang mungkin mempengaruhi kemungkinan dikeluarkannya saham baru dan *underpricing*).

- *Underpricing* tidak memiliki pengaruh terhadap probabilitas penjualan saham oleh orang dalam pada perdagangan beberapa saat setelah IPO (menurut teori sinyal, perusahaan dengan *underpricing* yang lebih besar akan menyebabkan penjualan saham oleh orang dalam setelah IPO akan lebih besar pula).

v. Over-reaction Hypothesis

Penjelasan dari model ini, harga penawaran yang ditetapkan oleh *underwriter* telah sesuai dan *initial return* yang positif merupakan akibat dari reaksi berlebihan dari *investor* yang tidak rasional. Pandangan ini dikemukakan oleh Ritter (1991) dan Aggrawal dan Rivoli (1990). Argumentasi yang diajukan terutama didasarkan pada psikologi dan tingkah laku (*behavior*) atau ketidak-rasionalan dari *investor*. Tantangan yang harus diselesaikan oleh model ini adalah adanya implikasi bahwa: (1) *investor* secara konsisten bertindak tidak rasional atau beraksi secara berlebihan, dan (2) reaksi tersebut *bias* hanya kepada sisi positif saja.

vi. Lawsuit Avoidance Hypothesis.
Tinic (1998) menjelaskan atas fakta di Amerika Serikat, dimana *investor* dapat melakukan tuntutan hukum terhadap *investment bankers* apabila pasar saham segera setelah diperdagangkan (*aftermarket price*) mengalami penurunan, sehingga perusahaan menurunkan harga (*underpricing*) IPO untuk mengurangi kemungkinan tuntutan hukum oleh *investor*. Dengan kata lain, *underpricing* digunakan sebagai sebuah jaminan (*insurance*) terhadap *legal liability*.

Drake dan Vetsuypens (1993) tidak menemukan hubungan yang signifikan antara *underpricing* dengan probabilitas akan dilakukannya tuntutan hukum. Tuntutan hukum timbul apabila terjadi penurunan harga pasar saham *aftermarket*, bukan disebabkan oleh adanya *overpricing*. Dari penelitian terhadap 93 IPO yang kemudian menghadapi tuntutan

hukum, ternyata mengalami *underprice* seperti saham lainnya yang sama ukurannya (bukan *overprice*). Penolakan Drake dan Vetsuypens akan hipotesis ini didasari argumen berikut: a) resiko adanya perkara timbul setelah IPO, b) *underpricing* merupakan sebuah fenomena global.

Kesempatan *investor* untuk melakukan tuntutan hukum setelah 15 bulan pembelian saham IPO dan bukti empiris bahwa *underpricing* juga terjadi pada negara-negara yang tidak memiliki peraturan hukum seperti di Amerika Serikat, menjadikan hipotesa *insurance* di atas tidak relevan.

vii. Fads (Impresario) Hypothesis

Penjelasan teoritis mengenai *underperformance* saham-saham IPO pada *aftermarket* belum sebanyak mengenai fenomena *underpricing* pada *initial return*. Aggrawal dan Rivoli (1990) dan Ritter (1991), berdasarkan fakta *underperformance* pasar IPO dalam jangka panjang, berargumen bahwa *abnormal initial return* IPO tidak secara sistematis *underpricing* tapi penilaian yang berlebihan (*overvaluation*) terhadap IPO oleh *para investor* atau kehadiran dari kesengajaan pada awal perdagangan *aftermarket*. Dengan kata lain, *fads hypothesis* berargumen bahwa IPO kemungkinan dihargai secara benar akan tetapi *para investor* menilai secara berlebihan terhadap penerbitan saham baru pada awal *aftermarket*. Untuk itu, menurut asumsi pasar yang efisien, harga IPO seharusnya mencapai harga keseimbangan dengan korelasi negatif antara *initial return* dan kinerja jangka panjang IPO.

Hipotesa tersebut sesuai dengan hipotesa "*impresario*" (Shiller (1990) dan Debondt and Thaler (1985, 1987)) yang menyatakan bahwa saham IPO sengaja di-*underprice* oleh *investment banker* untuk menampilkan kesan adanya kelebihan permintaan saham. Hipotesis ini memprediksikan bahwa semakin besar *initial return* pada perdagangan hari pertama, semakin besar koreksi atas *overpricing* yang telah dilakukan *investor*.

viii. Prospect Theory

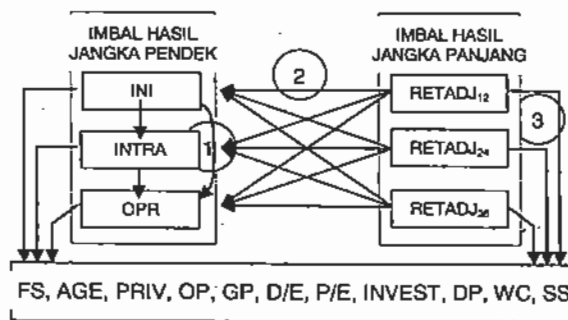
Loughran dan Ritter (2000) mengajukan teori prospek yang berdasarkan pada *covariance* antara kerugian yang dialami oleh *emiten* akibat *underpricing* dengan perubahan nilai kekayaan *emiten* setelah *go public*. Berita buruk yaitu

adanya kerugian yang dialami oleh *emiten* karena *underpricing* dibarengi dengan berita baik bahwa pemilik perusahaan ternyata sekarang menjadi jauh lebih kaya dibanding perkiraannya semula. Dengan menggabungkan berita buruk dan berita baik tersebut *issuer* tetap merasa gembira walaupun telah terjadi kerugian. Sampai dengan pertengahan tahun 2000, di Amerika Serikat, kerugian yang dialami *investor* akibat *underpricing* sekitar \$20 milyar dimana 57 saham mengalami peningkatan harga sampai dua kali lipat.

Argumen yang diajukan oleh teori ini adalah *underpricing* merupakan bentuk tidak langsung kompensasi *underwriter*. *Issuer* membual perbedaan antara biaya langsung (*spread*) dan biaya *opportunity* (selisih harga pasar hari pertama dengan harga penawaran). Apabila *underwriter* menaikkan persentase *spread* mereka, *issuer* akan melakukan tawar-menawar (*bergain*) yang hebat dibandingkan jika terjadi transfer kekayaan dalam bentuk biaya *opportunity*. Dengan demikian, melakukan *underpricing* lebih menguntungkan bagi *underwriter*.

Dari studi terkini, implikasi terpenting dan relevan dari hipotesis-hipotesis ini dapat didaftar sebagai berikut: a) Keadaan *underpricing* dari IPO mungkin disebabkan informasi yang asimetrik antar para *investor*, selanjutnya *informed investors*, diimbali dengan *underpricing* yang disengaja; b) *abnormal initial return* IPO mungkin karena penilaian yang berlebihan terhadap IPO pada pemulaan *aftermarket* oleh para *investor*, selanjutnya pasar mengoreksi ketidakefisienan ini yang mempengaruhi sebuah hubungan negatif antara *initial return* dan *abnormal return*; c) Faktor-faktor yang berkontribusi terhadap eliminasi ketidakpastian seharusnya menjadi penting sekali dalam menentukan kinerja harga IPO.

Berdasarkan tinjauan teori yang dikemukakan sebelumnya maka penelitian ini mempunyai model penelitian yang diperlihatkan oleh Gambar 1. Ada dua model yang akan dikerjakan dalam penelitian ini yaitu: pertama, regresi linier sederhana untuk menganalisa hubungan antara *short-term return* yaitu INI, OPR dan INTRA dengan *long-term return* yaitu RETADJ₁₂, RETADJ₂₄ dan RETADJ₃₆. Kedua, regresi berganda untuk meng-



Gambar 1: Regresi Linier
1 & 2 RL Sederhana
3 RL Berganda

analisis *initial return*, *intraday return* dan *opening price return* serta regresi berganda kedua yang menganalisis *market adjusted abnormal return* untuk periode-t 12 bulan, 24 bulan dan 36 bulan yang dipengaruhi berbagai variabel bebas yang diuraikan sebelumnya.

Hipotesis Penelitian tentang Hubungan antar Imbal Hasil Jangka Panjang dengan Imbal Hasil Jangka Pendek¹⁾

Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kerangka penelitian diatas dan variabel-variabel yang telah ditentukan, maka hipotesis yang ditujukan untuk menguji implikasi dari kerangka penelitian adalah sebagai berikut:

Hipotesis Penelitian yang Berkaitan dengan *Initial Return* (INI)

H1: Akan terjadi *initial return* (INI) yang positif pada perdagangan hari pertama saham-saham IPO.

Hipotesis statistik: $H_0: INI \leq 0$ $H_a: INI > 0$

Hipotesis Penelitian yang Berkaitan dengan *Opening Price Return* (OPR)

H2: Akan terjadi *opening price return* (OPR) yang positif pada perdagangan hari pertama saham-saham IPO.

Hipotesis statistik: $H_0: OPR \leq 0$ $H_a: OPR > 0$

Hipotesis Penelitian yang Berkaitan dengan *Intraday Return* (INTRA)

H3: Akan terjadi *intraday return* (INTRA) yang positif pada perdagangan hari pertama saham-saham IPO.

Hipotesis statistik: $H_0: INTRA \leq 0$ $H_a: INTRA > 0$

Hipotesis Penelitian tentang Hubungan Antar Imbal Hasil Jangka Pendek

Dikarenakan *opening price return* dan *intraday return* merupakan bagian dari *initial return*, maka diduga akan dihasilkan hubungan seperti berikut:

H4: Akan terjadi hubungan yang positif antara *initial return* (INI) dengan *opening price return* (OPR).

Hipotesis statistik: $H_0: b_1 \leq 0$ $H_a: b_1 > 0$

H5: Akan terjadi hubungan yang positif antara *initial return* (INI) dengan *intraday return* (INTRA).

Hipotesis statistik: $H_0: b_1 \leq 0$ $H_a: b_1 > 0$

H6: Akan terjadi hubungan yang positif antara *opening price return* (OPR) dan *intraday return* (INTRA).

Hipotesis statistik: $H_0: b_1 \leq 0$ $H_a: b_1 > 0$

1 Imbal hasil jangka panjang dalam penelitian ini adalah imbal hasil yang telah disesuaikan dengan pasar selama 12 bulan (RETADJ₁₂), 24 bulan (RETADJ₂₄) dan 36 bulan (RETADJ₃₆) yang diharapkan setiap imbal hasil jangka panjang memiliki hubungan yang sama terhadap setiap imbal hasil jangka pendek (INI, OPR, dan INTRA).

2 Penelitian yang dilakukan oleh Mario Levis (1993) terhadap bursa saham UK menghasilkan anomali *holding periode return* yang positif selama 3 tahun.

²⁾Teori yang menjelaskan tentang adanya fenomena *overpricing* saham perdana pada jangka panjang adalah yang dikenal dengan "*Overreaction Market Hypothesis*" yang dikembangkan oleh DeBondt and Thaler (1985) dan Carter and Dark (1990); dimana kinerja jangka panjang saham perdana yang buruk disebabkan oleh adanya reaksi pasar yang berlebihan terhadap saham baru yang

ditandai dengan besarnya *initial return*, jadi dalam jangka panjang pasar melakukan koreksi dan mengakibatkan harga saham perdana turun.

H18: Terdapat hubungan yang negatif antara imbal hasil jangka panjang dengan *initial return* (imbal hasil jangka pendek).

Hipotesis statistik:

$H_0: RETADJ_{jt} \leq 0$ $H_a: RETADJ_{jt} < 0$

Hasil Penelitian

Hubungan Antar Imbal Hasil

Dalam pengujian hubungan antara jangka pendek dengan jangka panjang digunakan analisis regresi linier sederhana. Pada tabel 2 di perlihatkan *opening price return* (OPR) dan *intraday return* (INTRA) ketika masing-masing diregresikan terhadap *initial return* (INI) mempunyai hubungan dan koefisien positif serta signifikan dalam level tingkat signifikansi 1 persen. Artinya, *initial return* merupakan fungsi dari *opening price return* dan juga merupakan fungsi dari *intraday return*.

Namun diantara keduanya, *intraday return* lah yang memiliki model regresi terestimasi lebih baik, ditunjukkan oleh nilai ukuran *goodness of fit* (*R-square*) atau koefisien determinasi yang lebih besar (63,8%) dengan pengertian *intraday return* dapat menjelaskan kejadian *intraday return* sebesar 63,8%. Hasil koefisien regresi juga memperlihatkan bahwa pembelian saham pada saat pembukaan hari pertama lebih besar dari pada saat IPO.

Hasil lain mengenai *opening price return* yaitu *opening price return* yang berasosiasi negatif dengan *intraday return*, artinya ketika *opening price return* mengalami kenaikan maka *intraday return* akan mengalami penurunan sebesar 0,025 yang memberik arti, pasar mulai mengoreksi variasi nilai saham baru tersebut. Pasar mulai menyadari optimisme berlebihan dari para *investor* pada transaksi penawaran saham IPO dikarenakan keasimetrian informasi yang didapat oleh para *investor*.

Tabel 2 juga menunjukkan hasil regresi linier sederhana dari *market adjusted abnormal returns* sepanjang periode 12 bulan, 24 bulan dan 36 bulan. Persamaan regresinya menampilkan hubungan antara imbal hasil jangka panjang yang diwakili oleh RETADJ₁₂, RETADJ₂₄, dan RETADJ₃₆ terhadap imbal hasil jangka pendek yang kesemuanya menghasilkan koefisien yang negatif.

Fenomena *abnormal* pada *initial return* disebabkan karena dua kemungkinan,

3 Untuk mendapatkan regresi yang bebas dari otokorelasi, *outlier* disingkirkan. Jika telah mencapai persyaratan bebas otokorelasi, penyingkiran *outlier* dihentikan.

4 Reena Aggarwal dan Piatra Rivoli (winter 1990) dalam "Fads In The Initial Public Offering Market?"

5 Reena Aggarwal, Ricardo Leal, dan Leonardo Hernandez (1993) dalam "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America"

Tabel 2³ : Hasil Regresi Linier Sederhana

Varabel Terikat	Varabel Bebas	Koefisien Terestimasi	SE	t-Statistic	R ² Uji	F-Statistic	D.W
INI	OPR (70)	0.864	0.129	6.713*	0.399	45.058*	2.065
	INTRA (70)	1.925	0.175	11.028*	0.638	121.622*	1.523
INTRA	OPR (70)	-0.025	0.076	-0.325	0.002	0.106	1.882
	INI (70)	-0.219	0.176	-1.244	0.022	1.547	2.017
RETADJ ₁₂	OPR (70)	-0.300	0.248	-1.209	0.021	1.461	2.109
	INTRA (70)	-0.164	0.102	-1.606	0.037	2.580	2.027
	INI (70)	-0.360	0.224	-1.607	0.040	2.879	1.937
RETADJ ₂₄	OPR (71)	-0.176	0.320	-0.549	0.004	0.301	1.937
	INTRA (71)	-0.186	0.187	-0.993	0.026	2.001	1.902
	INI (71)	-0.336	0.168	-1.993	0.065	3.973	1.871
RETADJ ₃₆	OPR (59)	-0.169	0.237	-0.711	0.009	0.505	2.000
	INTRA (59)	-0.163	0.098	-1.660	0.046	2.754	1.969
	INI (59)						

* signifikansi pada tingkat signifikansi 1%

pertama, *underwriter* secara sistematis menghargai saham IPO dibawah nilai intrinsiknya, kedua, IPO merupakan subjek dari penilaian yang berlebih (*overvaluation*) dari *investor* atau *fads* (kesengajaan) di awal *aftermarket trading*⁴. Pada hasil ini cenderung mendukung *Fads Hypothesis*, dimana pasar dalam jangka panjang bertindak mengoreksi penilaian yang berlebihan (*overvaluation*) dari IPO oleh para *investor* yang terjadi pada jangka pendek.

Nilai koefisien determinasi *R-square* yang kecil, menunjukkan kurangnya pengaruh imbal hasil jangka pendek terhadap imbal hasil jangka panjang dari penerbitan saham perdana. Dan t-uji dari variabel penjelas (imbal hasil jangka pendek) yang tidak signifikan, menyatakan imbal hasil jangka panjang tidak dipengaruhi oleh imbal hasil jangka pendek. Hubungan antara imbal hasil awal dengan imbal hasil jangka panjang yang tidak menghasilkan hubungan yang signifikan, begitu juga penelitian yang dilakukan Ritter maupun oleh Teoh et al. yang tidak menemukan hubungan yang signifikan antara *underpricing* (*initial return*) dengan *future IPO return* (*long-term return*).

⁴*Abnormal return* yang terjadi pada jangka pendek merupakan hasil penilaian berlebih sementara (*temporary overvaluation*) para *investor* diawal perdagangan. Penjelasan ini memberi kesan bahwa IPO kemungkinan subjek pada pengembalian *Fads* (DeBondt dan Thaler). Sejumlah faktor menyebabkan pasar IPO menjadi tempat yang baik akan keberadaan *Fads*, yaitu pertama, *Fads* lebih mungkin terjadi jika estimasi nilai intrinsik sesungguhnya (*true intrinsic value*) lebih sulit atau ketidakpastian lebih banyak menyelumuti nilai intrinsik (Camerer). Kedua, Tingkat *noise trading* yang lebih tinggi mencek-minkan sekuritas

yang lebih beresiko (Trueman), dan beberapa bentuk dari *noise trading* merupakan hasil dari ekspektasi yang tidak sesuai dengan asumsi rasionalitas seperti optimis yang berlebih (Black). Ketiga, *investor* IPO diharapkan secara alami menjadi lebih spekulatif dari grup *investor* lainnya, dan terdapat peristiwa bahwa *investor* yang lebih spekulatif (kurang *risk-averse*) akan memimpin ke tingkat lebih tinggi dari volatilitas harga (Ang dan Schawrz), dan oleh karena itu ke deviasi yang lebih besar dari nilai intrinsiknya. Keempat, model dari Miller memprediksikan bahwa *fads* akan terjadi pada IPO dan bahwa pola harga akan menyesuaikan diri karena *marginal buyer* dalam perdagangan awal akan beroptimis secara berlebihan (*over-optimistic*).

⁵Peristiwa *abnormal initial return* pada saham IPO dan *underperform* pasar pada jangka panjang terjadi umum pada mayoritas bursa saham lainnya (bukan pola yang spesifik dari suatu negara dan juga bukan disebabkan prosedur penerbitan secara spesifik tertentu).

Faktor-Faktor Penentu Imbal Hasil IPO

Tahap kedua dari penelitian ini ditujukan untuk mengetahui faktor-faktor penentu yang diharapkan memiliki pengaruh signifikan terhadap imbal hasil IPO dari kesebelas faktor yang diteliti.

Perbedaan Rerata Imbal Hasil IPO antar Proporsi dari Setiap Variabel

Tabel 3 memperlihatkan rata-rata imbal hasil berdasarkan tujuan penggunaan dana hasil IPO yaitu Investasi (INVEST), Membayar hutang (DP), dan modal kerja (WC). Setiap proporsi dari setiap variabel untuk tujuan penggunaan dana IPO, secara umum dihasilkan rerata imbal

hasil jangka pendek yang positif dan selanjutnya mengalami penurunan sehingga rerata imbal hasil negatif dalam jangka panjang. Pada setiap variabel tidak satupun dihasilkan perbedaan rerata imbal hasil antar proporsi yang signifikan secara statistik. Jadi berapa persen pun *investor* mengalokasikan dananya untuk setiap variabel tersebut, rerata imbal hasilnya tidak berbeda secara statistik.

Pada variabel penggunaan dana IPO untuk investasi, proporsi INVEST yang terbesar (INVEST > 75%) didapatkan rerata imbal hasil jangka panjang yang paling kecil, namun pada proporsi terkecil (INVEST < 25%) dalam jangka panjang memiliki rerata imbal hasil terbesar bahkan didapat rerata imbal hasil yang positif sampai pada jangka waktu 24 bulan. Dalam jangka panjang tidak dihasilkan penurunan rerata imbal hasil secara konsisten dengan semakin besarnya proporsi penggunaan dana untuk investasi. Dari hal ini dapat dilihat bahwa penggunaan sebagian besar dana IPO untuk investasi aset tetap yang tidak produktif berakibat kurangnya dana untuk kegiatan operasional, sehingga ekspektasi *investor* jangka panjang menjadi rendah.

Pada variabel penggunaan dana untuk pembayaran hutang (DP), dalam

jangka panjang dihasilkan penurunan rerata imbal hasil secara konsisten dengan semakin besarnya proporsi penggunaan dana untuk pembayaran hutang. Semakin besar proporsi penggunaan dana untuk kegiatan yang sama sekali tidak produktif, akan mengurangi *firm value*, sehingga *investor* jangka panjang menjadi pesimis. Hasil tersebut juga memberikan perbandingan bahwa pemanfaatan dana IPO untuk berinvestasi pada aset tetap lebih baik dibandingkan untuk pembayaran hutang.

Dan pada variabel tujuan penggunaan dana IPO untuk peningkatan modal kerja (WC) dengan proporsi yang moderat dalam periode 12 bulan masih dihasilkan rerata imbal hasil yang positif bagi *investor*. Penggunaan dana untuk kegiatan operasional bergantung kepada kelihaihan pihak manajemen dalam menentukan kebijakan operasional mana yang mendalangkan laba terbesar dengan resiko terkecil.

Pada tabel 4 memperlihatkan perbedaan rerata imbal hasil setiap proporsi dari penjualan saham pribadi pemilik lama (SS) terhadap penggunaan dana hasil IPO untuk *capital increase* (INVEST, DP dan WC). Perbedaan rerata imbal hasil variabel IPO program privatisasi terhadap perusahaan yang memang sudah *private*.

Pada tabel 4 dapat juga dilihat bahwa

IPO ditujukan untuk kepentingan perusahaan (*capital increase* atau *non-SS*) akan memberikan rerata imbal hasil awal yang lebih besar dibandingkan dengan rerata imbal hasil awal IPO dengan tujuan hasil dana yang didapat masuk ke kas pribadi pemilik lama yang menjual sahamnya (*shareholder sale*). Sebaliknya, IPO untuk kepentingan pribadi penjual saham lama dalam jangka panjang rerata imbal hasilnya sangat besar dan terus membesar dibandingkan dengan penggunaan dana hasil IPO untuk kegiatan perusahaan yang menghasilkan rerata imbal hasil negatif dan terus menurun.

Dalam jangka panjang para *investor* cenderung memilih saham IPO dari perusahaan yang menjual sahamnya untuk kepentingan pemilik lama (*Shareholder Sale*) diperkirakan karena perusahaan yang melaksanakannya adalah PT Tambang Batubara Bukit Asam (PTBA) dan Bank Central Asia (BBCA), yakni perusahaan kategori sehat yang keseluruhan atau sebagian besar sahamnya dimiliki pemerintah dan dana IPO masuk kedalam kas negara kemudian kecenderungan kinerja yang semakin baik dari kedua perusahaan tersebut hingga 36 bulan kedepan. Pada periode 24 dan 36 bulan terdapat perbedaan signifikan rerata imbal hasil secara statistik.

Pada tabel 4 dapat dilihat pula bahwa perusahaan yang ditawarkan kepada masyarakat sebagai hasil dari program privatisasi (PRIV) menghasilkan rerata imbal hasil jangka pendek yang kecil. Secara umum, perusahaan yang IPO-nya bukan merupakan bagian dari program privatisasi (non-privatisasi) menghasilkan rerata imbal hasil yang *abnormal* besar pada perdagangan hari pertama. Secara keseluruhan baik program privatisasi maupun non-privatisasi dalam jangka panjang menghasilkan kinerja dibawah kinerja pasar (*underperform*). Pada periode 36 bulan rerata imbal hasil program privatisasi lebih buruk dari yang bukan privatisasi, diperkirakan karena perusahaan dengan program privatisasi tidak dikelola dengan baik.

Perusahaan pemerintah yang melakukan privatisasi diantaranya yaitu PT Indofarma dan PT Kimia Farma, keduanya merupakan perusahaan farmasi dimana saat ini produknya kurang dapat bersaing

Tabel 3: Kategori rerata imbal hasil berdasarkan tujuan penggunaan dana hasil IPO yaitu untuk Investasi (INVEST), Membayar Hutang (DP), dan Modal Kerja (WC).

Investment	INVEST < 25%	25% < INVEST < 50%	50% < INVEST < 75%	INVEST > 75%	F _{hitung}
INI	61.81 (17)	42.96 (17)	69.23 (25)	59.57 (12)	0.358 (0.785)
INTRA	12.43 (17)	6.61 (17)	13.32 (25)	3.65 (12)	0.308 (0.821)
OPR	40.59 (17)	32.44 (17)	44.05 (25)	65.57 (12)	1.238 (0.304)
RETADJ ₁₂	8.9 (17)	-18.59 (17)	-4.55 (25)	-24.82 (12)	0.604 (0.615)
RETADJ ₂₄	0.28 (17)	-37.46 (17)	-19.90 (25)	-58.81 (12)	1.182 (0.323)
RETADJ ₃₆	-20.11 (13)	-65.59 (11)	-46.66 (24)	-65.63 (11)	1.398 (0.253)
DP	DP < 25%	25% < DP < 50%	50% < DP < 75%	DP > 75%	F _{hitung}
INI	51.63 (58)	87.68 (9)	4.55 (1)	146.15 (3)	1.946 (0.131)
INTRA	6.62 (58)	20.46 (9)	2.22 (1)	43.43 (3)	1.550 (0.210)
OPR	41.39 (58)	56.65 (9)	2.27 (1)	72.25 (3)	0.903 (0.444)
RETADJ ₁₂	-3.5 (58)	-12.44 (9)	-44.06 (1)	-72.21 (3)	0.878 (0.457)
RETADJ ₂₄	-21.38 (58)	-34.33 (9)	-74.24 (1)	-70.69 (3)	0.419 (0.740)
RETADJ ₃₆	-44.14 (49)	-60.74 (7)	(non)	-80.45 (3)	0.600 (0.552)
WC	WC < 25%	25% < WC < 50%	50% < WC < 75%	WC > 75%	F _{hitung}
INI	72.16 (31)	47.94 (23)	55.75 (10)	47.09 (7)	0.466 (0.707)
INTRA	14.70 (31)	4.68 (23)	6.45 (10)	7.49 (7)	0.409 (0.747)
OPR	54.62 (31)	34.56 (23)	39.13 (10)	35.78 (7)	0.948 (0.422)
RETADJ ₁₂	-23.53 (31)	3.19 (23)	20.39 (10)	-17.75 (7)	1.128 (0.344)
RETADJ ₂₄	-44.44 (31)	-2.62 (23)	-31.81 (10)	-11.40 (7)	1.055 (0.374)
RETADJ ₃₆	-58.38 (27)	-37.77 (20)	-62.82 (7)	-22.45 (5)	0.699 (0.557)

- Angka dalam tanda kurung menunjukkan jumlah perusahaan dalam setiap proporsi.
- Angka dalam tanda kurung pada kolom F-statistik mengindikasikan tingkat signifikansi dari nilai F-statistik (tingkat signifikansi 5%).

Tabel 4: Kategori rerata Imbal hasil berdasarkan tujuan IPO sebagai penjualan saham pribadi pemilik lama (shareholder sale) dan IPO sebagai program privatisasi.

SS	Shareholder sale	Capital Increase	F _{statistik}
INI	2.18 (2)	61.19 (69)	1.048 (0.310)
OPR	2.18 (2)	45.29 (69)	1.663 (0.202)
INTRA	00.00 (2)	10.15 (69)	0.178 (0.675)
RETADJ ₁₂	28.27 (2)	-9.17 (69)	0.477 (0.492)
RETADJ ₂₄	127.19 (2)	-30.29 (69)	6.586 (0.012)
RETADJ ₃₆	247.62 (1)	-53.05 (58)	33.644 (0.000)
Privatisasi	Privatisasi	Bukan Privatisasi	F _{statistik}
INI	0.45 (3)	62.14 (68)	1.708 (0.196)
OPR	4.78 (3)	45.81 (68)	2.244 (0.139)
INTRA	-4.18 (3)	10.48 (68)	0.652 (0.460)
RETADJ ₁₂	-4.67 (3)	-8.27 (68)	0.006 (0.936)
RETADJ ₂₄	-8.94 (3)	-26.60 (68)	0.112 (0.739)
RETADJ ₃₆	-63.31 (3)	-47.42 (68)	0.116 (0.734)

* Angka dalam tanda kurung menunjukkan jumlah perusahaan dalam setiap proporsi.
 * Angka dalam tanda kurung pada kolom F-statistik mengindikasikan tingkat signifikansi dari nilai F-statistik (tingkat signifikansi 5%).

dengan produk farmasi dari luar, hanya PT Batubara Bukit Asam yang tetap ber-kinerja baik dalam jangka panjang. Dan secara statistik tidak ada perbedaan yang signifikan antara rerata imbal hasil dari program privatisasi perusahaan dengan rerata imbal hasil yang bukan program privatisasi⁶.

Pada tabel 5 dapat dilihat rerata imbal hasil berdasarkan proporsi dari setiap variabel (AGE), (GP), (OP), (DER), rasio harga penawaran saham terhadap laba perusahaan per saham menjelang IPO (PER), dan (FS). Pada setiap variabel bebas tersebut dilakukan uji-F untuk melihat adanya perbedaan rerata imbal hasil antar proporsinya.

Dalam tabel 5 pada variabel umur perusahaan (AGE), saham untuk perusahaan muda menghasilkan rerata imbal hasil jangka pendek yang besar, mungkin dihasilkan dari penilaian *investor* yang berlebihan (*overvaluation*) terhadap saham IPO, namun mengalami penurunan kinerja (*underperform*) dalam jangka panjang. Sebaliknya, perusahaan yang telah

lama berdiri rerata imbal hasil jangka pendeknya lebih kecil, namun pada jangka panjang (2 dan 3 tahun) menghasilkan rerata imbal hasil yang besar.

Nampaknya para *investor* menyadari akan imbal hasil yang besar dalam jangka panjang pada perusahaan yang telah berdiri lama, disini *investor* lebih mendapatkan banyak data tentang pengalaman perusahaan guna memprediksi kinerja masa datang. Hanya pada periode 36 bulan, terdapat perbedaan rerata imbal hasil antar proporsi menurut umur perusahaan yang signifikan secara statistik.

Dalam tabel 5 juga ditunjukkan rerata imbal hasil berdasarkan pendapatan kotor yang diterima dari penawaran saham (GP) yang dinyatakan dalam USD. Dalam jangka pendek, *gross proceed* IPO yang rendah menghasilkan rerata imbal hasil yang lebih tinggi dibanding dengan *gross proceed* IPO yang tinggi⁸. Dalam jangka panjang, secara umum saham-saham IPO mengalami kinerja yang menurun (*underperform*)⁹, namun rerata imbal hasil

jangka panjang pada setiap proporsi polanya tidak konsisten. Tidak satupun dihasilkan perbedaan rerata imbal hasil yang signifikan secara statistik menurut proporsi *gross proceed* IPO (GP dalam USD).

Untuk variabel persentase saham yang ditawarkan (OP) pada tabel 5 diatas, secara umum dihasilkan rerata imbal hasil yang positif untuk jangka pendek, namun lain halnya yang terjadi pada perusahaan-perusahaan yang menawarkan persentase sahamnya sejumlah 15% - 16,67%, dihasilkan rerata *intraday return* yang negatif. Kebalikannya pada jangka panjang, rerata imbal hasil yang diperoleh *investor* umumnya negatif, terkecuali pada periode 12 bulan dengan persentase penawaran saham sebesar 16,68% - 27,04% masih dihasilkan rerata imbal hasil yang positif. Bila diamati, pola proporsi persentase penawaran saham dengan jumlah kecil menghasilkan rerata imbal hasil yang lebih kecil pula dibandingkan dengan proporsi persentase penawaran saham yang berjumlah besar, baik dalam jangka panjang maupun dalam jangka pendek, terkecuali pada proporsi OP 16,68% - 27,04% (mungkin persentase inilah yang ideal untuk kondisi pasar di BEJ). Secara umum hasil ini bertentangan dengan *signal theory*.

¹⁰Menurut beberapa analisis, seperti Lashinsky (1999), berargument bahwa peningkatan jumlah *share* di pasar dapat dilihat sebagai sebuah pergerakan positif untuk mengurangi ketidakseimbangan pasar antara *supply* dan *demand*. Untuk beberapa saham, peningkatan *market float* mungkin menyebabkan peningkatan harga yang disebabkan sebuah peningkatan pada *institutional interest* (Schoen, 2000). Tidak satupun rerata imbal hasil menurut proporsi jumlah persentase saham yang ditawarkan (OP) berbeda signifikan secara statistik.

Secara umum rerata imbal hasil dari faktor rasio hutang perusahaan terhadap ekuitasnya (DER) dalam jangka pendek adalah positif, kebalikannya terhadap rerata imbal hasil jangka panjang. Pada perusahaan yang memiliki DER yang terkecil, lebih besar imbal hasilnya dalam jangka pendek, namun dalam jangka panjang justru menghasilkan imbal hasil yang negatif besar. Dalam teori *agency cost*, menggunakan pembiayaan dengan

- 6) Penelitian yang dilakukan oleh Ning Gong dan Chander Shekhar (2001): IPO saham dengan program privatisasi IPO di Australia, dimana rerata saham IPO sebagai program privatisasi perusahaan pemerintah mengalami *underpricing* sekitar 11%. Dan secara signifikan tidak berbeda terhadap IPO pada perusahaan yang memang telah dimiliki oleh swasta (*non-privatisasi*).
- 8) *Gross Proceed* merupakan indikator dari ketidakpastian dan asimetrik informasi. Penawaran jumlah saham yang lebih kecil akan menghasilkan ketidakpastian dan asimetrik informasi yang lebih tinggi, yang mungkin menghasilkan *underpricing* yang lebih tinggi, dan sebaliknya. (MS Nandha dan KR Sawyer dalam *Ex-Ante Uncertainty in IPOs: The Indian Market*, 2002).
- 9) Reena Aggrawal and Pietra Rivoli (1990) mendapatkan bahwa *gross proceed* yang terbagi menjadi beberapa proporsi menghasilkan *initial return* yang positif-signifikan untuk semua proporsi dan *long-term after market performance-250 days (one year)* yang negatif-signifikan untuk semua proporsi, sehingga dinyatakan bahwa *the bid behavior* tidak dibatasi oleh besar-kecilnya *gross proceed*.
- 10) Dikutip dari jurnal karya Bijesh Tolja dan Yew Mun Yip (2003).

hutang dapat membantu mengatasi *agency cost of external equity*, namun perbandingannya haruslah secara proporsional. Dalam pengolahan data tidak dilakukan pemisahan antara perusahaan produksi dengan perusahaan lembaga keuangan, sehingga hasilnya kurang dapat dinilai lebih tepat.

Untuk faktor DER hanya pada jangka waktu 36 bulan saja terdapat perbedaan signifikan antar rerata imbal hasil secara statistik.

Seperti halnya pada faktor DER. Faktor rasio harga penawaran saham terhadap laba perusahaan per saham (PER) mengalami *abnormal return* dalam jangka pendek, dalam jangka panjang pasar mengoreksinya. Banyak perusahaan yang belum mendilusi sahamnya menjelang IPO, sehingga terdapat kerancuan penilaian laba per saham lamanya (EPS). Tidak ada perbedaan signifikan dari rerata imbal hasil pada setiap proporsinya. Ini dimungkinkan karena adanya faktor *investor sentimental* terhadap informasi akuntansi yang tersedia,¹¹⁾ yang berarti BEJ belum menjadi pasar saham yang efisien.

Pada perusahaan yang memiliki aset (FS) yang besar, rerata imbal hasil yang diperoleh dalam jangka pendek merupakan rerata imbal hasil yang terkecil dari keseluruhan proporsi yang ada, namun dalam jangka panjang pasar mengoreksi secara tidak berlebihan, sehingga dapat diartikan bahwa tingkat ketidakpastian lebih rendah pada perusahaan besar dibanding dengan perusahaan kecil. Yang menarik disini adalah perusahaan skala moderat (US\$ 10 juta - US\$ 20 juta) yang mana memiliki rerata imbal hasil jangka panjang (12 dan 24 bulan) yang positif dan cukup besar¹²⁾. Dari keseluruhan rerata imbal hasil secara statistik terdapat perbedaan yang signifikan dari rerata imbal hasil antara perusahaan beraset besar dan perusahaan beraset kecil,

11) Michelle Higgins Yetman (2001), lihat juga literatur Lee et al (1991).

12) Penjelasan terhadap *anomaly* ini Ritter menawarkan tiga kemungkinan penyebab, yaitu: (1) ukuran/tingkat resiko, (2) Nasib buruk, atau (3) kesengajaan (*fad*) atau *over-optimism*. Penelitian empiris Ritter mendukung kuat penjelasan yang ketiga yang mana *investor* mungkin telah beroptimis secara berlebihan terhadap prospek masa depan perusahaan pelaksana IPO.

Tabel 5: Kategori rerata return berdasarkan variabel bebas AGE, GP, OP, DER, PER, dan FS

AGE	AGE ≤ 10	10 < AGE ≤ 18	18 < AGE ≤ 25	25 < AGE ≤ 35	AGE > 35	F _{statistik}
INI	66.96 (31)	76.41 (22)	33.25 (5)	24.87 (9)	19.96 (4)	1.109 (0.360)
OPR	52.83 (31)	51.24 (22)	13.25 (5)	25.52 (9)	17.14 (4)	1.689 (0.163)
INTRA	12.22 (31)	10.48 (22)	16.65 (5)	0.30 (9)	1.28 (4)	0.330 (0.857)
RETADJ ₁₂	-19.66 (31)	-17.73 (22)	0.06 (5)	50.65 (9)	-8.28 (4)	1.726 (0.155)
RETADJ ₂₄	-29.40 (31)	-42.04 (22)	-17.21 (5)	-14.40 (9)	54.04 (4)	1.055 (0.386)
RETADJ ₃₆	-57.57 (28)	-65.88 (16)	-47.27 (3)	-34.33 (9)	95.84 (4)	5.740 (0.001)
GP (\$ juta)	GP ≤ 2.5	2.5 < GP ≤ 5.8	5.8 < GP ≤ 9.2	9.2 < GP ≤ 16.5	GP > 16.5	F _{statistik}
INI	75.98 (36)	48.53 (21)	46.63 (6)	43.72 (4)	4.37 (4)	1.024 (0.401)
OPR	53.28 (36)	36.32 (21)	58.10 (6)	20.27 (4)	4.76 (4)	1.648 (0.173)
INTRA	12.65 (36)	9.22 (21)	-0.78 (6)	14.36 (4)	-0.34 (4)	0.316 (0.866)
RETADJ ₁₂	-20.48 (36)	-3.4 (21)	50.99 (6)	-13.34 (4)	-5.05 (4)	1.208 (0.316)
RETADJ ₂₄	-43.48 (36)	3.48 (21)	-19.22 (6)	-9.46 (4)	-32.56 (4)	0.965 (0.433)
RETADJ ₃₆	-59.43 (28)	-39.68 (20)	-51.69 (5)	-9.52 (3)	-28.27 (3)	0.633 (0.641)
OP	OP ≤ 14.99	15.00 ≤ OP ≤ 15.01	15.02 ≤ OP ≤ 16.67	16.68 ≤ OP ≤ 27.04	OP ≥ 27.05	F _{statistik}
INI	30.03 (8)	3.85 (1)	36.84 (4)	58.08 (29)	74.18 (29)	0.700 (0.595)
OPR	28.20 (8)	7.69 (1)	49.42 (4)	35.51 (29)	57.55 (29)	1.255 (0.297)
INTRA	0.76 (8)	-3.57 (1)	-8.75 (4)	13.84 (29)	11.43 (29)	0.605 (0.660)
RETADJ ₁₂	-29.61 (8)	-22.30 (1)	-12.54 (4)	3.79 (29)	-13.00 (29)	0.373 (0.827)
RETADJ ₂₄	-62.28 (8)	-28.31 (1)	-27.00 (4)	-14.88 (29)	-26.53 (29)	0.432 (0.785)
RETADJ ₃₆	-76.43 (7)	-59.82 (1)	-61.53 (3)	-24.57 (22)	-58.06 (26)	1.302 (0.281)
D/E	D/E ≤ 0.7241	0.7242 ≤ D/E ≤ 1.2352	1.2353 ≤ D/E ≤ 2.0241	2.0242 ≤ D/E ≤ 3.8295	D/E ≥ 0.8296	F _{statistik}
INI	74.67 (36)	50.15 (10)	29.38 (6)	38.31 (5)	47.81 (14)	0.714 (0.586)
OPR	54.12 (36)	38.37 (10)	25.19 (6)	43.86 (5)	30.50 (14)	0.989 (0.420)
INTRA	13.23 (36)	4.91 (10)	1.72 (6)	-3.57 (5)	13.05 (14)	0.458 (0.768)
RETADJ ₁₂	-22.27 (36)	-2.68 (10)	-0.76 (6)	77.36 (5)	-9.29 (14)	2.078 (0.094)
RETADJ ₂₄	-27.14 (36)	-55.18 (10)	-29.38 (6)	-19.99 (5)	-2.18 (14)	0.515 (0.725)
RETADJ ₃₆	-64.57 (32)	-64.15 (7)	-35.76 (3)	-41.47 (5)	0.04 (12)	2.625 (0.045)
P/E	P/E ≤ 5.42	5.43 ≤ P/E ≤ 9.20	9.21 ≤ P/E ≤ 13.72	13.73 ≤ P/E ≤ 25.15	P/E ≥ 25.16	F _{statistik}
INI	35.95 (25)	86.00 (11)	77.49 (8)	58.16 (9)	68.81 (18)	0.995 (0.416)
OPR	25.09 (25)	45.89 (11)	41.98 (8)	48.04 (9)	68.30 (18)	2.441 (0.055)
INTRA	6.87 (25)	19.22 (11)	23.20 (8)	4.37 (9)	5.13 (18)	0.726 (0.577)
RETADJ ₁₂	-14.10 (25)	-1.92 (11)	3.38 (8)	23.45 (9)	-24.49 (18)	0.701 (0.594)
RETADJ ₂₄	-12.48 (25)	-30.05 (11)	-13.41 (8)	-55.46 (9)	-32.59 (18)	0.448 (0.774)
RETADJ ₃₆	-31.68 (23)	-53.48 (11)	-58.36 (5)	-62.36 (5)	-60.60 (15)	0.614 (0.655)
FS (\$ juta)	FS ≤ 5	5 < FS ≤ 10	10 < FS ≤ 20	20 < FS ≤ 30	FS > 30	F _{statistik}
INI	53.12 (18)	120.04 (14)	49.07 (14)	61.41 (7)	26.01 (18)	3.244 (0.017)
OPR	56.13 (18)	56.34 (14)	49.42 (14)	56.22 (7)	13.62 (18)	2.883 (0.029)
INTRA	-1.24 (18)	35.69 (14)	2.44 (14)	4.50 (7)	8.74 (18)	3.168 (0.019)
RETADJ ₁₂	-32.67 (18)	0.58 (14)	23.72 (14)	-44.03 (7)	-1.12 (18)	1.647 (0.173)
RETADJ ₂₄	-60.14 (18)	-44.40 (14)	22.08 (14)	-55.29 (7)	-2.98 (18)	2.533 (0.048)
RETADJ ₃₆	-71.13 (18)	-71.16 (14)	-39.46 (14)	-64.59 (7)	-1.13 (18)	3.155 (0.021)

• Angka dalam tanda kurung menunjukkan jumlah perusahaan dalam setiap proporsi.

• Angka dalam tanda kurung pada kolom F-statistik mengindikasikan tingkat signifikansi dari nilai F-statistik (tingkat signifikansi 5%).

Tabel 6 : Hasil Regresi berganda : Metode *Stepwise Elimination*

	OPR	INI	INTRA	RETADJ ₁₂	RETADJ ₂₄	RETADJ ₃₆
Constant	1.659	1.958	0.028	-1.141	-1.751	-3.290
FS	-0.079** (-2.981)	-0.093* (-2.223)			0.181** (4.210)	0.158** (3.727)
AGE				0.295* (2.607)		
PRIV						
OP						
GP						
D/E						
P/E	0.002** (4.285)					
INVEST						
DP		0.904** (2.903)	0.375* (2.522)			
WC						0.477* (2.074)
SS						2.068** (3.758)
R ²	0.305	0.188	0.088	0.091	0.115	0.530
F	14.722**	7.733**	6.359*	6.787*	8.944**	20.687**
Residual	8.956	22.208	5.250	30.084	48.972	11.250
D-W	2.111	1.742	2.132	2.069	2.024	2.080

* Signifikansi pada tingkat 5%

** Signifikansi pada tingkat 1%

angka dengan tanda bintang adalah koefisien *regressor*

angka didalam tanda kurung koefisien *regressor* adalah nilai t-statistik

kecuali RETADJ₁₂.

Analisis Regresi Linier Berganda – *Stepwise elimination Method*

Dalam tabel 6, regresi linier berganda dilakukan dengan metode *stepwise elimination*, dari hasil regresi ini didapat beberapa variabel yang signifikan. Variabel yang signifikan tersebut merupakan faktor yang sekiranya mempengaruhi setiap imbal hasil saham IPO. Nampak pada tabel 6, didapat hasil bahwa konstanta (*intercept*) pada jangka pendek memiliki pengaruh positif pada imbal hasil yang didapat, akan tetapi dalam jangka panjang memberikan pengaruh yang negatif terhadap imbal hasil. Besarnya besaran koefisien *intercept* dibandingkan dengan koefisien variabel-variabel yang ada, menerangkan bahwa banyak faktor yang mempengaruhi imbal hasil IPO selain faktor-faktor yang peneliti gunakan.

Variabel besarnya perusahaan (FS), memiliki koefisien yang secara signifikan berpengaruh negatif terhadap imbal hasil jangka pendek, namun dalam jangka panjang faktor ukuran perusahaan signifikan berpengaruh positif terhadap imbal hasil.

Hasil ini memberikan kesimpulan bahwa *investor* yang melakukan investasi dalam jangka panjang akan memperhatikan faktor *fundamental* dari perusahaan, salah satunya adalah besarnya aset perusahaan yang mencerminkan besarnya perusahaan tersebut. Faktor ukuran perusahaan ini turut menggambarkan kemungkinan akan kemampuan perusahaan dalam menjalankan bisnisnya (dapat dilihat pada tabel 5, besarnya perusahaan secara signifikan berbeda tiap proporsinya dalam mempengaruhi setiap imbal hasil), semakin besar perusahaan maka akan memungkinkan perusahaan tersebut menguasai pangsa pasar dalam industri-nya, yang secara langsung dimungkinkan menghasilkan laba operasional yang besar secara kontinyu. Sehingga diharapkan dalam jangka panjang berkemampuan membagikan keuntungan secara konsisten bagi para pemegang sahamnya. Oleh karena itulah *investor* memandang faktor besarnya aset perusahaan memberikan kontribusi yang positif terhadap imbal hasil dalam jangka panjang.¹³⁾

Faktor lamanya perusahaan telah berdiri/umur (AGE), menerima hipotesis yakni, faktor umur akan berkorelasi positif

dengan imbal hasil. *Initial return* tidak signifikan dipengaruhi oleh faktor AGE, ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Teoh et al (1998). Imbal hasil yang dipengaruhi secara signifikan oleh faktor umur adalah imbal hasil hanya pada periode 12 bulan.

Faktor P/E hampir tidak berpengaruh pada imbal hasil, hanya pada *opening price return* saja P/E signifikan berpengaruh positif, itupun kecil sekali. Ini mencerminkan bahwa *investor* tidak memperhatikan seberapa besar harga penawaran dari saham IPO terhadap laba yang diperoleh perusahaan persahamnya. Secara umum hasil regresi terhadap P/E dan D/E tidak signifikan, mungkin disebabkan oleh besarnya sentimen *investor*.¹⁴⁾

Investor saat membeli saham IPO pada waktu hari pertama perdagangan lebih memiliki pengharapan yang positif terhadap perusahaan yang melakukan IPO dengan tujuan untuk membayar hutang (DP), mungkin disebabkan pengharapan *investor* akan kestabilan aliran keluar-masuk dana hanya untuk operasional setelah pembayaran hutang. Sebab lain adanya perusahaan sektor jasa keuangan yang masuk kedalam regresi (tidak dipisahkan tersendiri). Koefisien DP bukan merupakan faktor yang signifikan dalam menentukan imbal hasil pada periode jangka panjang. Ini dimungkinkan karena kesempatan perusahaan dalam menjalankan bisnis lebih kecil, dikarenakan dana yang didapat berkurang oleh sebab sebagian dana hasil IPO dipergunakan untuk membayar hutang pada pihak lain, sehingga dalam berinvestasi jangka panjang para *investor* lebih tertarik terhadap perusahaan yang memiliki kemampuan lebih dalam beroperasi (berlawanan dengan faktor modal kerja-WC).

Berlawanan dengan faktor penggunaan dana IPO untuk tujuan membayar hutang (DP), penggunaan dana IPO untuk tujuan peningkatan modal kerja (WC) dalam jangka panjang secara statistik signifikan berkorelasi positif terhadap imbal hasil. Pemanfaatan dana dari IPO untuk peningkatan modal kerja diharapkan akan meningkatkan *firm value* dimasa mendatang, dengan efek langsung akan menambah kekayaan pemegang saham.

Sedangkan faktor dari penjualan

13) Yetman (2001) dalam desertasinya secara umum menemukan hasil bahwa *accounting-based value metrics* berasosiasi positif dengan imbal hasil jangka panjang dan berasosiasi negatif dengan *first-day underpricing*.

14) Michelle Higgins Yetman (2001) dalam desertasinya yang meneliti pengaruh *accounting-based value metrics* terhadap *first day underpricing* dan imbal hasil jangka panjang (3 tahun) menyimpulkan bahwa semakin positif sentimen *investor* maka semakin tidak efisien penggunaan informasi akuntansi, hasil tersebut konsisten dengan *The investor sentiment model* yang mengasumsikan bahwa *noise traders (non-institutional trader)* merespon secara pasif *noisy signal* dengan cara yang sama (i.e., "sentiment") dan menetapkan harga jauh dari *fundamental value* (lihat literatur Lee et al, 1991). Sedangkan Shiller (1990) menemukan fakta bahwa hanya sekitar seperempat dari responden yang diteliti melakukan analisis *fundamental* untuk menilai perusahaan IPO, yang berarti bahwa informasi *accounting-based* tidak sepenuhnya digunakan dalam menentukan harga IPO.

saham kepada masyarakat untuk kepentingan pemilik lama (SS) berpengaruh besar signifikan positif secara statistik terhadap imbal hasil pada periode waktu 36 bulan. Bila dilihat dari datanya, perusahaan yang melaksanakan IPO sebagai akibat dari penjualan saham dari pemilik lama adalah perusahaan dalam program divestasi saham-saham pemerintah, yang mana pemerintah masih merupakan pemilik mayoritas atas saham perusahaan tersebut, seperti Bank Central Asia (BBCA) dan PT Tambang Batubara Bukit Asam (PTBA). Dikarenakan pemerintah masih menjadi pemilik mayoritas saham-saham tersebut, maka perkiraan adanya jaminan akan dukungan pemerintah yang kuat terhadap perusahaan menjadikan faktor SS menjadi faktor yang diperhitungkan dalam berinvestasi jangka panjang (36 bulan).

Ini dapat dilihat pula pada tabel 4 di depan, bahwa pada jangka panjang (12 bulan dan 36 bulan) faktor SS memberikan rerata imbal hasil yang sangat besar dan berbeda signifikan secara statistik dengan faktor lainnya (penggunaan dana hasil IPO untuk investasi, pembayaran hutang dan modal kerja).

Sementara faktor-faktor yang tidak mempengaruhi imbal hasil adalah program privatisasi (PRIV)¹⁵⁾, penggunaan dana hasil IPO untuk berinvestasi (INVEST), persentase saham yang ditawarkan kepada publik (OP)¹⁶⁾, pendapatan kotor dari hasil IPO (GP)¹⁷⁾.

Secara umum koefisien determinasi R-square bernilai sangat kecil, sehingga dapat dikatakan bahwa variasi imbal hasil hanya sedikit dapat diterangkan oleh faktor-faktor yang signifikan mempengaruhinya¹⁸⁾, kemungkinan faktor yang dominan adalah faktor teknis. Namun pada periode 36 bulan dihasilkan koefisien determinasi R-square yang cukup besar (53%), mengingat penelitian-penelitian di bidang keuangan umumnya dihasilkan koefisien determinasi R-square yang kecil.

Kesimpulan

Berdasarkan pada data-data dan pembahasan dari hasil pengolahan data yang didapat, maka dapat diberikan beberapa kesimpulan. Sebagai berikut:

1. IPO memberikan *abnormal initial return* di Bursa Efek Jakarta, namun

memberikan hasil *underperform* pasar pada jangka panjang, ini terjadi umum pada mayoritas bursa saham lainnya (bukan pola yang spesifik dari suatu negara dan juga bukan disebabkan prosedur penerbitan secara spesifik tertentu). Fenomena *Abnormal* pada *initial return* disebabkan karena dua kemungkinan, pertama, *underwriter* secara sistematis menghargai saham IPO dibawah nilai intrinsiknya, kedua, IPO merupakan subjek dari penilaian yang berlebihan (*overvaluation*) dari *investor* atau *fads* (kesengajaan) di awal *aftermarket trading*. Dalam penelitian ini cenderung pada penjelasan yang kedua.

2. Analisis regresi sederhana antara imbal hasil jangka pendek dan imbal hasil jangka panjang memperkuat bukti berlakunya *fads hypothesis*, dimana imbal hasil jangka panjang berasosiasi negatif dengan imbal hasil jangka pendek. Ini memberikan informasi bahwa pasar mengoreksi penilaian yang berlebihan (*overvaluation*) dari *investor* atau *underpricing* saham hasil IPO yang terjadi pada jangka pendek.
3. Hasil regresi sederhana antar imbal hasil juga memberikan penjelasan bahwa *initial return* secara aktual disadari oleh *investor* ketika membeli saham pada harga pembukaan, dengan kata lain *initial return* lebih besar diperoleh ketika *investor* membeli saham pada harga pembukaan di pasar sekunder dibandingkan dengan membelinya pada harga penawaran.
4. Dari regresi linier berganda menggunakan metode *stepwise elimination* didapat hasil bahwa faktor-faktor seperti privatisasi, DER, rasio saham yang ditawarkan, penggunaan dana hasil IPO untuk investasi, pendapatan kotor dari IPO, secara statistik tidak

berpengaruh pada imbal hasil. Sementara faktor besarnya aset (besarnya perusahaan-FS) berpengaruh negatif terhadap imbal hasil jangka pendek namun berpengaruh positif dalam jangka panjang. Faktor *debt payment* hanya berpengaruh pada jangka pendek-berpengaruh positif. Sama halnya dengan faktor *shareholder sale* dan faktor *working capital* yang hanya berpengaruh pada jangka panjang 36 bulan-berpengaruh positif.

5. Kecilnya tingkat determinasi R-square secara umum, menyimpulkan bahwa *investor* dalam melakukan kebijakan investasinya lebih menggunakan analisis teknis. Namun dalam jangka panjang (tiga tahun) juga membuktikan adanya alasan *fundamental* (seperti FS, WC dan SS) yang menjadi dasar *investor* jangka panjang dalam mengambil keputusan berinvestasi, ini dapat terlihat dari nilai koefisien determinasi R-square yang mencapai 53% (tertinggi dibandingkan dengan imbal hasil periode lainnya).

Saran

1. Dalam penelitian ini variabel bebas yang digunakan mengikuti penelitian sebelumnya. Masih banyak variabel-variabel yang sekiranya dapat mempengaruhi keputusan *investor* dalam berinvestasi seperti kemungkinan adanya tindakan stabilitas harga saham pada awal-awal perdagangan dan harga penawaran sahamnya.
2. Dalam perhitungan *initial return* (INI) belum dikalkulasikan pengaruh dari pasar (*market adjusted*). Penulis hanya mengikuti apa yang tertera pada jurnal utama yang digunakan. Ada baiknya dicoba menggunakan pengaruh pasar dalam perhitungan

15) Ning Gong dan Chander Shekhar (2002) menemukan bahwa program IPO dari privatisasi perusahaan-perusahaan pemerintah Australia secara teoritik tradisional tidak mendukung penjelasan *underpricing* dari IPO disebabkan privatisasi, hanya faktor sentimen pasar yang cenderung diidentifikasi sebagai faktor yang signifikan dalam menentukan tingkat *underpricing*.

16) Irina Aganina (2002) dalam desertasinya berpendapat bahwa OP digambarkan sebagai perluasan dilusi dari saham aslinya, kemungkinan menghasilkan distorsi dari insentif para *investor*.

17) OP dan GP tidak signifikan mempengaruhi imbal hasil diduga karena kedua variabel tersebut berkorelasi sangat kuat satu sama lain, dikarenakan GP = *offering price* * OP.

18) Menurut Michelle Higgins Yetman (2001) Dalam sebuah pasar yang efisien, *systematic asset mispricing* yang dapat diidentifikasi menggunakan *accounting information* seharusnya tidak terjadi. Satu penjelasan yang potensial yaitu adanya faktor sentimen *investor*.

initial return.

3. Melakukan permodelan tersendiri perusahaan sektor jasa keuangan seperti perbankan, jika menggunakan variabel D/E, dikarenakan sektor perbankan secara umum memiliki D/E yang besar, dan struktur keuangan yang berbeda. **U**

DAFTAR PUSTAKA

Aganina, Irina (2002), "Essay on Irrational Pricing and Analyst Coverage of Newly Public Companies", *dissertation, The Faculty of the Graduate School of International Economics and Finance, Brandeis University.*

Aggrawal, R., R. Leal and L. Hernandez (1993), "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America." *Journal of Financial Management*, 22:1, pp.42-53.

Aggrawal, Reena and Pietra Rivoli (1990), "Fads in The Initial Public Offering Market?" *Journal of Financial Management*, 19:4, pp.45.

Barry, C and R. H. Jennings (1993), "The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of common Stock." *Journal of Financial Management*, 22:1, pp.54.

Beatty, Randolph and Jay R. Ritter (1986). "Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings." *Journal of Financial Economics*, 15, pp.213-232.

Durukan, M Banu. (2002), "The Relationship Between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of Istanbul Stock Exchange." *Journal of Managerial Finance*. 28:2, pp.18-38.

Gong, Ning dan Chander Shekhar (Dec 2001) "Underpriced of Privatized IPOs: The Australian Experience" *Australian Journal of Management*, 26:2, pg 91.

Husnan, Sued. (2001), "Dasar-Dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas." Edisi ketiga, UPP AMP YKPN.

Levis, M. (1993), "The Long-run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988." *Journal of Financial Management*, 22:1, pp.28-41.

Meggison, William L. (1997), "Corporate Finance Theory", Addison-Wesley Educational Publisher Inc.

Nachrowi, Djalal Nachrowi dan Hardius Usman, (2002), "Penggunaan Teknik Ekonometri", Jakarta, PT Rajawali Press.

Nandha, MS dan KR Sawyer (2002), "Ex-Ante Uncertainty in Initial Public Offerings: The Indian Market", *Finance India*.16:3, pg 961.

Tolia, Bijesh dan Yew Mun Yip (2003), "Hot IPOs and Lockup Expiration-An Anomaly?", *Competitiveness Review*, 13:2, pg 53.

Yetman, Michelle Higgins (2001), "Accounting-Based Value Metrics and the Informational Efficiency of IPO Market Prices", *Dissertation, University of North Carolina.*

*Kunci
Masa Depan,*

HUT KE-35

MANAJEMEN DAN USAHAWAN INDONESIA

1

Artikel : Satu Langkah Menuju Masa Depan

Edisi : Lima-Delapan Artikel

Tahun : Dua Belas Edisi

*Melihat Kunci
dari Depan*

Manajemen dan Usahawan Indonesia
Lembaga Management FEUI
Jl. Salemba Raya No. 4, Jakarta Pusat
Telp. : (062) (21) 31934142, 3907410. Ext 131, 132
Fax. : (062) (21) 31931610
E-Mail : usahawan@lm.feui.org; usahawan_lmfeul@yahoo.com
www.lmfeul.com