

### 4.3. Kinerja Jangka Pendek dan Jangka Panjang

Hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini adalah dalam jangka panjang kinerja saham di pasar modal Indonesia mengalami *underperformed* (terdapat penurunan kinerja yang diukur dengan abnormal return). Untuk menguji hipotesis tersebut digunakan uji statistik *one-sample t-test*. Uji ini digunakan untuk menguji apakah ada perbedaan rata-rata dari suatu sampel. Hasil pengujian dengan *one sample t-test* disajikan pada tabel 3.

Tabel 3

*Kinerja Saham (Jangka Pendek dan Panjang) Setelah IPO*

| Periode (bulan) | N  | Mean    | Std. Deviasi | T-hitung | WR     | Sig.  |
|-----------------|----|---------|--------------|----------|--------|-------|
| 1               | 33 | 51,0378 | 68,2345      | 4,122    | 1,5051 | 0,000 |
| 2               | 33 | 56,3579 | 101,3160     | 2,474    | 1,5336 | 0,019 |
| 3               | 33 | 53,8846 | 100,4605     | 2,637    | 1,4970 | 0,013 |
| 6               | 33 | 47,1388 | 142,5213     | 2,131    | 1,4299 | 0,041 |
| 12              | 33 | 34,5036 | 142,0694     | 2,648    | 1,3227 | 0,012 |
| 24              | 33 | -8,6878 | 86,0796      | -7,253   | 0,9379 | 0,000 |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari tabel 3 tersebut dapat diketahui bahwa rata-rata abnormal return dari 33 perusahaan dalam jangka pendek (1, 2, dan 3 bulan) adalah positif, sedangkan jangka panjang (24 bulan) adalah negatif. Dalam jangka pendek, pada bulan pertama rata-rata abnormal return mencapai 51,04 persen dan mengalami kenaikan menjadi 56,36 persen pada bulan kedua. Akan tetapi pada bulan ketiga mengalami penurunan hingga mencapai 53,88 persen. Pada bulan keenam rata-ratanya kembali turun mencapai 47,14%. Pada periode jangka panjang, rata-rata abnormal return menjadi negatif sebesar -8,6878 persen.

Nilai *wealth relative* (WR) menunjukkan besarnya rata-rata return abnormal secara kelompok dari 33 perusahaan yang melakukan IPO. Dari perhitungan *wealth relative* untuk periode 24 bulan menunjukkan angka 0,9379 yang berarti bahwa kinerja saham jangka panjang (24 bulan) *underperformed* (buruk), karena nilai *wealth relative* < 1.

Berdasarkan uji t diperoleh hasil bahwa kinerja jangka panjang *underperformed*. Hal ini dapat dilihat pada nilai t hitung (-7,253) lebih kecil daripada t tabel (-1,645) dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Dengan demikian hipotesis pertama yang menyatakan bahwa kinerja saham jangka panjang mengalami *underperformed* didukung oleh fakta empiris.

Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Prastiwi dan Kusuma (2001). Ia meneliti kinerja IPO di Indonesia untuk periode 1994 sampai 1997. Hasilnya menunjukkan bahwa kinerja jangka pendek *outperformed* dengan rata-rata return abnormal 39,07 persen. Sebaliknya pada jangka panjang kinerja IPO mengalami *underperformed* (penurunan) dengan nilai rata-rata abnormal return -238,83 persen. Kesimpulan tersebut diperoleh berdasarkan hasil uji t, dimana nilai t hitung (-3,40) < -t tabel (-1,645).

Hasil penelitian ini juga konsisten dengan beberapa penelitian yang dilakukan di beberapa negara, diantaranya Amerika Serikat (Reilly, 1977), Inggris (Levis, 1993),

Pengujian normalitas data dilakukan untuk mengetahui apakah data terdistribusi normal. Dalam penelitian ini, pengujian normalitas data dilakukan dengan menggunakan *kolmogorov-smirnov*. Data terdistribusi normal apabila nilai *kolmogorov-smirnov* hitung < *kolmogorov-smirnov* tabel (0,237) dan nilai signifikansi > 0,05

Hipotesis pertama dalam penelitian ini akan diuji dengan menggunakan *one-sample t-test*. Pengujian ini digunakan untuk membuktikan dugaan bahwa dalam jangka panjang telah terjadi *underperformed* pada perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia. Hipotesis 2 akan diuji dengan menggunakan *paired sample t-test*. Teknik ini digunakan untuk menguji apakah dua sampel yang berpasangan mempunyai rata-rata yang secara nyata berbeda. Sampel berpasangan (*paired sample*) adalah sebuah sampel dengan subyek yang sama namun mengalami dua perlakuan atau pengukuran yang berbeda.

#### IV. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

##### 4.1. Statistik Deskriptif

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana di pasar modal Indonesia pada tahun 1998 s/d 2000. Perusahaan yang melakukan IPO pada periode tersebut sebanyak 36 perusahaan. Berdasarkan teknik pengambilan sample dengan metode *purposive sampling*, diperoleh sample sebanyak 33 perusahaan.

Statistik deskriptif untuk 33 perusahaan yang melakukan IPO tersebut disajikan pada table 1. Tabel 1. menyajikan nilai rata-rata (*mean*), deviasi standar, nilai maksimum, dan nilai minimum dari kinerja jangka pendek dan kinerja jangka panjang yang diukur dengan besarnya abnormal return.

**Tabel 1**  
Mean, Deviasi Standar, Std. Error, Nilai Maksimum,  
dan Nilai Minimum Abnormal Return

| Periode (bulan) | N  | Mean    | Std. Deviasi | Std. Error | Nilai Maksimum | Nilai Minimum |
|-----------------|----|---------|--------------|------------|----------------|---------------|
| 1               | 33 | 51,0378 | 68,2345      | 11,8781    | 180,98         | -57,79        |
| 2               | 33 | 56,3579 | 101,3160     | 17,6369    | 393,80         | -61,10        |
| 3               | 33 | 53,8846 | 100,4605     | 17,4879    | 414,30         | -67,01        |
| 6               | 33 | 47,1388 | 142,5213     | 24,8098    | 581,67         | -78,14        |
| 12              | 33 | 34,5036 | 142,0694     | 24,7311    | 656,02         | -82,23        |
| 24              | 33 | -8,6878 | 86,0796      | 14,9845    | 190,67         | -92,61        |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Berdasarkan tabel 1 di atas dapat diketahui besarnya nilai rata-rata, *standar deviasi standar error*, nilai maksimum, dan nilai minimum dari abnormal return pada setiap periode (bulan). Nilai *mean* pada periode 1 bulan sebesar 51,04 menunjukkan bahwa apabila investor membeli saham pada penawaran perdana dan menyimpannya selama 1 bulan, maka ia akan mendapatkan rata-rata *abnormal return* sebesar 51,04 persen.

*Standar deviasi* pada periode 1 bulan menunjukkan besarnya risiko yang harus ditanggung oleh investor apabila ia membeli saham pada penawaran perdana dan

Dari beberapa penelitian yang telah dilakukan nampak bahwa kinerja saham dalam jangka pendek *outperformed* (positif) dan dalam jangka panjang akan mengalami penurunan bahkan menjadi negatif. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, maka diturunkan hipotesis penelitian sebagai berikut :

H<sub>1</sub> : Dalam jangka panjang kinerja saham di pasar modal Indonesia mengalami *underperformance*

H<sub>2</sub> : Terdapat perbedaan signifikan antara kinerja jangka pendek dan kinerja jangka panjang pada perusahaan yang IPO di Indonesia.

### III. METODE PENELITIAN

#### 3.1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO pada periode Januari 1998 sampai dengan Desember 2001. Tahun terakhir pengamatan adalah 2001 karena untuk keperluan penelitian ini dibutuhkan laporan keuangan dua tahun sebelum dan dua tahun setelah IPO. Jika tahun pengamatan adalah 2001 maka data laporan keuangan yang dibutuhkan adalah tahun 1999, 2000, 2002, dan 2003.

Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel secara tidak acak yang disesuaikan dengan tujuan atau target tertentu. Adapun kriteria sampel yang dipilih adalah sebagai berikut: 1) memiliki laporan keuangan dua tahun sebelum dan sesudah IPO, 2) harga saham pada saat penawaran perdana diketahui 3) data harga saham bulanan dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada saat penutupan diketahui.

#### 3.2. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Dalam penelitian ini *abnormal return* digunakan sebagai alat ukur kinerja saham baik periode jangka pendek (3 bulan) maupun jangka panjang (24 bulan) berdasarkan harga perdana. Persamaan yang dipakai adalah persamaan yang dikembangkan oleh Aggarwal *et al* (1993). Langkah-langkahnya sebagai berikut :

a. Menghitung Return Saham setiap periode dengan rumus :

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

Keterangan:

- R<sub>it</sub> = Return Saham  
P<sub>it</sub> = Harga saham pada saat t  
P<sub>i0</sub> = Harga saham saat penawaran

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris tentang dugaan bahwa fenomena *underpricing* terjadi pada perusahaan di Indonesia yang melakukan IPO dan terjadi manajemen laba di seputar IPO yang ditandai dengan menurunnya kinerja saham pada jangka panjang. Setelah latar belakang, artikel ini akan mendeskripsikan kerangka teoritis dan pengembangan hipotesis. Bagian ketiga adalah metode penelitian, dilanjutkan dengan hasil penelitian dan pembahasan, serta diakhiri dengan kesimpulan, keterbatasan, dan implikasi hasil penelitian.

## II. KERANGKA TEORETIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### 2.1. Penawaran Saham Perdana (*Initial Public Offering/IPO*)

Perusahaan yang belum *go public*, awalnya saham-saham perusahaan tersebut dimiliki oleh manajer-manajernya, pegawai-pegawai kunci, dan hanya sebagian kecil yang dimiliki investor. Sebagaimana biasanya, jika perusahaan berkembang, kebutuhan modal tambahan sangat dirasakan. Pada saat ini perusahaan harus menentukan untuk menambah modal dengan cara utang atau menambah jumlah dari pemilikan dengan menerbitkan saham baru. Jika saham akan dijual untuk menambah modal, saham baru dapat dijual dengan berbagai macam cara antara lain dengan menawarkan kepada publik (*going public*).

Keputusan untuk *going public* atau tetap menjadi perusahaan privat merupakan keputusan yang harus dipikirkan masak-masak. Jika perusahaan memutuskan untuk *going public* dan melemparkan sahamnya ke publik (*initial public offering*), isu utama yang muncul adalah tipe saham apa yang akan dilempar, berapa harga yang harus ditetapkan untuk selembarnya, dan kapan waktunya yang paling tepat. Umumnya perusahaan menyerahkan permasalahan yang berhubungan dengan IPO ke banker investasi yang mempunyai keahlian dalam penjualan sekuritas. Penjualan saham baru perusahaan yang melibatkan banker investasi ini dijual di pasar primer (*primary market*).

Banker investasi merupakan perantara antara perusahaan yang menjual saham dengan investor. Sebagai perantara, banker investasi selain berfungsi sebagai pemberi saran (*advisory function*), juga berfungsi sebagai pembeli saham (*underwriting function*), dan berfungsi sebagai pemasar saham ke investor (*marketing function*).

Proses pembelian sekuritas oleh banker investasi yang nantinya akan dijual kembali ke publik disebut dengan *underwriting*. Banker investasi yang melakukan *underwriting* ini disebut *underwriter*. *Underwriter* merupakan anggota pasar modal, yang di Bursa Efek Jakarta (BEJ) disebut *securities house*. Banker investasi membeli sekuritas dengan harga yang sudah disetujui dan menanggung risiko kegagalan atau kerugian menjualnya kembali ke publik. Banker investasi mengambil keuntungan dari selisih harga beli dan harga jual saham yang disebut *spread* (Hartono, 2003).

### 2.2. Manajemen Laba di Seputar IPO

Schipper (1989) dalam Saiful (2002) mendefinisikan manajemen laba sebagai suatu intervensi dengan maksud tertentu terhadap proses pelaporan keuangan eksternal dengan

# ANALISIS PERBEDAAN KINERJA SAHAM JANGKA PENDEK DAN JANGKA PANJANG PADA PERUSAHAAN YANG MELAKUKAN INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) DI PASAR MODAL INDONESIA

Oleh :MG Kentris Indarti, Andi Kartika & Yohanes  
Dosen Tetap STIE Stikubank Semarang

## ABSTRACT

*The objective of this study is to find empirical evidence about presupposition that underpricing and underperformance phenomenons occurs on companies issued Initial Public Offering (IPO) in Indonesia. There are 36 companies that issued IPO during 1998-2000. After choosing them with purposive sampling method, there are 33 companies to be analyzed in this study. Results from one sample t-test show that in the short run, there are large positive mean excess return. This result is consistent with prior studies in numerous countries. In the long run, the performance is underperformed. Result from paired sample t-test show that there is a significant defference between short and long run stock performance in companies issued IPO.*

**Key words:** *Initial Public Offering, Performance, Underpricing, , Underperformed*

## I. PENDAHULUAN

Initial Public Offering (IPO) merupakan penawaran saham perusahaan untuk pertama kalinya dan dilaksanakan di pasar primer (primary market). Selanjutnya saham-saham tersebut akan diperjualbelikan di pasar bursa efek atau disebut pasar sekunder (secondary market).

Harga saham pada penawaran perdana ditentukan berdasarkan kesepakatan antara perusahaan emiten dengan *underwriter* (penjamin emisi efek). Sebagai pihak yang membutuhkan dana, emiten menginginkan harga perdana yang tinggi. Sebaliknya, *underwriter* sebagai penjamin emisi berusaha untuk meminimalkan risiko yang ditanggungnya. Dalam tipe penjaminan *full commitment*, pihak *underwriter* akan membeli saham yang tidak terjual di pasar perdana. Keadaan ini membuat *underwriter* tidak berkeinginan untuk membeli saham yang tidak laku dijual. Upaya yang dilakukan adalah dengan bernegosiasi dengan emiten agar saham-saham tersebut tidak terlalu tinggi harganya, bahkan cenderung *underpriced*.

Sebagai penjamin emisi, *underwriter* lebih sering berhubungan pasar daripada emiten sehingga pihak *underwriter* dimungkinkan mempunyai informasi yang lebih banyak dibandingkan dengan emiten. Emiten adalah pendatang baru yang belum mengetahui seperti apa keadaan pasar yang sebenarnya. Kondisi asimetri informasi inilah yang menyebabkan terjadinya *underpricing*, di mana *underwriter* merupakan pihak yang memiliki kelebihan informasi dan menggunakan ketidaktahuan emiten untuk memperkecil risiko (Husnan, 1991).

- a. Sebaiknya periode pengamatan diperpanjang sehingga jumlah sampel yang ada lebih banyak sehingga memungkinkan dapat diambil kesimpulan yang lebih baik
- b. Sebaiknya peneliti yang akan datang menggunakan data harga saham dan indeks harga saham gabungan (IHSG) harian sesuai dengan tanggal IPO dan dicari periode pengamatan yang tingkat inflasinya tidak terlalu tinggi untuk menghindari dampak negatif yang mungkin ada dari hasil penelitian ini.
- c. Jangka waktu pengamatan atas kinerja saham dapat lebih diperpanjang lagi.
- d. Sebaiknya peneliti selanjutnya juga membuktikan kemungkinan adanya kecenderungan perusahaan melakukan manajemen laba (*earning management*) sebelum melakukan IPO yang berdampak pada kinerja jangka panjang.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, *et al.* 1993. "The After Market of Initial Public Offerings in Latin America". *Financial Management*: p. 42 – 53.
- Aharoney, Joseph, Chan-Jane Lin, Martin Ploeb. 1993. "Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management", *Contemporary Accounting Research* (Fall): 61 – 81.
- Friedlan, J. M. 1994. "Accounting Choice of Issuers of Initial Public Offerings". *Contemporary Accounting Research*, 11 (1), 1-31.
- Gumanti, T. A. 2001. "Earning Manajemen dalam Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* (Mei).
- Hartono, Jogiyanto. 2003. "Teori Portofolio dan Analisis Investasi". *BPFE*, Yogyakarta. Edisi 3.
- Husnan, S. 1991. "Pasar Modal Indonesia Efisienkah? Pengamatan Selama Tahun 1990". *Manajemen dan Usahawan Indonesia*. Tahun XX No. 6, Juni.
- Jain, Bharat A. dan Omesh Kini. 1994. "The post-Issue Operating Performance of Initial Public Operating Firms". *Journal of Finance*, XLIX (5), 1699 – 1726.
- Prastiwi dan Kusuma. 2001. "Analisis Kinerja Surat Berharga Setelah Penawaran Perdana (IPO) di Indonesia". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol 16, No., 2, 2001, p., 177 – 187.
- Saiful. 2002. "Manajemen Laba dan IPO di Bursa Efek Jakarta. *Symposium Nasional Akuntansi V*. September.
- Setiawati, L. 2002. "Hubungan Manajemen Laba (*Earning Management*) dengan Kinerja Operasi dan Return Saham di Sekitar IPO. *Symposium Nasional Akuntansi V*. September.
- Teoh, S. H., Ivo Welch., & T. J. Wong. 1998. "Earning Management and the Under-performance of Seasoned Equity Offerings". *Journal of Financial Economics*, 50,

Arndt (1993) on innovativeness, opportunity remained unanswered. The result will be in a study to answer with including samples. Arndt's study is no

Produk baru membangun penjumlahan Johnson misalnya produk baru akan (Assael, 1995: 6) selalu membawa yang lebih baik. tidak berhasil dan atau dengan perka

Mengapa yang dimunculkan berbeda dengan banyak sedikitnya atau menolaknya

Ada beberapa menyebutkan an (*opinion leader*) dan peranan dari 1589) ju inovasi itu send sosial.

Mahajan adalah suatu pr iklan, dan fakto