

FENOMENA UNDERPRICING, KINERJA JANGKA PANJANG DAN OVERREACTION PADA PERUSAHAAN BUMN DAN NON BUMN YANG MELAKUKAN IPO PADA TAHUN 1991 – 2003

Oleh:

C Ambar Pujiharjanto

S I Ediningsih

Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Yogyakarta

Abstract

The study addresses an underpricing phenomena on initial public offering (IPO) in the period of 1991 – 2003 at the Jakarta Stock Exchange (JSX). This research has four main objectives. Firstly to know wheather there is underpricing on IPO, secondly to know the long run performance after 180 –days having been trading in stock exchange, thirthly to know wheather there is overreaction on first trading day, and fourthly to know wheather there is different underpricing at BUMN firms and Non BUMN firms. Based on one sample t test it is found there is generally the initial public offering gives positif abnormal return and there is found decreasing return on 180-days trading. That mean, is can be proved underpricing at firstly trading and decreasing on after market performance. Based on t test for paired sample that found there is not overreaction on firstly trading and there is not difference underpricing at BUMN firms and Non BUMN firms.

Keywords: *IPO, Underpricing, Overreaction*

Pendahuluan

Di era globalisasi sekarang ini, setiap perusahaan diharapkan mampu bersaing dan selalu berusaha mengembangkan usaha. Dalam mengembangkan usaha ketersediaan modal mengambil peranan yang sangat strategis. Ada beberapa sumber permodalan yang dapat dipilih perusahaan misalnya: perbankan dan pasar modal. Di pasar modal perusahaan dapat mencari tambahan modal dengan cara menerbitkan saham dan menjualnya. Peristiwa penerbitan dan penjualan saham untuk pertama kali yang dilakukan di pasar perdana dinamakan *Initial Public Offering (IPO)*. Undang-undang No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal mendefinisikan "penawaran umum perdana saham sebagai kegiatan penawaran yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang telah diatur dalam undang-undang tersebut dan pelaksanaanya".

Masalah penting yang dihadapi perusahaan ketika melakukan penawaran perdana saham di pasar modal adalah menentukan besarnya harga penawaran perdananya. Harga saham yang ditawarkan pada saat *IPO* merupakan faktor penting yang menentukan berapa besar jumlah dana yang akan diperoleh perusahaan (emiten). Disini emiten sebagai pihak yang memerlukan dana menginginkan harga yang lebih tinggi agar mendapatkan dana yang lebih banyak. Sedangkan investor sebagai pihak yang kelebihan dana menginginkan harga yang lebih rendah agar ketika nanti dijual kembali investor memperoleh keuntungan dalam bentuk (*capital*

gain). Meskipun demikian, harga saham pada penawaran perdana ditentukan berdasarkan kesepakatan antara perusahaan dengan *underwriter*.

Umumnya *underwriter* memiliki informasi yang lebih baik mengenai permintaan terhadap saham-saham emiten dibandingkan dengan emiten itu sendiri. Oleh karena itu *underwriter* akan memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk memperoleh kesepakatan dengan emiten yaitu dengan memperkecil risiko yang harus ditanggungnya apabila saham yang dia jamin di pasar perdana tidak laku. Karenanya emiten kemudian menerima harga yang murah bagi penawaran perdana sahamnya.

Setelah saham ditransaksikan di pasar perdana, selanjutnya saham dapat diperjual-belikan antar investor di pasar sekunder. Harga yang terjadi di pasar sekunder ada 3 (tiga) kemungkinan yaitu: (1) harga lebih rendah dibandingkan harga perdana (*overpricing*) sehingga investor mengalami kerugian, (2) harga sama dengan harga perdana (*truepricing*), disini investor tidak untung/rugi (impas) dan (3) harga lebih tinggi dibandingkan harga perdana (*underpricing*), disini investor mendapat keuntungan. Dalam banyak kasus, yang terjadi adalah kemungkinan ke-3 (terjadi *underpricing*). Terjadinya *underpricing* antara lain dapat dilihat adanya *abnormal return* sebagaimana temuan-temuan berikut ini.

Tabel 1. Penelitian Empiris Tentang *Underpricing* Pada Saat IPO.

Studi (tahun)	Periode penelitian	Ukuran sample	Abnormal return
Amerika Serikat:			
Logue (1973)	1969-1973	250	20,8%
Ibottson (1975)	1960- 1969	112	11,4%
Reilly (1977)	1972-1976	486	10,9%
Aggarwal and Rivoli (1990)	1977-1987	1598	10,67%
Carter, Dark and Singh (1998)	1979-1991	2292	8,08%
Non Amerika Serikat:			
Jog and Riding (1987)	1971-1983	100	9-11%
Kunz and Aggarwal (1994)	1983-1989	42	35,8%
Keloharju (1993)	1984-1989	80	8,7%
Levis (1993)	1980-1988	632	14,08%
Emerging Market:			
Dawson (1987)	1978-1983	21	166,67%
Aggarwal, Leal and Hemandes (1993)	1980-1991	142	78,5%
Kim, Krinsky and Lee (1995)	1985-1989	169	57,56%
Paudyal, Saadouni, Briston (1998)	1994-1995	109	62,1%
Mok and Hui (1998)	1992-1993	A: 87,B: 22	289,2%,26%
Indonesia:			
Hanafi, Mamduh dan Husnan, Suad (1991)	1990	22	2,98%
Husnan, Suad (1991)	1989	24	20,91%
Hanafi, Mamduh (1998)	1989-1994	106	15,15%
Daljono (2000)	1990-1997	150	33,39%
Pujiharjanto , C.Ambar (2003)	1992-1998	124	13,32%

Sumber: Dihimpun dari berbagai sumber

Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu, perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO dalam jangka pendek terjadi *underpricing* dan dalam jangka panjang terdapat penurunan kinerja. Penurunan kinerja dalam jangka panjang tentunya akan merugikan investor karena *return*nya negatif (tidak memperoleh *return*). Meskipun demikian ada penelitian serupa yang hasilnya terjadi penurunan kinerja dalam jangka panjang, namun investor masih mendapat *abnormal return* positif seperti yang diungkap Dawson (1987) di Malaysia; Aggarwal, Leal dan Hernandes (1993) di Brasil; Kim, Krinsky dan Lee (1995) di Korea. Penelitian ini selain bertujuan untuk mengetahui adanya *underpricing* pada perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO juga mencoba mengungkap bagaimana kinerja saham perusahaan dalam jangka panjang, serta apakah dalam jangka panjang terjadi *overreaction*. Permasalahan kedua didasari hasil temuan Sartono dan Yarranto (1996) yang mendapati kenyataan bahwa di BEJ, investor cenderung untuk bereaksi secara berlebihan (*overreaction*) terhadap informasi baru. Meskipun demikian, Warninda dan Asri (2002) yang melakukan penelitian dari tahun 1990 hingga 1997 mendapatkan kenyataan bahwa di BEJ tidak terjadi *overreaction*. Demikian juga temuan Susiyanto (2002) yang meneliti pada periode Januari 1994 hingga Desember 1996 menemukan bahwa di BEJ tidak terjadi *overreaction*.

Di Bursa Efek Jakarta, perusahaan-perusahaan yang terdaftar dikelompokkan ke dalam berbagai sector. Dari pengelompokan tersebut, kelompok BUMN dan Non BUMN cukup menarik minat peneliti karena perusahaan BUMN sebagian besar sahamnya dimiliki oleh pemerintah/negara. Sedangkan perusahaan non BUMN sahamnya dimiliki oleh bukan negara (swasta) baik perorangan maupun institusi. Adanya perbedaan kepemilikan ini menjadikan penelitian ini juga mencoba mengungkap apakah *underpricing* yang terjadi pada perusahaan BUMN lebih tinggi dibandingkan yang terjadi pada perusahaan non BUMN. Disamping itu beberapa studi menunjukan adanya perbedaan kinerja perusahaan BUMN dan Non BUMN sebagaimana diungkap Menyah dan Paudyal (1996) di Inggris yang menemukan *initial return* untuk saham-saham BUMN sebesar 38,70% dibanding dengan 3,48% untuk saham-saham non BUMN; Perroti dan Guney (1993) melaporkan bahwa *initial return* untuk saham-saham BUMN di Nigeria sebesar 372,2%, di Perancis 18,7% dan di Spanyol 68,7%; dan Paudyal, Saadouni dan Briston (1998) menemukan bahwa *initial return* untuk saham-saham BUMN adalah sebesar 103,5% dibanding dengan 52,5% untuk saham-saham non BUMN.

Tinjauan Teoritik dan Pengembangan Hipotesis

Underpricing

Besarnya harga saham yang ditawarkan, ditentukan antara emiten dengan penjamin emisi, sedangkan harga di bursa ditentukan oleh mekanisme pasar. Apabila penentuan harga pada saat IPO lebih rendah dibandingkan dengan harga pada hari pertama di bursa, maka terjadilah apa yang disebut *underpricing*. Studi Rock (1986) menjelaskan bahwa investor dibedakan menjadi dua, yaitu *informed investor* dan *uninformed investor*, tetapi pada umumnya investor adalah *uninformed investor*, yang hanya mempunyai informasi terbatas tentang prospek perusahaan baru dibanding *issuer* dan penjamin emisi. Untuk mengkompensasi atas terbatasnya informasi tersebut, investor hanya akan berpartisipasi dalam penawaran saham baru, jika dijual dengan harga yang cukup rendah. Hampir sama dengan Rock, Ritter (1987) juga membagi *informed investor* dengan *uninformed investor*.

Untuk menarik investor jenis ini, Ritter (1987) menyarankan perlunya diskon yang substansial, dengan menawarkan sahamnya pada posisi *underpriced*. Konsep informasi asimetris juga diungkap oleh Kunz dan Aggarwal (1994), yang menjelaskan bahwa informasi asimetrislah yang menyebabkan ketidakpastian harga di masa datang.

Penelitian-penelitian empirik yang mengungkap tentang fenomena *underpricing* tersebut telah banyak didokumentasikan baik di pasar modal negara Amerika dan negara-negara maju lainnya maupun pada pasar modal kategori *emerging market*, termasuk di Indonesia. Berdasarkan teori informasi asimetris dan penelitian-penelitian mengenai fenomena *underpricing* baik pada pasar modal yang sudah maju maupun pada pasar modal kategori *emerging market* seperti di Indonesia, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian (1) sebagai berikut:

Terjadi *underpricing* pada hari pertama perdagangan di bursa, atas saham-saham yang ditawarkan pada saat penawaran umum perdana (IPO).

Kinerja Jangka Panjang

Informasi asimetris menunjukkan ketidakseimbangan informasi baik secara kualitatif maupun kuantitatif antara emiten dengan investor. Tetapi seiring dengan berlalunya waktu maka informasi di antara kedua belah pihak menjadi relatif sama. Banyak perusahaan yang melakukan IPO cenderung mengalami kemunduran dalam beberapa periode ke depan, hal tersebut ditunjukkan dengan menurunnya harga saham. Alasan yang diungkapkan oleh Lougran dan Ritter (1995) mengapa terjadi penurunan kinerja dalam jangka panjang adalah bahwa investor berperilaku sangat optimistik pada saat IPO, sehingga bersedia membayar dengan harga yang ditawarkan di awal perdagangan di bursa, dan akhirnya dalam jangka panjang cenderung mengalami penurunan. Beberapa penelitian empiris mengenai terjadinya penurunan kinerja dalam jangka panjang dapat dilihat pada Tabel 2 berikut ini:

Tabel 2. Penelitian Empiris Tentang Kinerja Jangka Panjang.

Studi (tahun)	Periode penelitian	Waktu	Abnormal return
Amerika Serikat:			
Reilly (1977)	1972-1976	3 tahun	- 11,60%
Aggarwal and Rivoli (1990)	1977-1987	1-3 tahun	-13,73%
Carter, Dark and Singh (1998)	1979-1991	Jangka Panjang	-19,92%
Non Amerika Serikat:			
Keloharju (1993)	1984-1989	3 tahun	-8,1%
Levis (1993)	1980-1988	3 tahun	-31,00%
Emerging Market:			
Aggarwal, Leal and Hemandes (1993)	1978-1983		
Mexico		Jangka Panjang	-19,60%
Cile		Jangka Panjang	-23,70%
Indonesia:			
Pujiharjanto, C.Ambar (2003)	1992-1998	1 tahun	-9,78%

Sumber: Dihimpun dari berbagai sumber

Berdasarkan informasi asimetris dan temuan-temuan empiris di atas maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian (2) sebagai berikut:

Terjadi penurunan kinerja dalam jangka panjang, atas saham-saham yang ditawarkan pada saat IPO.

Overreaction

Hipotesis *Overreaction* adalah mengacu kepada reaksi yang berlebihan dari harga saham dengan adanya berita dramatis dan tidak diperkirakan (Bowman dan Iversen, 1998). *Overreaction* umumnya dibedakan menjadi 2 (dua) yaitu: *shortrun overreaction* dan *longrun overreaction*. Dalam perspektif jangka panjang *overreaction* mengacu kepada nilai-nilai fundamental yang menyebabkan optimisme atau pesimisme pasar, sebaliknya dalam perspektif jangka pendek *overreaction* memfokuskan kepada reaksi atas berita yang tidak diperkirakan. Penelitian Sartono dan Yarmanto (1996) yang mendapati kenyataan bahwa di BEJ, investor cenderung untuk bereaksi secara berlebihan (*overreaction*) terhadap informasi baru. Dalam konteks ini, maka *overreaction* adalah menggambarkan kondisi di mana telah terjadi reaksi yang berlebihan dari investor akan emisi saham baru.

Berdasarkan *overreaction hypothesis* yang menyebutkan bahwa *overreaction* secara substantif dapat terjadi jika terjadi reaksi pasar yang berlebihan atas berita yang tidak diperkirakan, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian (3) sebagai berikut:

Terjadi *overreaction* terhadap fenomena *underpricing* di hari 1(pertama) dan hari ke 180 (seratus delapan puluh) setelah IPO

BUMN versus Non BUMN

Beberapa studi di berbagai negara menunjukkan bahwa mengacu kepada teori informasi asimetris maupun teori signal ditemukan adanya perbedaan *initial return* antara saham-saham BUMN dengan saham-saham perusahaan non BUMN. Temuan-temuan tersebut pada umumnya menunjukkan bahwa *initial return* untuk saham-saham BUMN jauh lebih tinggi dibanding saham-saham non BUMN. Studi Menyah dan Paudyal (1996) di Inggris menemukan *initial return* untuk saham-saham BUMN sebesar 38,70% dibanding dengan 3,48% untuk saham-saham non BUMN; Perroti dan Guney (1993) melaporkan bahwa *initial return* untuk saham-saham BUMN di Nigeria sebesar 372,2%, di Perancis 18,7% dan di Spanyol 68,7%; dan Paudyal, Saadouni dan Briston (1998) menemukan bahwa *initial return* untuk saham-saham BUMN adalah sebesar 103,5% dibanding dengan 52,5% untuk saham-saham non BUMN. Berdasarkan temuan-temuan di atas dapat dirumuskan hipotesis penelitian (4) sebagai berikut:

Ada perbedaan *underpricing* antara perusahaan BUMN dan Non BUMN

Metode Penelitian

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode 1991 – 2003. Dengan mendasarkan periode penelitian ini, diperoleh 239 perusahaan yang terdaftar di BEJ. Adapun sampel dalam penelitian ini dipilih berdasarkan *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

1. Dalam periode penelitian, terdapat perusahaan BUMN dan Non BUMN yang melakukan IPO
2. Perusahaan-perusahaan diatas pada awal periode (hingga 6 bulan) aktif diperdagangkan
3. Semua data yang diperlukan tersedia lengkap

Berdasarkan kriteria-kriteria diatas, diperoleh 125 perusahaan sebagai sample dan terdiri dari 12 perusahaan BUMN dan 113 perusahaan Non BUMN.

Operasionalisasi Variabel

Untuk mencapai tujuan penelitian, variabel penelitian harus didefinisikan secara jelas sebagai berikut:

Underpricing

Untuk mengetahui terjadinya *underpricing* dilihat nilai *initial return*-nya, selain itu juga dilakukan pengujian terhadap nilai *abnormal return* pada hari ke-1. Adapun rumus *initial return* sebagai berikut:

$$\text{Initial return} = \frac{\text{Harga saham hari 1 di pasar sekunder} - \text{Harga penawaran perdana}}{\text{Harga penawaran perdana}} \times 100\%$$

Kinerja Perusahaan

Kinerja Perusahaan, diukur dengan melihat nilai *abnormal return*, disini dapat dilihat perkembangan nilai *abnormal return* pada hari ke-30 hingga hari ke-180 setelah IPO. *Abnormal return* merupakan selisih antara *actual return* dengan *expected return*. Dalam menghitung *expected return*, ada 3 pendekatan yang bisa digunakan tetapi dalam penelitian ini hanya menggunakan pendekatan *market adjusted model*. *Market adjusted model* menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut (Hartono: 2000). Adapun rumusnya sbb:

$$AR_t = R_{it} - E(R_{it}), \text{ dimana:}$$

AR_t = *Abnormal return* pada periode t

R_{it} = *Actual return* pada periode t, dihitung dengan cara:

$$\text{Return Saham} = \frac{\text{Harga saham pd hari } t - \text{Harga saham pd hari } t-1}{\text{Harga saham pd hari } t-1} \times 100\%$$

$E(R_t)$ = *Expected return* pada periode t , dengan pendekatan *market adjusted model* dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$\text{Return Market } t = \frac{\text{IHSG pada hari } t - \text{IHSG pada hari } t-1}{\text{IHSG pd hari } t-1} \times 100\%$$

Overreaction

Overreaction menggambarkan kondisi dimana telah terjadi reaksi yang berlebihan dari investor akan emisi saham baru. Hal ini dapat dilihat dari apakah ada *initial return* yang diperoleh pada saat *closing price* hari pertama penjualan saham di pasar sekunder dengan *return* saham yang diperoleh pada saat *closing price* pada hari ke-180. Jika pasar *Overreaction*, maka yang terjadi adalah tingginya *initial return* pada saat saham dijual pertama kali di pasar sekunder dibandingkan dengan *return* yang diperoleh investor dalam jangka panjang (hari ke-180) setelah saham diperdagangkan di pasar sekunder.

Teknik Analisis

Untuk mengetahui apakah terjadi *underpricing* atau tidak atas peristiwa IPO (hipotesis 1), dilakukan pengujian dengan *One sample t test* atas *abnormal return*. Demikian juga untuk menguji apakah dalam jangka panjang kinerja perusahaan mengalami penurunan (hipotesis 2) dapat dilihat dari nilai rata-rata *abnormal return* hingga hari ke-180 dengan *One sample t test*. Sementara itu, untuk menguji apakah terjadi *overreaction* di Bursa Efek Jakarta (hipotesis 3) dilakukan pengujian dengan *paired sample t test* dan apakah ada perbedaan *underpricing* pada perusahaan BUMN dan non BUMN (hipotesis 4) digunakan *independent sample t test*.

Hasil Analisis dan Pembahasan

Statistik Deskriptif

Berikut ini akan disajikan nilai *abnormal return* perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1991 – 2003 di Bursa Efek Jakarta. Nilai *abnormal return* akan digunakan untuk menguji hipotesis sehingga sampai pada tujuan penelitian .

Tabel 3. Statistik deskriptif

<i>Abnormal return</i>	Min (%)	Max (%)	Mean (%)	St Deviasi (%)
Hari ke-1	-54	479	39,44	84,92
Hari ke-30	-45	700	50,36	117,57
Hari ke-60	-48	551	51,22	109,71
Hari ke-90	-48	538	46,39	109,40
Hari ke-120	-58	798	48,45	120,67
Hari ke-150	-75	756	44,84	120,04
Hari ke-180	-118	861	40,83	125,17

Sumber: data primer diolah

Berdasarkan table 3, dapat dijelaskan jika investor berinvestasi (membeli saham) pada hari (1) pertama saham diperdagangkan di bursa pada periode tahun 1991 – 2003, dimungkinkan: tidak untung (rugi) 54%, memperoleh laba maksimal 479% dan secara rata-rata memperoleh laba 39,44% meskipun demikian ada kemungkinan menyimpang sebesar 84,92%. Dengan cara sama dapat diketahui perolehan tingkat pengembalian (*return*) ketika investor berinvestasi pada saham pada hari ke-30 hingga ke-180.

Pengujian Hipotesis

Untuk mengetahui apakah terjadi *underpricing* pada perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO dapat dilihat dari nilai *initial return*nya. Jika nilai *initial return* positif berarti terjadi *underpricing* dan ketika nilai *initial return* negatif, berarti terjadi *overpricing*. Dari 125 perusahaan yang melakukan IPO terdapat 15 perusahaan yang mengalami *overpricing* dan 110 perusahaan mengalami *underpricing*. Lebih lanjut, terjadinya *underpricing* diuji dengan *one sample t test* dan hasilnya sebagai berikut:

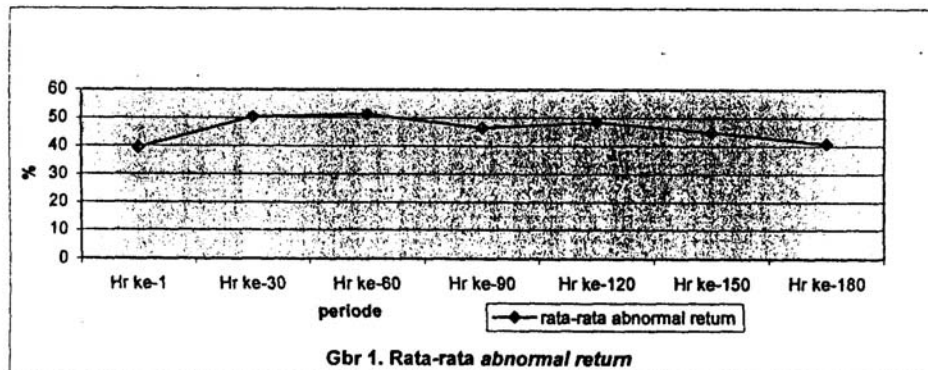
Tabel 4. Hasil uji dengan *One-Sample Test*

	Test Value = 0					
	t	df	Sig.(2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Tk <i>underpricing</i>	5.192	124	.000	39.342	24.4013	54.4671

Sumber: data sekunder diolah

Berdasarkan table 4, hasilnya, signifikan pada $\alpha=5\%$, untuk t sebesar 5,192 artinya hipotesis 1 diterima yakni terjadi *underpricing* pada perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada periode tahun 1991 - 2003. Namun demikian jika dibandingkan dengan penelitian terdahulu di Indonesia (lihat table 1), tingkat *underpricing* pada periode ini rata-rata sebesar 39,34% relatif lebih tinggi.

Selanjutnya untuk mengetahui apakah terjadi penurunan kinerja dalam jangka panjang dapat dilihat dari nilai rata-rata *abnormal return* yang disajikan dalam gambar berikut ini.



Berdasarkan gambar 1, dapat dilihat pola pergerakan rata-rata *abnormal return* yang pada awalnya meningkat (pada hari ke-30 hingga hari ke-60) kemudian mengalami penurunan hingga hari ke-180. Secara statistik penurunan nilai rata-rata *abnormal return* signifikan, ditunjukkan dari hasil olah data dengan menggunakan *one sample t test* berikut ini.

Berdasarkan table 4, dimana rata-rata *abnormal return* pada hari ke-1 sampai dengan hari ke-180 dengan tingkat signifikansi $\alpha=5\%$, semua menunjukkan signifikan maka hipotesis 2 yang menyatakan dalam jangka panjang kinerja perusahaan yang melakukan IPO menurun diterima. Dalam keadaan demikian investor masih menerima *abnormal return* dalam investasinya, tetapi lebih kecil (menurun).

Tabel.5. Hasil uji dengan *One-Sample Test*

	Test Value = 0					
	t	df	Sig (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
AR1	5.192	124	.000	39.4342	24.4013	54.4671
AR30	4.789	124	.000	50.3618	29.5483	71.1752
AR60	5.220	124	.000	51.2221	31.8001	70.6441
AR90	1.969	124	.051	91.9918	-.4988	184.4823
AR120	4.490	124	.000	48.4594	27.0983	69.8204
AR150	4.186	124	.000	44.9458	23.6945	66.1971
AR180	3.647	124	.000	40.8309	18.6723	62.9894

Sumber: data sekunder diolah

Untuk menguji hipotesis 3 yang menyatakan terjadi *overreaction* di Bursa Efek Jakarta dilakukan dengan uji t untuk sample berpasangan dan hasilnya sebagai berikut:

Tabel 6. Hasil uji dengan *Paired Samples Test*

		Paired Differences				t	df	Sig. (2-tailed)	
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower				Upper
Pair 1	AR1 - AR180	-1.3966	103.1753	9.2283	-19.6620	16.8687	-.151	124	.880

Sumber: data sekunder diolah

Berdasarkan table 6, dimana nilai t sebesar -0,151 dengan tingkat signifikansi 0,88 berarti tidak terjadi reaksi berlebihan (*overreaction*) dari investor di Bursa Efek Jakarta, hal tersebut juga dapat dilihat dari nilai rata-rata *abnormal return* pada hari ke-1 dan hari ke-180 sebesar 39,44% dan 40,83%. Keadaan tersebut mengindikasikan bahwa investor tidak bereaksi berlebihan ketika berinvestasi pada saham perusahaan yang melakukan IPO.

Hipotesis 4 yang menyatakan ada perbedaan tingkat *underpricing* yang terjadi pada perusahaan BUMN dan Non BUMN diuji dengan menggunakan uji t untuk *independent sample* dan hasilnya sebagai berikut:

Tabel 7. Hasil uji dengan *independent sample*

	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
Under Equal variance assumed	4.516	.036	1.086	123	.280	41.0023	37.7539	-33.7294	115.7339
Equal variance not assumed			.573	11.433	.577	41.0023	71.5109	-115.6673	197.6718

Sumber: data sekunder diolah

Berdasarkan table 7, diperoleh nilai t sebesar ,573 dengan tingkat signifikansi 0,577 berarti tidak ada perbedaan tingkat *underpricing* yang terjadi pada perusahaan BUMN dan Non BUMN, meskipun jika dilihat dari nilai rata-rata *abnormal return* berbeda yaitu untuk perusahaan BUMN sebesar 89,52% dan Non BUMN sebesar 48,52% namun perbedaan tersebut tidak signifikan secara statistik.

Pembahasan

Hasil pengujian terhadap perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1991 – 2003, menunjukan secara statistik signifikan terjadi *underpricing*. Hasil ini konsisten dengan penelitian-penelitian terdahulu baik di negara maju (Amerika Serikat, Non Amerika Serikat), *Emerging Market termasuk di Indonesia* (selengkapnya lihat table 1). Terjadinya *underpricing* menjadikan dana yang diperoleh emiten tidak maksimal tetapi memberikan *return* (keuntungan) yang tinggi bagi investor.

Return yang tinggi akan diperoleh investor sampai hari ke-60 pasca IPO, dan selanjutnya menurun (tetapi masih mendapatkan *return*) hingga pada hari ke-180. Keadaan ini secara tidak langsung menunjukan bahwa dalam jangka panjang kinerja perusahaan yang melakukan IPO mengalami penurunan, demikian juga secara statistik menunjukan signifikan. Keadaan ini juga konsisten dengan penelitian Dawson (1987) di Malaysia; Aggarwal, Leal dan Hernasndez (1993) di Brasil; Kim, Krinsky dan Lee (1995) di Korea serta Prastiwi dan Kusuma (2001). Dengan demikian jika investor ingin berinvestasi dan mengharapkan keuntungan yang maksimal, dianjurkan untuk membeli saham di pasar perdana dan menahannya (jangan terlalu lama) karena adanya kecenderungan penurunan kinerja perusahaan dalam jangka panjang.

Pada pengujian hipotesis berikutnya ditemukan bahwa rata-rata *abnormal return* pada hari pertama tidak terlalu jauh berbeda dengan rata-rata *abnormal return* pada hari ke-180. Dengan demikian hasil penelitian ini tidak menggambarkan terjadinya *overreaction* pada saat IPO. Penelitian ini konsisten dengan penelitian Waminda dan Asri (2002) dan Supriyono (2005). Namun demikian, penelitian ini berbeda dengan Sartono dan Yarmanto (1996). Dengan demikian apabila investor tidak sempat membeli saham di pasar perdana, masih bisa

berharap mendapat gain yang tinggi jika investor membeli saham di hari-hari pertama (awal) perdagangan di pasar sekunder.

Selanjutnya pada pengujian hipotesis empat ditemukan tidak adanya perbedaan tingkat *underpricing* pada perusahaan BUMN dan Non BUMN. Keadaan ini berbeda dengan studi yang dilakukan Menyah dan Paudyal (1996) di Inggris dimana ditemukan *initial return* untuk saham-saham BUMN sebesar 38,70% dibanding dengan 3,48% untuk saham-saham non BUMN; Perotti dan Guney (1993) melaporkan bahwa *initial return* untuk saham-saham BUMN di Nigeria sebesar 372,2%, di Perancis 18,7% dan di Spanyol 68,7%; dan Paudyal, Saadouni dan Briston (1998) menemukan bahwa *initial return* untuk saham-saham BUMN adalah sebesar 103,5% dibanding dengan 52,5% untuk saham-saham non BUMN. Temuan di Bursa Efek Jakarta ini mengindikasikan bahwa untuk berinvestasi pada saham, investor tidak perlu memperhatikan apakah investasinya pada saham perusahaan BUMN atau Non BUMN. Dari segi kepemilikan saham BUMN memang dimiliki oleh negara tetapi ini tidak berarti otomatis lebih baik dari saham Non BUMN yang sahamnya dimiliki oleh swasta).

Simpulan dan Saran

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terjadi *underpricing* pada perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Jakarta, bagaimana kinerja jangka panjang (180 hari) perusahaan setelah melakukan IPO dan apakah terjadi *overreaction* terhadap fenomena *underpricing* di hari 1 (pertama) dan hari ke 180 (seratus delapan puluh) setelah IPO serta apakah ada perbedaan *underpricing* antara perusahaan BUMN dan Non BUMN. Setelah dilakukan pengujian dapat disimpulkan hal-hal sebagai berikut:

1. Terjadi *underpricing* pada perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1991 sampai dengan 2003 di Bursa Efek Jakarta.
2. Kinerja perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1991 sampai dengan 2003 di Bursa Efek Jakarta mengalami penurunan.
3. Tidak terjadi *overreaction* delapan puluh) setelah IPO serta apakah ada perbedaan *underpricing* antara perusahaan BUMN.
4. Tidak ada perbedaan *underpricing* pada perusahaan-perusahaan BUMN dan Non BUMN yang melakukan IPO pada tahun 1991 sampai dengan 2003 di Bursa Efek Jakarta.

Dari hasil temuan-temuan diatas, ada beberapa saran yang dapat diberikan dan diharapkan bermanfaat diwaktu-waktu mendatang. Adapun sarannya sebagai berikut:

1. Bagi calon investor, hendaknya tidak ragu-ragu dalam berinvestasi saham caranya dengan membeli saham di pasar perdana atau di pasar sekunder pada awal perdagangan kemudian menjualnya hingga hari ke-60 agar memperoleh gain maksimal, karena setelahnya gain berkecenderungan turun.
2. Tidak adanya perbedaan *underpricing* pada perusahaan BUMN dan Non BUMN dimungkinkan karena perbedaan sample yang cukup besar (BUMN = 12 dan Non BUMN = 113). Disarankan penelitian yang akan datang membandingkan perusahaan dari kelompok industri berbeda misalnya kelompok industri keuangan – non keuangan, manufaktur-non manufaktur atau lainnya.

3. Fenomena *underpricing* masih menarik banyak peneliti, disarankan penelitian yang akan datang memperhatikan factor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* seperti: reputasi penjamin, system yang digunakan dalam penetapan harga penawaran dll.

Daftar Pustaka

- Aggarwal, Reena, Richardo Leal and Leonardo Hernandes, 1993. The Aftermarket Performance of IPO in Latin America, *Financial Management* 22, p.22-53.
- Bowman, Robert G. and David Iverson, 1998. Short-run Overreaction in the New Zealand Stock Market, *Pacific-Basin Finance Journal* 6, p 475-491.
- Brigham, Eugene F. and Louis C. Gapensky, 1997. *Financial Management Theory and Practice*, 8th Edition, The Dreyden Press Harcourt Brace and College Publisher, Fortworth USA.
- Carter, Dark and Singh, 1998. Underwriter Reputation, Initial Return and The Long Performance of IPO Stock, *Journal of Finance* 53, p.285-311.
- Copeland, Thomas E. and James F. Weston, 1992. *Financial Theory and Corporate Policy*, 3rd Edition, Addison-Wesley Publishing Company, New York.
- Daljono, 2000. *Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Initial Return Saham Yang Listing di BEJ tahun 1990-1997*, Simposium Nasional Akuntansi.
- Dawson, Steven, 1987. Secondary Stock Market Performance of IPO: Hongkong, Singapore and Malaysia, 1978-1984, *Journal of Business Finance and Accounting* 14, p.65-67.
- Hanafi, Mamduh dan Suad Husnan, 1991. Perilaku Harga Saham di Pasar Perdana: Pengamatan di BEJ selama tahun 1990, *Manajemen Usahawan Indonesia*, 1991, hal. 58-64.
- Hanafi, Mamduh, 1998. Efisiensi Emisi Saham Baru di BEJ 1988-1994, *Kelola* 17/VI/1998, hal. 88-106.
- Hartono, Jogiyanto, 2003, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi ketiga, BPFE, Yogyakarta.
- Husnan Suad, 2005, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Keempat, UUP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Husnan, Suad, 1991. The first Issues Market: The Case of The Indonesia Bull Market, *Jurnal Ekonomi Indonesia* Vol 2 No.1 p.16-32.
- Ibbotson, Roger G., 1975. Price Performance of Common Stock Issues, *Journal Financial Economic* 2, p.235-272.
- Jog and Riding, 1987. Underpricing in Canadian IPO's, *Financial Analysis Journal*, November-December, p.48-55.
- Keloharju, Matti, 1993. Winner's Curse, Legal Liability and The Long Run Performance Of IPO in Finland, *Journal of Financial Economic* 34, p.251-277.
- Kim, Krinsky and Lee, 1995. The After Performance of IPO in Korea, *Pacific-Basin Journal* 3, p.429-448.

- Kunz, R. M, and Aggarwal, R., 1994, Why initial public offering are underpriced: Evidence from Switzerland, *Journal of Banking and Finance*.
- Levis, Mario, 1993. The Long Run Performance of IPO: The UK Experience 1980-1988, *Financial Management* 22, p.28-41.
- Logue, 1973. On The Pricing of Unseasoned Equity Offering: 1965-1969. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, p.91-104.
- Loughran, T., Ritter, J. R. and Rydqvist, K., 1994, Initial public offering: International Insight, *Pacific Basin Finance Journal* 2, p.165-201.
- Menyah and Paudyal, 1996. Share Issue Privatisations: The UK experience Empirical Issues in Raising Capital, *Elsevier*, Amsterdam, pp 15-48.
- Mok and Hui, 1998. Underpricing and Aftermarket Performance of IPO's in Shanghai China, *Pacific-Basin Journal* 6, p.453-379.
- Perotti, EC. And Gunev SE, 1993. The Structure of Privatization plans, *Financial Management*, Spring, pp 84-98.
- Prastiwi, Arum dan Kusuma, Indra, 2001, Analisis Kinerja Surat Berharga Setelah Penawaran Perdana di Indonesia.
- Pujiharjanto, C.Ambar, 2003. *Underpricing Pada Penawaran Umum Perdana di BEJ: Studi Empiris Emiten Yang Listing Periode 1992-1998*, Disertasi, Program Pascasarjana UNPAD, Tidak Dipublikasikan.
- Reilly, Frank K, 1977. New Issues Revisited, *Financial Management* 6, p.28-41.
- Ritter, Jay. 1987. The Hot Issues Market, *Journal of Business* 57, p.215-240.
- Rock, Kevin, 1986. Why new issues underpriced, *Journal of Financial Economics* 15, p.187-212.
- Sartono, Agus dan Yarmanto, 1996, Analisis Koefisien Penyesuaian Harga dan Efektifitas Penyerapan Informasi baru di Bursa Efek Jakarta, *Kelola*, No. 12, MM UGM, Yogyakarta.
- Supriyono, Edi, 2006, Penawaran Perdana di Bursa Efek Jakarta: Apakah Terjadi Market Overreaction?, *Utilitas, Jurnal Manajemen dan Bisnis*, Vol. 14 No.1 hal. 51-66.