

ANALISIS TENTANG FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *INITIAL RETURN* PADA IPO DI BURSA EFEK INDONESIA

Tyahya Whisnu Hendratni

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Pancasila, Jakarta, Indonesia

*Email-Korespondensi : tyahyawisnu@yahoo.com

Informasi Artikel

Draft awal: 6 Juli 2017
Revisi : 30 Agustus 2017
Diterima : 25 Oktober 2017
Available online: 31 Oktober 2017

Keywords: initial public offering, stock market

Tipe Artikel : Research Paper



Diterbitkan oleh Fakultas
Ekonomi Universitas Islam
Attahiriyah

ABSTRACT

The initial return on initial public offering (IPO) in Indonesian Stock Exchange (ISX) was stated to be under-pricing. However, the underpricing of initial return was still inconclusive. Some of the previous findings showed that the initial return on IPO tended to be under-priced and the expectation of initial return to being over-pricing still could not be achieved. This study state that the initial listing price has not been related to initial return to achieve the expecting price in the long run. The influence of age of listed companies and the excess of paid in capital on an initial return of the IPO were significant, this is because the underwriter's pressure on listed companies to put their listing price below the expecting price.

Imbal balik perdana atas perusahaan-perusahaan yang menawarkan saham perdana [*Initial Public Offering* (IPO)] di Bursa Efek Indonesia (BEI) ditetapkan di bawah harga perdana. Akan tetapi penetapan di bawah harga terhadap imbal balik atas saham perdana masih diragukan. Temuan-temuan sebelumnya menunjukkan bahwa imbal balik perdana atas saham IPO cenderung ditetapkan di atas harga perdana belum terealisasi. Hasil penelitian yang menyatakan bahwa penetapan harga perdana tidak terkait dengan imbal balik perdana yang ditujukan untuk ekspektasi imbal balik dalam jangka panjang. Pengaruh lamanya proses emisi dan eksekusi ekuitas terhadap imbal balik perdana adalah signifikan karena adanya tekanan underwriter terhadap emiten untuk menetapkan harga perdana di bawah harga yang diharapkan.

Pedoman Sitasi : Tyahya Whisnu Hendratni (2017). ANALISIS TENTANG FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *INITIAL RETURN* PADA IPO DI BURSA EFEK INDONESIA. *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis (JRMB) Fakultas Ekonomi UNIAT*, 2(3), 323-330

1. Pendahuluan

Salah satu sumber pendanaan bagi perusahaan berasal dari pasar modal. Peran pasar modal sangat penting sebagai penyelenggara utama kegiatan investasi dan penyediaan sistem atau sarana yang mempertemukan penjual dan pembeli surat berharga atau efek dilakukan oleh bursa efek. Salah satu instrumen yang diperdagangkan di bursa efek adalah instrumen saham. Saham perusahaan dapat diperdagangkan melalui bursa efek dapat dikategorikan dalam dua cara, yaitu pertama melalui penawaran perdana atau *initial public offering*, dan yang kedua melalui penawaran umum terbatas atau *right issue*. Perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana harus mendaftarkan saham tersebut kepada lembaga yang bertanggung jawab terhadap peraturan hukum atas penjualan saham, yang dalam hal ini lembaga tersebut adalah BAPEPAM.

Pada saat ketika pendaftaran perusahaan dapat menyampaikan dua laporan yaitu prospektus dan informasi lain yang tidak berkaitan dengan prospektus. Penjamin emisi dapat digunakan oleh perusahaan untuk mendukung pelaksanaan penawaran umum perdana. Dalam pelaksanaan penjaminan, penjamin emisi dapat melakukan melalui dua cara, yaitu *full commitment* dan *best effort*.

Di Indonesia cara *full commitment* lebih banyak digunakan dalam penawaran umum perdana. Masalah dalam penawaran umum perdana sangat menarik untuk dibahas, sehingga muncul beberapa fenomena yang disebut dengan istilah sebagai *anomaly* dalam penawaran umum perdana. Salah satu dari anomali tersebut adalah *underpricing*. Dimana saham yang dapat diperdagangkan tidak mencerminkan keadaan yang sebenarnya. Hal ini sangat bertolak belakang dengan asumsi dari *efficiency market hypothesis* khususnya *semi strong form*.

Anomaly bursa saham yang menarik di bidang investasi dan pembiayaan adalah lonjakan harga saham harga penawaran perdana kepada publik (*Initial Public Offering* atau IPO) ke harga jual hari pertama di bursa saham. Lonjakan ini memberi keuntungan yang tinggi bagi investor yang membeli saham pada penawaran perdana. Investor saham IPO di Amerika dalam periode 1989-2001 rata-rata memiliki return 25.1% dalam tempo kurang dari satu bulan. Lonjakan harga saham IPO ini ternyata juga terjadi di negara-negara lain. Dari negara-negara yang bursa sahamnya relatif mapan seperti Inggris (rata-rata return 14.3%) dan Kanada (9.3%), sampai ke negara-negara yang bursa sahamnya relatif masih muda seperti Korea (37%) Singapura (27%), dan Meksiko (33%).

Untuk Indonesia para pemerhati pasar modal masih ingat bagaimana investor amatir dan profesional berebut dalam membeli saham-saham IPO. Pada hari pertama saham BTN diperdagangkan di BEI, terjadi lonjakan harga sebesar 30.5%. Pendeknya lonjakan harga saham di hari pertama tak hanya terjadi di Amerika.

Berdasarkan penelitian Freddy (2004) terungkap bahwa terdapat reaksi *return* positif secara jangka pendek dan kemudian terjadi penyesuaian reaksi *return* saham dalam jangka panjang. Penelitian tersebut di atas memang banyak dilakukan di *developed market*, sehingga perlu juga dilakukan penelitian mengenai penawaran umum perdana di *developing market*, misalnya BEI. Pada penelitian ini, akan coba diungkap faktor-faktor yang memengaruhi reaksi pasar pada penawaran umum perdana di BEI pada periode 2010-2015.

2. Landasan Teori

Banyak cara untuk mendapatkan dana untuk menunjang kebutuhan keuangan perusahaan, salah satunya dapat berasal dari pasar modal. Melalui pasar modal, perusahaan dapat melakukan penawaran umum perdana. Bagi perusahaan masalah penawaran umum perdana adalah tindakan, keputusan dan kinerja sebelum melakukan emisi yang dicerminkan dalam prospektus, sehingga dapat menarik investor untuk menanamkan dananya. Sedangkan investor, tindakan keputusan dan kinerja perusahaan yang tercermin dalam prospektus tersebut merupakan informasi yang dapat digunakan sebagai isyarat dalam melakukan investasi, sehingga dapat memperoleh *return* seperti yang diharapkan.

Beberapa teori yang dapat menjelaskan mengenai teori *anomaly* dari penawaran umum perdana (IPO), misalnya teori *signaling* yang menjelaskan bahwa keputusan dan tindakan perusahaan untuk menawarkan saham barunya melalui IPO dapat memberikan signal baik yang positif maupun negatif, maka akan muncul respon atau sikap investor sebagai tanggapan atas signal yang diberikan perusahaan. Keputusan atau respon investor tentunya didasari oleh pengetahuan dan pengamatannya terhadap perusahaan yang berasal dari informasi yang tercermin dalam prospektus maupun informasi sebagai hasil analisisnya sendiri. Keputusan atau respon investor akhirnya dapat dinilai sebagai bentuk respon pasar, dan respon pasar ini dapat diamati dan diteliti melalui reaksi *return* saham.

Selain *theory signaling*, dapat pula diungkap teori lainnya seperti *asymetric information theory*. Menurut teori ini berpendapat bahwa pihak manajemen perusahaan ataupun pemilik lama masih mempunyai *private information* yang tidak diberikan kepada *public*. Tetapi investor atas dasar pengenalannya terhadap perusahaan juga mempunyai *private information* yang dikembangkan dari analisisnya sendiri. Informasi yang diberikan perusahaan dan pengenalan investor, maka akan tercipta respon atau reaksi pasar dengan adanya IPO.

Oleh karena itu perlu diungkap keterkaitan dan juga mengetahui seberapa jauh pengaruh faktor-faktor tersebut terhadap *return* saham. Respon pasar dengan adanya IPO diukur dengan *return* saham, pada umumnya terdapat *return* positif pada awal perdagangan dan kemudian diikuti dengan penyesuaian *return* saham dalam jangka panjang. Perolehan *return* positif pada awal perdagangan sering disebut *underpricing*. Hal ini bila ditinjau dengan *asymetric information theory*, dapat dijelaskan bahwa karena tidak sama atau seimbang kualitas informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen dengan pihak investor, dan biasanya pihak manajemen akan memiliki informasi lebih baik, maka pihak manajemen mampu memanfaatkan situasi dimana investor telah *overestimated* terhadap arus kas masa depan dengan adanya penawaran saham baru.

Pada dasarnya manajemen lebih suka untuk menawarkan saham baru, jika mengindikasikan arus kas akan turun dikemudian hari. Sebaliknya jika dikemudian hari pihak manajemen percaya arus kas akan meningkat, manajemen lebih suka menggunakan pinjaman daripada meraih dana investasi dengan menjual saham-saham perusahaan. Lowry Michelle, Officer, Micah S dan Schwert (2010) mengenai *asymetric information theory* menjelaskan bahwa besarnya *underpricing* tergantung dari ketidakpastian harga dimasa datang. Investor tidak akan membeli, jika tidak mendapatkan informasi secara lengkap, yang dapat meyakinkannya untuk mendapatkan keuntungan pada pembelian di pasar perdana. Disisi lain informasi itu sangat mahal, maka kompensasi atas kurangnya informasi tersebut, pihak perusahaan menjual sahamnya dalam kondisi *underpriced*.

Penelitian lain mengenai IPO disampaikan oleh Freddy, 2004 untuk *sample* penelitian di pasar modal BEI menemukan *return* saham positif signifikan dalam jangka pendek dan diikuti dengan penyesuaian *return* saham dalam jangka panjang. Pada pasar modal di negara maju, maka ditemukan hal yang sama, yaitu *return* yang positif dalam jangka pendek dan diikuti oleh penyesuaian *return* saham dalam jangka panjang. Welch 2004, menjelaskan bahwa *return* saham berasal dari harga saham pada periode t dikurangi dengan harga saham pada periode $t-1$ dibagi dengan harga saham pada periode $t-1$ dan mempunyai korelasi yang sangat signifikan dengan struktur modal dinamis dan menjelaskan bahwa adanya *asymetric information theory* menyebabkan imbal hasil saham perusahaan berubah dari waktu ke waktu, Baker dan Wurgler (2002), turut menjelaskan bahwa adanya *asymetric information theory* menyebabkan perusahaan akan menerbitkan saham ketika harga sahamnya *overvalue* dan sebaliknya perusahaan akan membeli kembali saham apabila harga sahamnya *undervalue*, dan nilai perusahaan dicerminkan dari struktur modal.

Baker dan Wurgler (2002) memasukkan unsur umur dalam mengukur imbal hasil saham dengan proxy struktur modal (*market to book value*). Penelitian Lemmon, Roberts, dan Zender

(2008), melihat persistensi pada nilai perusahaan dan faktor-faktor yang memengaruhinya. Penelitian ini didominasi oleh perilaku dinamis yang disebabkan *asymmetric information theory*, dalam penelitian Lemon et.al. 2008 membahas perilaku dinamis dari nilai intrinsik perusahaan pada berbagai perspektif, faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan, faktor-faktor yang memengaruhi konvergensi pada nilai perusahaan, dan faktor yang menyebabkan stabilitas nilai intrinsik dalam jangka panjang.

Lowry et al. 2010, *The Variability of IPO Initial Returns. Volatilitas initial returns* IPO adalah substansi, berfluktuasi dari waktu ke waktu dan terjadi pada "*hot*" *IPO markets*, Konsisten dengan Teori IPO, *volatilitas initial return* lebih besar lebih tinggi pada perusahaan yang sukar dinilai karena memiliki asimetri informasi yang lebih besar. Temuannya adalah kesulitan menilai perusahaan dikarenakan adanya ketidakpastian dan menimbulkan banyak masalah tentang proses *firm-commitment* IPO. Salah satu dampak hal di atas adalah lelang, dapat diperoleh manfaat bagi perusahaan yang nilai perusahaan yang diberikan oleh pihak *underwriter*. *Underwriter/investment banker* yang melakukan *firm commitment* akan melakukan *underpricing* yang lebih besar karena harus meng-*absorb* seluruh saham yang tidak laku terjual di *market* (karena *overpricing*) penjelasan ini menyarankan untuk mengkompensasikan risiko yang ditanggung apabila terjadi *overpricing* sehingga perlu memperhitungkan risiko dalam menetapkan harga dengan demikian *underwriter* seharusnya menetapkan *underpricing* IPO jauh lebih besar dibandingkan *best efforts*.

K.J. Lim, Dennis, Kao Lan Feng dan Chen Anlin (2010), "*Winner's Curse in Initial Public Offering Subscription with Investor, Withdrawal Options*". Menurut Dennis, K.J. Lim et al. 2010 penelitian yang dilakukan di Taiwan ditemukan bahwa opsi untuk menarik dari IPO (WIPO) setelah mempelajari *rate* alokasi (ALLOC). Opsi investor untuk membatalkan mengurangi asimetri informasi antara *informed investors* dengan *uninformed investors*, tetapi meningkatkan risiko bagi *underwriter* yang melakukan *firm-commitment*, hal, ini memperlihatkan bahwa kebijakan opsi investor dapat membatalkan dapat memperbaiki kinerja mereka dengan mempelajari *allocation rate* dan *withdrawal rate*. Sebagai akibatnya, *firm-commitment underwriters* akan meng-*absorb* saham-saham yang *overpriced*.

Lee Martin, Lee, Philip, Taylor Stephen (2000), "*Unit Initial Public Offering, Staged Equity or Signaling Mechanism*". Lee Martin et al. 2000 diketemukan bahwa tidak ada perbedaan *underpricing* antara unit IPO dan perusahaan IPO lainnya yang menggunakan *proceed* yang dilaporkan dalam prospektus. Juga menjelaskan bahwa konsisten dengan suatu keunikan prediksi dengan suatu penjelasan menggunakan teori *signaling*. Setelah dikendalikan tingkat kepemilikan yang ditahan oleh *insiders*, proporsi nilai perusahaan dijual sebagai *warrant* bertambah didalam perusahaan-perusahaan unit IPO yang berisiko.

Chambers David dan Dimson, Eldroy (2009), *IPO underpricing over the very Long Run*. Menurut Chambers et al. 2009, Mengukur efisiensi dari IPO market adalah perluasan dari persoalan dari *underpricing*. Ia memperlihatkan bukti baru dan komprehensif IPO di Inggris sejak perang dunia pertama. Selama periode 1917 sampai dengan Tahun 1945, *underpricing* secara rata-rata 3.80% dibandingkan 9.15% pada periode tahun 1946 sampai dengan Tahun 1986. dan bahkan setelah pasar modal di Inggris telah dideregulasi pada Tahun 1986, dan terjadi *underpricing* walaupun setelah perbaikan regulasi, disclosure dan i yang profesional.

Pada perusahaan yang berkualitas tinggi biasanya akan melakukan tindakan "*underpricing*" pada saat penerbitan saham perdananya karena kerugiannya dapat ditutupi penerbitan berikutnya (*seasoned issue*) setelah kualitas sebenarnya diketahui. Sehingga *total proceed* yang diperoleh ditambah *seasoned market* jauh lebih besar dari pada hasil yang diperolehnya apabila perusahaan tidak melakukan *underpricing*. Sedangkan perusahaan yang *low quality* tidak mengikuti strategi yang dilakukan oleh *high quality firm*. Tetapi menurut penelitiannya menemukan bukti yang tidak mendukung i teori, dimana tidak signifikan *reissue after controlling variable* lain.

Md Hamid Uddin (2008), *An empirical Examination of Intended and Unintended IPO Underpricing in Singapore and Malaysia*. Penelitiannya ingin menguji apakah *initial return* IPO yang muncul pada hari pertama setelah *listing* pada bursa sengaja dilakukan oleh penerbit dan *underwriters* ketika harga perdana ditentukan sebelum IPO. Penundaan penerbitan setelah menentukan harga perdana, suatu fenomena didalam *emerging market*, mungkin disebabkan oleh harga penawaran pada level ekuilibrium dengan diskon yang sesuai, lalu kesalahan dalam harga penawaran menyebabkan suatu pasar tidak efisien (asimetri informasi), yang disebabkan oleh *unintended underpricing* memengaruhi penerbit dan investor.

Studi banding Singapore dan Malaysia juga mendukung bahwa penundaan IPO listing setelah menentukan harga penawaran *unintended underpricing*. Oleh karena itu, *time lag* adalah faktor yang penting untuk menjelaskan IPO *initial returns*, dan penelitiannya memasukkan umur emiten sebagai *proxy* ketidakpastian dimasa mendatang.

Faktor-faktor yang memengaruhi reaksi *return* saham: Umur emiten. Ritter (2004) dan Md. Hamid Uddin (2008) memasukkan umur emiten sebagai *proxy* ketidakpastian di masa mendatang. Pendapat tersebut didasarkan pada kondisi stabilitas perusahaan atau emiten. Artinya semakin lama umur perusahaan, maka semakin banyak informasi yang dapat diperoleh oleh masyarakat tentang perusahaan tersebut. Kondisi ini akan memperkecil ketidakpastian dimasa yang akan datang. Jadi dapat dikatakan bahwa semakin lama umur perusahaan semakin kecil *return* saham awalnya.

Agio Saham, *Asymmetric information* akan berarti bahwa *underpricing* tergantung dari pada ketidakpastian harga dimasa yang akan datang hal ini sesuai dengan pernyataan Lowry, Officer dan Schwert (2010). Akibatnya investor tidak akan membeli, jika tidak mendapatkan informasi secara lengkap, yang dapat menyakinkanya untuk mendapatkan keuntungan di pasar perdana. Agio saham adalah kelebihan harga perdana dari harga nominalnya.

Maka agio saham merupakan penghasilan suatu emiten, sehingga semakin tinggi agio saham semakin tinggi penghasilan emiten, dan investor mengharapkan harga yang rendah, karena pada ketidakpastian harga dimasa datang. Berdasarkan fakta diatas, dapat dinyatakan bahwa agio saham berhubungan *negative* dengan *return* saham. Penelitian Lemmon, Roberts dan Zender, 2008, Penelitian ini menyimpulkan bahwa perusahaan akan memiliki *leverage* yang stabil hanya dalam jangka sekitar 20 tahun. Kebanyakan variasi agio saham tidak dipengaruhi waktu (*time-invariant*) dan kebanyakan variasi agio saham tersebut tidak dipengaruhi oleh spesifikasi model yang ada.

3. Metode

Pada penelitian ini yang menjadi objek adalah peristiwa-peristiwa penawaran umum perdana (IPO) di BEI. Langkah-langkah secara sistematis untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut:

Menghitung *initial return*, $initial\ return = [(harga\ penutupan\ hari\ pertama - harga\ penawaran) / harga\ penawaran]$

$$IR_t = (P_{cp} - P_{op}) / P_{op}$$

Dalam hal ini :

- IR t = *initial return* pada t
- P cp = harga penutup pada hari pertama
- Pop = harga penawaran

Menguji perbedaan *initial return* pada hari pertama dengan kondisi setelah satu tahun. Uji beda rata-rata:

$$H_0 : IR_{hp} = IR_{st}$$

Tidak terdapat perbedaan atau lebih dari *initial return* untuk hari pertama dan setelah satu tahun.

H1: IR hp < IR st

Initial return untuk hari pertama kurang dari *initial return* setelah satu tahun.

Membuat model pengaruh untuk melihat hubungan antara harga penawaran dengan variabel umur emiten dan agio saham.

$$\text{Return} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Agio} + \beta_2 * \text{Umur}$$

Uji t- statistik bertujuan untuk melihat tingkat signifikansi dari variabel bebas dalam menjelaskan variabel tidak bebasnya. Hipotesis yang digunakan dalam pengujian t-statistik adalah sebagai berikut:

H0 : $\beta = 0$, masing-masing variabel independen tidak memengaruhi variabel dependen secara signifikan.

H1 : $\beta \neq 0$, masing-masing variabel independen memengaruhi variabel dependen secara signifikan.

Sedangkan kriteria yang digunakan adalah:

Jika $-(t\text{-tabel}) \leq t\text{-stat} \leq (t\text{-tabel})$, maka hipotesis nol diterima.

Jika $t\text{-stat} < -(t\text{-tabel})$ atau $t\text{-stat} > t\text{-tabel}$, maka hipotesis nol ditolak.

Untuk menguji variabel bebas secara parsial mempunyai pengaruh yang nyata terhadap variabel tak bebasnya digunakan uji t. Nilai batas kritis untuk pengujian t-statistik pada tingkat signifikansi 5%.

Pengujian F-statistik dilakukan untuk melihat adanya dan seberapa besar pengaruh dari variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat dalam model secara bersamaan (*multiple*), atau setidaknya ada satu variabel independen yang dapat menjelaskan variabel dependennya. Persamaan dalam uji ini dilakukan dengan regresi menurut asumsi *Ordinary Least Square*.

Uji F-statistik digunakan untuk mengetahui apakah semua variabel independen yang terdapat dalam persamaan regresi secara bersama-sama memengaruhi variabel dependen. Hipotesis dari uji ini adalah :

H0 : $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$, di mana $i = 1, 2, \dots, n$; semua variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

H1 : Paling tidak ada satu $\beta_i \neq 0$, dimana $i = 1, 2, \dots, n$; artinya variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen.

$$n_1 = (k - 1) ; n_2 = (n - k)$$

k = banyaknya parameter

n = jumlah total observasi

Pengujian ini dilakukan dengan cara membandingkan nilai F-hitung dengan nilai F-tabel dengan tingkat signifikansi tertentu. Hasil pengujian akan menunjukkan kesimpulan sebagai berikut :

H0 diterima jika $F\text{-stat} \leq F\text{-tabel}$

H0 ditolak jika $F\text{-stat} > F\text{-tabel}$

Dengan demikian hasil uji F yang signifikan menunjukkan bahwa minimal satu dari variabel bebas memiliki pengaruh terhadap variabel tidak bebasnya. Uji F-stat ini merupakan uji signifikansi satu arah (*one tail significance*).

4. Hasil dan Pembahasan

Penetapan harga IPO berdasarkan teori *anomaly* dijelaskan bahwa harga yang IPO selalu underprice, oleh karena itu selalu dinyatakan bahwa harga saham IPO bukan merupakan harga yang sebenarnya. Maka bila P_0 adalah harga pada IPO disebut sebagai harga yang salah, karena terjadi *underpricing*. Sehingga pada saat harga ditentukan dibursa atau penutupan harga di hari pertama akan ada *initial return* yang positif. Dan diharapkan pada dalam jangka panjang (harga penutupan setelah satu tahun) terjadi *initial return* positif yang lebih besar dibanding dengan *initial return* pada penutupan hari pertama. Maka dilakukan pengujian berikut untuk melihat ada penyesuaian tersebut.

Uji beda rata-rata: Tidak terdapat perbedaan antara *initial return* untuk hari pertama dan setelah satu tahun.

HI: $IR_{hp} < IR_{st}$

Initial return untuk hari pertama kurang dari *initial return* setelah satu tahun. Rata-rata *initial return* pada hari pertama = $\mu_1 = 0,097$. Rata-rata *initial return* pada setelah satu tahun = $\mu_2 = -0,027$. *Standard deviasi initial return* hari pertama = $\sigma_1 = 0,30$. *Standard deviasi initial return* setelah satu tahun = $\sigma_2 = 0,92$.

$$t = \frac{m_1 - m_2}{\sqrt{\frac{s^2_1}{n_1} + \frac{s^2_2}{n_2}}} = 11$$

$\alpha = 5\%$, maka t-table = 1,654

Dengan membandingkan hasil t-hitung dengan t-tabel, didapat kesimpulan bahwa *do not reject Ho*, dengan menggunakan $\alpha=5\%$. Jadi tidak terdapat perbedaan antara *initial return* pada hari pertama dengan *initial return* setelah satu tahun. Hal ini membuktikan bahwa harga yang ditentukan oleh IPO itu tidak salah. Secara jangka panjang tidak terjadi penyesuaian harga saham, sehingga harga pada P_0 dianggap benar.

Faktor-faktor yang memengaruhi *return* saham.

Secara teoritis sudah banyak yang mengungkap mengenai faktor-faktor yang memengaruhi *return* saham pada saat IPO. Seperti Freddy (2004) dan Md. Hamid Uddin (2008) yang menyatakan bahwa *return* saham akan dipengaruhi oleh tingkat keuntungan perusahaan, aliran kas masuk, agio saham, proporsi kepemilikan, umur perusahaan, *time lag* dan penjamin emisi. Semua faktor-faktor tersebut telah diuji secara empiris di pasar modal yang sudah mapan (*developed market*). Maka pada pengujian di pasar modal BEJ, dengan data yang terbatas dicoba dilakukan pengujian faktor atau *variable* umur perusahaan dan agio saham terhadap *return* saham.

5. Keterbatasan

Penelitian ini masih dapat dikembangkan lagi mengenai penentuan harga pada saat *Initial Public Offering* setidaknya-tidaknya oleh 2 faktor langsung yaitu adalah: pada suatu perusahaan atau/emiten/issuer juga serta pada penjual/ penjamin/makelar atau (*underwriter*). Dalam hal ini emiten memiliki kepentingan agar memperoleh dana seoptimal mungkin, sedangkan *underwriter* memiliki kepentingan untuk mendapatkan *fee* serta reputasi mereka. Emiten sebagai pemilik "faktor fundamental" perusahaan perlu meyakinkan *underwriter* dan publik/investor. Hal ini tentu saja tidak mudah. Karenanya diperlukan signal pada investor atau suatu cara untuk menjual.

6. Kesimpulan

Berdasarkan uraian yang disampaikan di atas dapat disimpulkan beberapa hal: pertama, regulator mensyaratkan pada *underwriter* untuk menawarkan harga di bawah *expected value*. Jika melakukan *underpricing* merupakan promosi untuk *future underwriting* untuk saham yang sama, sehingga dapat menawarkan dengan harga yang lebih menarik. Jika *underwriter* berusaha

mengeksploitasikan emiten yang tidak berpengalaman. Jika *spread* dari *firm commitment* tidak memasukkan semua risiko, *underwriter* mesti melakukan *underprice* sehingga meminimalkan risiko. Jika karena perjanjian tertentu, ada kompensasi *side payment* untuk IPO yang *underpricing*. Jika emiten dan *underwriter* berpendapat bahwa *underpricing* merupakan bentuk asuransi.

Bahwa tidak ada perbedaan antara *initial return* hari pertama dengan *initial return* setelah satu tahun. Hal ini didukung oleh hasil pengujian *error correction* model yang menyatakan bahwa adanya koreksi perubahan jangka pendek untuk mencapai nilai jangka panjangnya sehingga tidak akan berbeda. Terjadinya *winner's curse* disebabkan adanya perbedaan informasi diantara investor karena beberapa pihak investor dapat mempunyai akses untuk mendapatkan informasi sementara investor lain tidak mempunyai akses. Pada sisi lain, Issuer melakukan kesalahan acak (*random error*) dalam menentukan harga saham tersebut. Oleh karena itu para investor yang tidak mempunyai akses informasi sangat susah memiliki saham yang *underpricing* dan investor yang mempunyai akses informasi akan selalu membeli saham yang *underpricing* dan menghindari saham yang tidak *underpricing*.

Daftar pustaka

- Baker, Malcolm P., Jeffrey A. Wurgler, (2002). *Market Timing and Capital Structure*, Yale School of Management Working Papers, ysm181, Yale School of Management. Bursa Efek Jakarta, Harga Saham perusahaan-perusahaan yang IPO tahun 2000-2005.
- Chambers David dan Dimson, Eldroy, (2009). *IPO Underpricing over The Very Long Run*, *Journal of Finance*, Volume 64, Issue 3, 2009, Pages 1407-1443.
- Daniel J Bradley, John W Cooney Jr, Steven D Dolvin, Bradford D Jordan, (2006). *Penny Stock IPOs*, *Financial Management*, Vo1.35, Iss.1, Pages 5-25.
- Freddy Danny, (2004). *Disertasi: Pengaruh Aktivitas Pendanaan Terhadap Persistensi Pola Struktur Modal Emiten Non Keuangan Pasca Penawaran Publik Perdana*.
- Hsu, Hung Chia, V Reed, Adam dan Rocholl Jorg, (2010). *The New Game in Town: Competitive Effects of IPO*, *Journal of Finance*, Vol. 66, Iss.2, Pages 495.
- K. J. Lim, Dennis, Kao Lanfeng, dan Chen Anlin, (2010). *Winner's Curse in Initial Public Offering Subscription with Investor, Withdrawal Options*, Volume: 39, Issue 1.
- Lee, Martin, Lee, Philip, Taylor, Stephen, (2003). *Unit Initial Public Offering: Staged Equity or Signaling Mechanism?* Volume 43, Issue 1, 2003, Pages 63 – 85.
- Lemon, Michael R., Michael R. Roberts, and Jaime F Zender, (2008). *Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure*, *Journal of Finance* 63, 1575-1608
- Md Hamid Uddin, (2008). *An Empirical Examination of Intended and Unintended IPO Underpricing in Singapore and Malaysia*, *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN: 1450-2887, Issue 20.
- Michelle Rowly, Micah S Officer, and G William Schwert, (2010). *The Variability of IPO Initial Returns*, *Journal of Finance*, Volume 55, Issue.2, Pages 425-465;
- R.Q.Doewijk, H.S.K Hemmes, and R.H Venekamp, (2006). *25 years of Dutch IPOS, An Examination of Frequently Cited IPO Anomalies Within Main Sectors and During Hot and Cold Issue Periods*.
- Ritter, Jay dan Lughran Tim, (2004). *Why has IPO Underpricing Changed Over Time?*, *Journal of Financial Management*, 2004, Vol.33, Issue 3.
- Welch, Ivo. (2004). *Capital Structure and Stock Returns*. *Journal of Political Economy*, Vol. 112, No. 1; 106-131.