

JURNAL MANAJEMEN

Manajemen Pengetahuan Dan Daya Saing Organisasi: Sebuah Review Era Persaingan Berbasis Pengetahuan

Lina Anatan & Meily Margaretha

Pengaruh Rintangan-rintangan Potensial Operasional Program Manajemen Sumber Daya Manusia Terhadap Kepuasan Kerja Dan Loyalitas Pegawai Di Lingkungan Pemda Kabupaten Ciamis.

Nanan Supriatna

Sumber Daya Manusia Dan Manusia Bersumber Daya Dalam Organisasi

Peter

Modal Intelektual Dan Dampaknya Bagi Keberhasilan Organisasi

The Elisabeth Cintya Santosa & Rony Setiawan

Aplikasi Tiga Komponen Komitmen Allen Dan Meyer Dalam Konteks Hubungan Pelanggan Dengan Service Providers

Rully Arlan Tjahyadi

Fenomena *Underpricing* Pada Penawaran Umum Perdana Di Bursa Efek Jakarta Periode 1998-2005

C.Ambar Pujiharjanto & Sri Isworo Ediningsih ✓

Pengaruh Volume Perdagangan, Eps, dan Per Terhadap Harga Saham Sektor Pertambangan Pada Periode 2000-2005 Di Bursa Efek Jakarta

Bram Hadiano & Rony Setiawan

J.Mnj

Vol. 7

No. 1

Hlm. 1-96

Bandung
November
2007

ISSN
1411-9293

JURNAL MANAJEMEN

Jurnal Manajemen diterbitkan oleh Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Maranatha, terbit 2 (dua) kali dalam 1 (satu) tahun pada bulan November dan Mei

Pelindung : Rektor Universitas Kristen Maranatha

Penanggung Jawab : Dekan Fakultas Ekonomi

Ketua Penyunting : Dr. Wilson Bangun, S.E.,M.Si.

Penyunting Ahli : Dr. Anny Nurbasari, S.E.,MP
Dr. Marcellia Susan, S.E.,MT
Dra. Tatik Budiningsih, MS
Dra. Lien Karlina, MS

Penyunting Pelaksana : Herlina, S.E.,MT
Jacinta Winarto, S.E.,MT
Dra. Ika Gunawan, MM
Nonie Magdalena, S.E.,M.Si.
Lina Anatan, S.E.,M.Si.
Meily Margaretha, S.E.,M.Ed.

Mitra Bestari : Prof. Dr. Basu Swastha (UGM)
Prof. Dr. H. Sucherly, S.E., MS (UNPAD)
Prof. Sammy Kristamuljana, Ph.D (Prasetya Mulya)
Dr. Hanes Riady (IBII)
Dra. Triyana Iskandar, M. Si (UNPAR)

Tata Usaha : Untung Prasetyo

Alamat Penyunting dan Tata Usaha :
Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi
Universitas Kristen Maranatha
Jl. Prof. Drg. Suria Sumantri, MPH. No. 65 – Bandung
Telepon 022 2012186

JURNAL MANAJEMEN

DAFTAR ISI

- Manajemen Pengetahuan Dan Daya Saing Organisasi: Sebuah Review Era Persaingan Berbasis Pengetahuan 1-12
Lina Anatan & Meily Margaretha
- Pengaruh Rintangan-rintangan Potensial Operasional Program Manajemen Sumber Daya Manusia Terhadap Kepuasan Kerja Dan Loyalitas Pegawai Di Lingkungan Pemda Kabupaten Ciamis. 13-32
Nanan Supriatna
- Sumber Daya Manusia Dan Manusia Bersumber Daya Dalam Organisasi 33-40
Peter
- Modal Intelektual Dan Dampaknya Bagi Keberhasilan Organisasi 41-54
The Elisabeth Cintya Santosa & Rony Setiawan
- Aplikasi Tiga Komponen Komitmen Allen Dan Meyer Dalam Konteks Hubungan Pelanggan Dengan *Service Providers* 55-66
Rully Arlan Tjahyadi
- Fenomena *Underpricing* Pada Penawaran Umum Perdana Di Bursa Efek Jakarta Periode 1998-2005 67-80 ✓
C.Ambar Pujiharjanto & Sri Isworo Ediningsih
- Pengaruh Volume Perdagangan, Eps, dan Per Terhadap Harga Saham Sektor Pertambangan Pada Periode 2000-2005 Di Bursa Efek Jakarta 81-96
Bram Hadianto & Rony Setiawan

FENOMENA UNDERPRICING PADA PENAWARAN UMUM PERDANA DI BURSA EFEK JAKARTA PERIODE 1998-2005

Oleh:

C. Ambar Pujiharjanto¹

Tenaga Pengajar Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Yk

Sri Isworo Ediningsih²

Tenaga Pengajar Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Yk

Abstrak: It is now widely accepted that initial public offerings (IPOs) of common stocks offer large abnormal return on their first day of trading. As reported in Lougran et.al. (1994), this phenomenon of short-run underpricing has been experienced in every country with a stock market. In this paper, we empirically investigate Indonesian initial public offerings (IPOs) to provide one case of the international evidence on underpricing phenomenon. Using a sample of 84 IPOs listed on Jakarta Stock Exchange during 1998-2005 period and market adjusted return approach, this studies can be proved underpricing at firstly traded in the Stock Exchange. We also find, based on holding period (1 day – 1 month trading) the Jakarta Stock Exchange is not semistrong-form efficiency categorized.

Keywords : Underpricing, Semi Strong Efficient

Pendahuluan

Pengeluaran saham untuk dijual kepada masyarakat dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu pertama, penawaran umum perdana atau initial public offering (IPO) dan kedua adalah penawaran umum terbatas atau rights issue. IPO adalah keadaan di mana perusahaan menyatakan untuk menawarkan saham baru kepada masyarakat guna meningkatkan modal perusahaan atau menjual saham pemilik atau pendiri kepada publik (Brigham dan Gapensky, 1997). Rock (1986) menyatakan bahwa ada 2 (dua) alasan pokok mengapa perusahaan go public. Alasan pertama adalah karena pemegang saham pendiri (founders) perusahaan ingin melakukan diversifikasi atas portofolio mereka dan, alasan kedua adalah perusahaan tidak mempunyai alternatif sumber pendanaan yang lain untuk membiayai proyek-proyek investasi mereka.

Pada saat ini telah diterima secara luas bahwa penawaran perdana atas saham biasa menghasilkan abnormal return yang besar pada saat hari pertama perdagangan di bursa. Sebagaimana dilaporkan oleh Loughran dkk (1994) bahwa fenomena underpricing ini menjadi fenomena pada pasar modal di hampir setiap negara.

Fenomena semacam itu, mempunyai implikasi yang cukup luas, baik bagi emiten, investor maupun akademisi. Bagi emiten, underpricing berarti kehilangan kesempatan untuk mendapatkan dana secara maksimal. Bagi investor, strategi yang dapat dilakukan adalah membeli saham pada pasar perdana dan menjualnya pada awal perdagangan di bursa untuk mendapatkan capital gain. Sementara bagi para

^{1, 2} Tenaga Pengajar Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Yk

akademisi, underpricing semacam itu akan melemahkan hipotesis pasar modal efisien, khususnya efisien dalam bentuk setengah kuat.

Studi Rock (1986) membagi investor menjadi dua, yaitu informed investor dan uninformed investor, tetapi pada umumnya investor adalah uninformed investor, yaitu 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. Studi tersebut mengkonfirmasi pandangan Baron (1982) yang membahas mengenai ketidakpastian ekuilibrium nilai perusahaan. Dia menyatakan bahwa guna mendapatkan ekuilibriumnya, perusahaan bersedia memberikan insentif kepada underwriter berupa underpricing. Tujuannya adalah agar pihak underwriter termotivasi untuk mengoptimalkan distribusi saham. Sedangkan Ibbotson (1975) menyatakan bahwa secara rasional underpricing merupakan fenomena yang wajar, karena perusahaan dipandang secara logis ingin menarik minat investor yang potensial melalui strategi penetapan harga perdana yang rendah (low price).

Berdasarkan pertimbangan-pertimbangan tersebut dapat dikatakan bahwa keengganan perusahaan dengan harga IPO yang tinggi dapat diartikan sebagai ketidakyakinan perusahaan apakah kualitasnya sebanding dengan harga penawarannya. Risiko yang kemudian muncul adalah pasar menganggap dengan underpricing yang besar perusahaan tidak dimasukkan dalam perusahaan-perusahaan unggulan. Sebaliknya underpricing yang kecil dipercaya akan menarik minat investor karena yakin akan kualitas perusahaan. Kesimpulan yang dapat ditarik adalah perusahaan yang melakukan IPO tentunya berharap untuk dapat memperkecil nilai underpricingnya, agar dapat menceminkan sebagai perusahaan yang berkualitas.

Selain masalah information asymmetric, fenomena underpricing pada saat IPO oleh Copeland dan Weston (1992) dianggap melemahkan hipotesis pasar modal efisien, khususnya pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat. Fama (1970) menjelaskan dalam pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat, begitu informasi tersedia bagi publik maka pada saat itu juga akan terjadi penyesuaian harga saham, karena begitu informasi menjadi milik publik, maka investor tidak lagi mampu mendapatkan abnormal return. Tetapi Fama (1998) juga mendokumentasikan bahwa pada saat perusahaan masuk bursa cenderung terjadi underpricing, dan apabila pasar modal mengindikasikan efisien dalam bentuk setengah kuat, maka abnormal return akan segera menghilang seiring dengan berlalunya waktu, karena semakin terungkapnya informasi atas perusahaan.

Penelitian ini selain bertujuan mengungkap apakah terjadi underpricing pada pasar modal di Indonesia periode 1998-2005, juga akan mengungkap apakah pasar modal di Indonesia khususnya Bursa Efek Jakarta (BEJ) mengindikasikan bentuk pasar modal efisien dengan melihat abnormal return 5 (lima) hari, 1(satu) minggu dan 1(satu) bulan setelah di bursa.

Kerangka Teori dan Perumusan Hipotesis

Sebelum suatu saham diperdagangkan di bursa efek, terlebih dulu dijual di pasar perdana, yang dikenal dengan penawaran umum perdana atau initial public offering (IPO). 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.

Asymmetric information theory merupakan salah satu teori yang menjelaskan mengapa terjadi perbedaan antara harga pada saat IPO dengan harga saham ketika pertama kali di jual di bursa. Teori ini menjelaskan bahwa terdapat informasi yang tidak sama atau seimbang baik dari segi kuantitas maupun kualitas, antara informasi yang dimiliki oleh manajer dengan pihak investor luar.

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. Informed investor hanya akan melakukan penawaran pada saham yang berpeluang sukses saja, sedangkan uninformed investor akan mengambil saham-saham yang ditinggalkan informed 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. Di satu sisi investor tidak akan membeli, jika tidak mendapatkan informasi secara lengkap, yang dapat meyakinkannya untuk mendapatkan keuntungan pada pembelian di pasar perdana. Di sisi lain informasi itu sangat mahal, maka kompensasi atas kurangnya informasi tersebut, perusahaan dapat menjual sahamnya dalam kondisi underpriced.

Hasil-hasil penelitian yang menguji ada tidaknya underpricing pada saat IPO, sebagian besar menghasilkan kesimpulan yang sama, yaitu menunjukkan adanya underpricing yang signifikan pada awal perdagangan di bursa. 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. Penelitian – penelitian tersebut dirangkum dalam tabel 1 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%
Ibbotson (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 Hernandez (1993)	1980-1991	142	78,5%
	1985-1989	169	57,56%
Kim, Krinsky and Lee (1995)	1994-1995	109	62,1%
Paudyal, Saadouni, Briston (1998)	1992-1993	A: 87,B: 22	289,2%,26%
Mok and Hui (1998)	1990	22	2,98%
Indonesia:			
	1989	24	20,91%
Mamduh Hanafi dan Suad Husnan (1991)	1989-1994	106	15,15%
	1990-1997	150	33,39%
Suad Husnan (1991)	1992-1998	124	13,32%
Mamduh Hanafi (1998)			
Daljono (2000)			
C.Ambar Pujiharjanto (2003)			

Sumber: Dihimpun dari berbagai sumber

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).

Pengujian atas peristiwa IPO dapat dikategorikan sebagai pengujian efisiensi pasar modal dalam bentuk setengah kuat. Fama (1998) mendokumentasikan bahwa pada saat perusahaan masuk bursa cenderung terjadi underpricing, dan apabila pasar modal mengindikasikan efisien dalam bentuk setengah kuat, maka underpricing cenderung segera menghilang dengan berlalunya waktu, karena semakin terungkapnya informasi atas perusahaan.

Berdasarkan atas dokumentasi Fama (1998) tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian 2 (dua) adalah sebagai berikut:

Pasar modal di Indonesia mengindikasikan bentuk pasar modal efisien khususnya dalam bentuk setengah kuat.

Metode Penelitian

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta pada periode 1998 – 2005, yang berjumlah 98 perusahaan. Dari jumlah populasi tersebut yang datanya lengkap sehingga dapat dianalisis lebih lanjut hanya 84 perusahaan, sehingga jumlah inilah yang merupakan sampel dalam penelitian ini.

Operasionalisasi Variabel

Untuk mengetahui apakah terjadi underpricing atau tidak atas peristiwa IPO dan apakah pasar modal di Indonesia, khususnya Bursa Efek Jakarta efisien dalam bentuk setengah kuat, operasionalisasi variabel dilakukan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Menghitung Return Saham Individu

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

2. Menghitung Initial Return

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

3. Menghitung Abnormal Return

$$\text{Abnormal return} = \text{Actual return} - \text{Expected return}$$

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 (Jogiyanto: 2000).

4. Dengan demikian langkah berikutnya adalah menghitung return market dengan formulasi sebagai berikut.

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

5. Sehingga abnormal return, kemudian dapat dihitung melalui formulasi sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Abnormal return} &= \text{Actual return} - \text{Expected return} \\ &= \text{Return Saham } i,t - \text{Return Market } t \end{aligned}$$

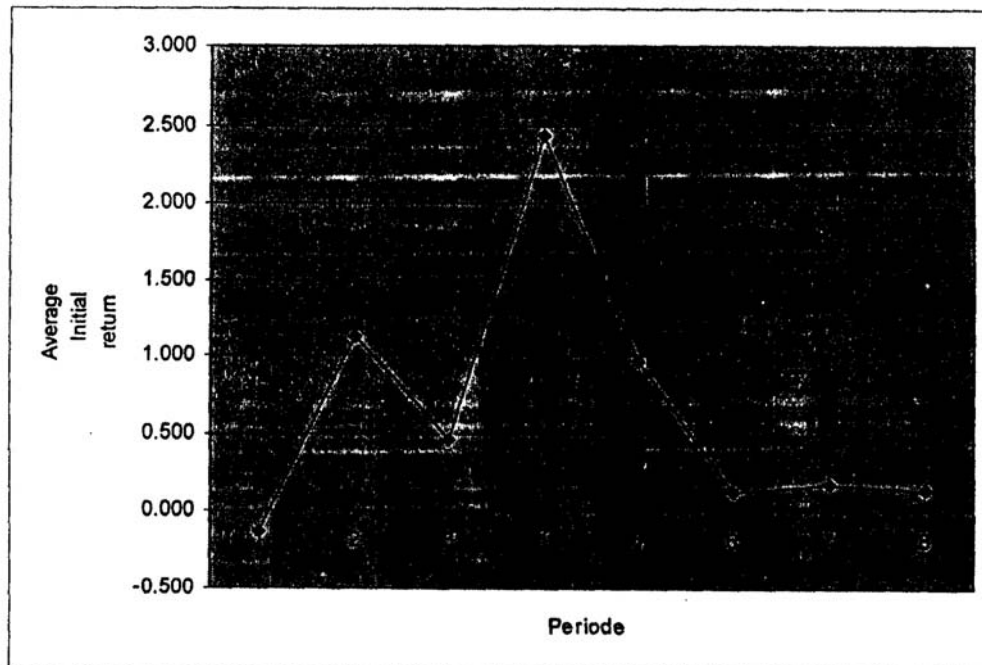
Teknik Analisis

Untuk mengetahui apakah terjadi underpricing atau tidak atas peristiwa IPO (hipotesis 1) dapat dilihat dari initial return sebagai indikasi awal, tetapi untuk memastikan underpricing itu benar-benar terjadi sebagaimana (Jogiyanto, 2000) harus melihat gerakan pasar dengan membandingkan initial return dengan return market, yang disebut sebagai abnormal return pada hari pertama diperdagangkan di bursa.

Sedangkan apakah pasar modal di Indonesia, khususnya Bursa Efek Jakarta mengindikasikan pasar modal yang efisien khususnya dalam bentuk setengah kuat (hipotesis 2), akan diuji dengan one sample t test atas abnormal return hari-hari setelah hari perdagangan pertama di bursa.

Hasil Penelitian

Hasil pengujian terhadap hipotesis 1, perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada periode 1998 – 2005 dapat dilihat pada gambar 1 berikut ini.



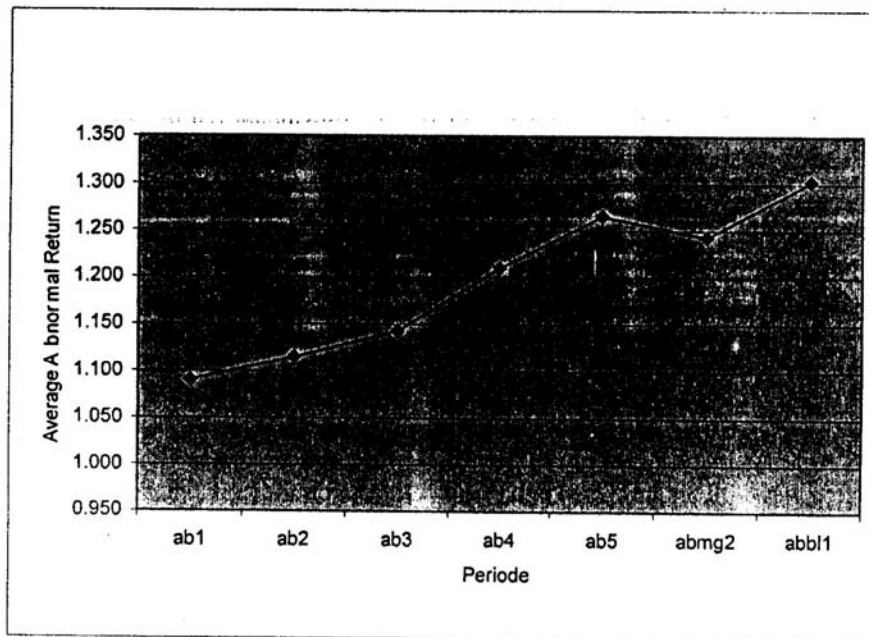
Gambar 1. Average initial return perusahaan yang melakukan IPO tahun 1998-2005

Berdasarkan gambar 1, dapat dijelaskan bahwa rata-rata perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1998 – 2005 mengalami underpricing, ditunjukkan dengan average initial return yang positif. Jika dilihat nilai abnormal return (tabel 2) juga mengindikasikan terjadinya underpricing pada perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada periode tahun 1998-2005. Meskipun demikian, perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1998 (dalam penelitian ini hanya ada 1 perusahaan yang datanya tersedia lengkap dari 3 perusahaan yang melakukan IPO) mengalami overpricing, dapat dilihat dari nilai initial return yang negatif. Underpricing yang terjadi pada saat perusahaan melakukan IPO merupakan fenomena umum yang hampir terjadi pada semua pasar modal.

Besarnya initial return dari waktu ke waktu juga berubah, pada tahun 1998 average initial return -13% kemudian naik turun hingga mengalami puncak pada tahun 2001 dengan nilai average initial return 240% dan setelahnya menurun tetapi nilainya masih positif. Besarnya nilai average initial return pada tahun 2001 dimungkinkan karena pada tahun tersebut banyak perusahaan yang melakukan IPO (28 perusahaan) di samping kondisi perekonomian yang mulai membaik.

Apabila dikaitkan dengan strategi investor, maka terjadinya underpricing dapat dijadikan sebagai suatu strategi bagi investor untuk membeli saham di pasar perdana dan menjualnya pada hari pertama hingga bulan pertama perdagangan di bursa. Pada gambar 2 (hal.11), dengan holding period (0-1,2,3,4,5; 0-1 minggu dan 0-1 bulan) ditunjukkan bahwa nilai average abnormal return perusahaan pada hari pertama hingga hari ke-lima bahkan sampai 1 bulan setelah diperdagangkan di bursa menunjukkan abnormal return positif dan menunjukkan kecenderungan mengalami

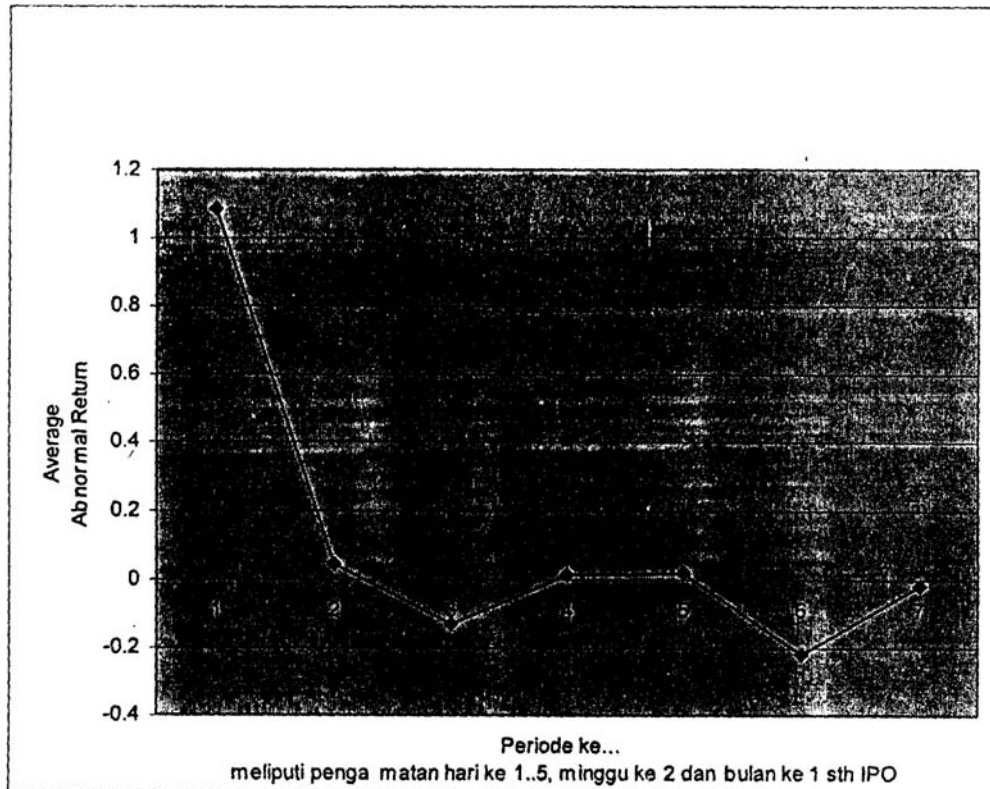
peningkatan secara konsisten, kecuali di minggu ke-2. Keadaan ini mengindikasikan bahwa di pasar modal Indonesia khususnya BEJ terjadi underpricing pada hari pertama sampai dengan 1 bulan setelah perdagangan di bursa. Dengan demikian, jika seorang investor membeli saham pada pasar perdana dan menjualnya setelah satu bulan diperdagangkan di bursa, investor masih mendapatkan abnormal return yang tinggi yaitu rata-rata sebesar 130 persen.



Gambar 2. Average Abnormal Return (holding period 0-1 bln) Perusahan Melakukan IPO 1998-2005

Penelitian ini dimaksudkan juga untuk menguji hipotesis pasar modal efisien khususnya efisien dalam bentuk setengah kuat. Sebagaimana disebutkan di muka bahwa terjadinya underpricing akan melemahkan hipotesis pasar modal efisien, karena terjadinya underpricing menunjukkan adanya informasi asimetris antara pihak perusahaan dengan investor luar. Atau dengan kata lain, dengan adanya underpricing, maka dapat dikatakan bahwa pasar modal mengindikasikan belum efisien dalam bentuk setengah kuat.

Fenomena underpricing terjadi hampir di sebagian besar pasar modal di dunia baik yang sudah maju maupun emerging market. Sesuai definisi pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat yang menyebutkan bahwa semakin cepat dan akurat informasi diserap publik, maka investor tidak lagi mampu mendapatkan abnormal return. Fama (1998) kemudian juga menjelaskan bahwa terjadinya underpricing di awal perdagangan, karena informasi asimetris antara emiten dan investor luar akan cenderung menghilang seiring dengan berlalunya waktu. Apakah pasar modal di Indonesia dapat digolongkan pasar modal efisien khususnya efisien dalam bentuk setengah kuat dapat dijelaskan melalui gambar 3 berikut ini.



Gambar 3. Average Abnormal Return Perusahaan IPO th 1998 - 2005

Pada gambar 3, dapat dijelaskan bahwa nilai average abnormal return perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1998 – 2005, positif di atas 100 persen pada hari pertama perdagangan di bursa dan diikuti oleh average abnormal return positif yang menurun bahkan negatif pada hari ke-3 dan 1 minggu setelah perdagangan. Secara keseluruhan setelah hari pertama perdagangan arah average abnormal return mendekati nilai nol (tidak ada abnormal return). Guna melihat lebih jauh apakah hipotesis pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat dapat dibuktikan, maka berikut ini ditunjukkan hasil pengujian menggunakan one sample t test sebagai berikut:

Tabel 2. AAR dan CAAR Perusahaan yang Melakukan IPO tahun 1998 – 2005

	Average AR	Signifikansi	Kumulatif AR
1	1.08523	0.000*	1.08523
2	4.40E-02	0.045**	1.13E+00
3	-0.13145	0.321	9.98E-01
4	1.51E-02	0.147	1.01E+00
5	1.97E-02	0.155	1.03E+00
6	-0.21801	0.339	8.15E-01
7	-1.74E-02	0.492	7.97E-01

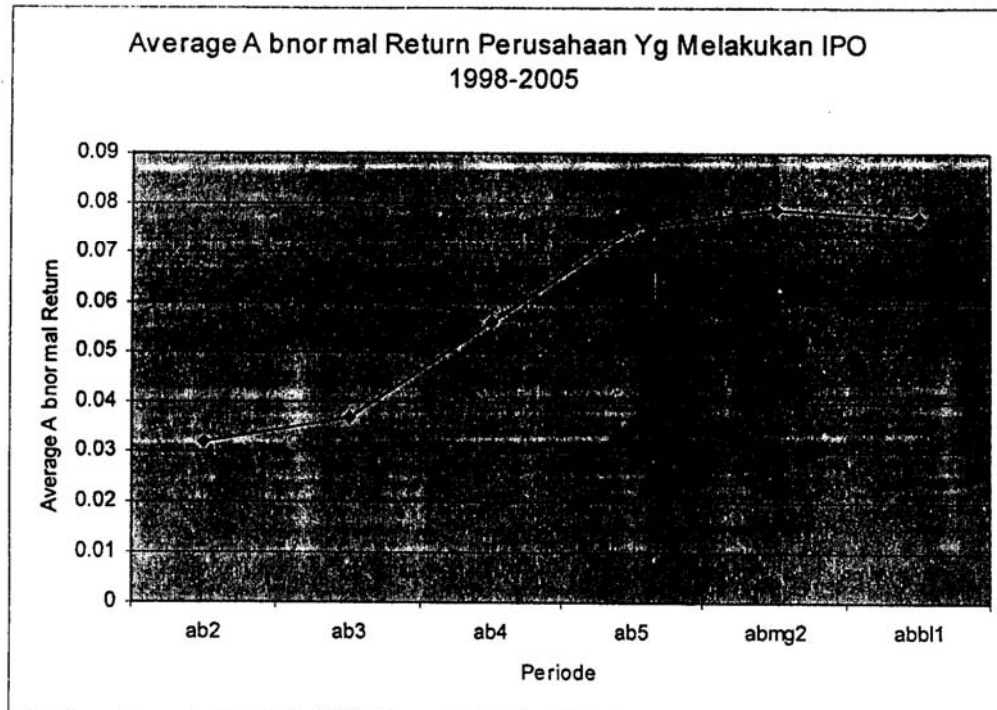
Sumber: data sekunder diolah

* signifikan 1%

** signifikan 5%

Berdasarkan tabel 2, dapat dijelaskan bahwa pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder diperoleh average abnormal return positif dan signifikan ($\alpha = 1\%$) demikian juga pada hari kedua ($\alpha = 5\%$), diikuti penurunan average abnormal return yang tidak signifikan pada hari-hari berikutnya, Kondisi ini mengindikasikan bahwa pada pasar modal di Indonesia pada periode 1998 – 2005, informasi atas perusahaan belum secara menyeluruh menjadi milik publik sampai pada hari kedua setelah diperdagangkan di bursa. Tidak adanya abnormal return yang signifikan ditemukan pada hari ke-3 setelah saham ditawarkan di bursa yang mengindikasikan lambatnya informasi tersebut dapat diserap oleh investor. Atau dengan kata lain, keseimbangan informasi antara perusahaan dengan investor luar baru terjadi setelah hari ketiga saham di perdagangkan di bursa. Keadaan ini semakin melemahkan hipotesis pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat.

Pemahaman lebih lanjut atas hipotesis (2) dapat ditunjukkan pada gambar 4 berikut.



Gambar 4. Average Abnormal Return (holding period 1 hari – 1 bulan) Perusahaan Yang Melakukan IPO 1998-2005.

Pada gambar 4 tersebut ditunjukkan bahwa dengan holding period hari 1 sampai dengan 1 bulan setelah saham diperdagangkan di bursa, abnormal return menunjukkan kecenderungan positif dan meningkat, yaitu berturut-turut 0,032; 0,037; 0,056; 0,075 pada hari kedua sampai dengan hari kelima ; 0,079 satu minggu dan 0,077 satu bulan setelah diperdagangkan di bursa. Keadaan ini memberi gambaran, bahwa meskipun abnormal return dengan holding period tersebut relatif kecil, saham-saham yang baru satu bulan diperdagangkan di bursa masih tetap mampu menghasilkan abnormal return positif, meskipun investor membelinya setelah 1 hari diperdagangkan di bursa dan kemudian menjualnya pada hari ke-2 sampai hari ke-5, 1 minggu atau 1 bulan setelah diperdagangkan. Keadaan ini juga semakin menjelaskan bahwa kondisi pasar modal di Indonesia, belum dapat disebut sebagai pasar modal kategori efisien dalam bentuk setengah kuat, sebagaimana pasar modal- pasar modal yang sudah maju, yakni begitu informasi menjadi milik publik, maka investor tidak akan mampu lagi untuk mendapatkan abnormal return.

Simpulan

Secara umum penelitian ini bertujuan untuk (1) mengetahui ada tidaknya underpricing pada penawaran umum perdana di BEJ dan (2) mencari kejelasan apakah berkaitan dengan fenomena underpricing pasar modal di Indonesia dapat dikategorikan sebagai pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat.

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa: pertama, perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1998 –2005 di Bursa Efek Jakarta mengalami underpricing, hal tersebut dapat dilihat dari nilai initial return maupun average abnormal return yang positif. Kedua, bahwa pasar modal di Indonesia belum dapat dikategorikan sebagai pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat, hal ini dapat dilihat atas lambatnya informasi diserap oleh investor.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian ini, berikut ini disampaikan beberapa saran yaitu:

1. Bagi investor, sebaiknya membeli saham di pasar perdana dan menjualnya pada awal perdagangan hingga 1 (satu) bulan diperdagangkan di bursa atau membeli saham di hari pertama dan menjualnya pada bulan pertama diperdagangkan di bursa.
2. Mengingat pada tahun 1997 terjadi krisis, di sisi lain penelitian ini menggunakan periode 1998 - 2005 (setelah krisis) hal ini dimungkinkan bias pada temuan-temuannya untuk itu penelitian lanjutan diperlukan dengan periode penelitian pada kurun waktu relatif stabil.
3. Underpricing hingga saat ini masih menjadi fenomena yang sangat menarik, oleh karena itu penelitian selanjutnya perlu mengungkapkan apakah underpricing juga terjadi dalam jangka panjang (penelitian ini hanya melihat terjadinya underpricing dalam jangka pendek) dan faktor-faktor apa yang mempengaruhi underpricing.

Daftar Pustaka

- Aggarwal, Reena, Richardo Leal and Leonardo Hernandez, 1993. The Aftermarket Performance of IPO in Latin America, *Financial Management* 22: 22-53.
- Aggarwal Reena and Pietro Rivoli, 1990. Fads in Initial Public Offering Market, *Financial Management* 19: 45-57.
- Baron, David P. (1982) "A Model of Demand for Investment Banking Advising and Distribution for New Issues", *Journal of Finance* 37:955-976.
- 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* 53:285-311.
- C. Ambar Pujiharjanto, 2003. Underpricing Pada Penawaran Umum Perdana di BEJ: Studi Empiris Emiten Yang Listing Periode 1992-1998, Disertasi, Program Pascasarjana UNPAD, Tidak Dipublikasikan.
- 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* 14:65-67.
- Fama, Eugene F, 1998. Market Efficiency, Long Term Return and Behavior Finance, *Journal of Financial Economic* 49:283-306.
- Ibbotson, Roger G., 1975. Price Performance of Common Stock Issues, *Journal Financial Economic* 2:235-272.
- Jog and Riding, 1987. Underpricing in Canadian IPO's, *Financial Analysis Journal*, November-December:48-55.
- Jogiyanto, 2000, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE, Yogyakarta
- Keloharju, Matti, 1993. Winner's Curse, Legal Liability and The Long Run Performance Of IPO in Finland, *Journal of Financial Economic* 34:251-277.
- Kim, Krinsky and Lee, 1995. The After Performance of IPO in Korea, *Pacific-Basin Journal* 3:429-448.
- 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* 22:28-41.
- Logue, 1973. On The Pricing of Unseasoned Equity Offering: 1965-1969. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*:91-104.
- Loughran, T., Ritter, J. R. and Rydqvist, K., 1994, Initial public offering: International Insight, *Pacific Basin Finance Journal* 2:165-201.
- Mamduh Hanafi, 1998. Efisiensi Emisi Saham Baru di BEJ 1988-1994, *Kelola* 17/VII/1998:88-106.
- Mamduh Hanafi dan Suad Husnan, 1991. Perilaku Harga Saham di Pasar Perdana: Pengamatan di BEJ selama tahun 1990, *Manajemen Ushawan Indonesia*, 1991:58-64.
- Mok and Hui, 1998. Underpricing and Aftermarket Performance of IPO's in Shanghai China, *Pacific-Basin Journal* 6:453-379.
- Reilly, Frank K, 1977. New Issues Revisited, *Financial Management* 6:28-41
- Ritter, Jay. 1987. The Hot Issues Market, *Journal of Business* 57:215-240.
- Rock, Kevin, 1986. Why new issues underpriced, *Journal of Financial Economics* 15:187-212.
- Suad Husnan, 1991. The first Issues Market: The Case of The Indonesia Bull Market, *Jurnal Ekonomi Indonesia* Vol 2 No.1:16-32.