

**KINERJA JANGKA PANJANG PADA IPO (*INITIAL PUBLIC OFFERING*)  
DI INDONESIA PERIODE 1991-1993**

***Harlina Meidiaswati***

Staf Pengajar Universitas Kartini Surabaya

***ABSTRACT***

*The aim of this research is to compare the performance for three years after going public of 27 manufacture companies in Indonesia stock market from 1991-1993 with the benchmark. Benchmarks are : 1) return market and 2) return of same size firm. Using Cumulative Average Benchmark Adjusted Return (CABAR) as a method to compare the long term return, the sample display some evidences of significant underperformance compare to market and to same size firm. This result consistent with other research in many countries such us Jan Bo Jakobsen in Denmark, and Aggarwal in Brazil, Meksiko and Chili. It means that as any investor in any country, investors in Indonesia stock market are over reaction and over optimism to the firm of going public as Loughran and Ritter in Jan Bo Jakobsen indicates.*

*Keywords : long term return, benchmark*

**1. PENDAHULUAN**

**1.1. Latar Belakang Masalah**

Ritter (1991) mempublikasikan penelitiannya tentang tingkat pendapatan jangka panjang saham-saham yang dijual melalui pasar perdana pada pasar modal internasional. Temuan Ritter menunjukkan bahwa di Amerika saham-saham yang dijual melalui *IPO* memiliki kinerja lebih rendah dibandingkan saham-saham lain sampai jangka waktu lima tahun setelah *IPO*. Kinerja saham *IPO* di Amerika rata-rata memiliki kinerja lebih rendah 29% dibanding saham lainnya tiga tahun setelah pasar perdana dan tidak kurang dari 50% pada tahun ke lima. Penelitian ini telah memicu penelitian lain di banyak negara; Inggris (Levis , 1993), Brasilia dan Chili (Aggarwal, 1994), Australia (Lee, 1996). Seluruh penelitian di atas memberikan hasil yang sama.

Analisis yang diberikan oleh para peneliti menunjukkan kesimpulan yang berbedabeda. Shaw (1971) menyimpulkan bahwa kinerja yang rendah terjadi pada periode ketika terjadi *IPO* sangat banyak, sebaliknya menurut Ritter (1991) kinerja yang rendah justru terjadi ketika sedikit perusahaan yang melakukan *IPO*. Ritter juga menyimpulkan bahwa kinerja yang rendah terjadi pada penawaran yang jumlahnya rendah serta terkonsentrasi pada perusahaan-perusahaan yang berumur relatif muda dan sedang berkembang.

Strategi investor di pasar saham seharusnya disusun dengan, memperhatikan informasi mengenai kinerja jangka panjang tersebut. Selain itu investor perlu mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi pendapatan jangka panjang saham. Beberapa penelitian menunjukkan kinerja jangka panjang saham dipengaruhi oleh rasio leverage dan likuiditas (Eckbo dan Norli ; 2004), tipe investor, P/E rasio, *gross proceeds*, D/E rasio, *size*, umur perusahaan, (Durukan ; 2002), dan *initial return* (Khursed ; 1999). Terdapat dua permasalahan terkait dengan pembahasan topik tulisan ini yakni mengenai apakah pendapatan jangka panjang saham-saham perusahaan manufaktur yang melakukan *IPO* pada periode 1991-1993 di Indonesia berbeda dibandingkan pendapatan pasar dan mengenai apakah pendapatan jangka panjang saham-saham perusahaan manufaktur yang melakukan *IPO* pada periode 1991-1993 di Indonesia berbeda dibandingkan pendapatan saham perusahaan manufaktur pembanding yang telah melakukan *IPO* sebelumnya.

## 2. KAJIAN LITERATUR DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

### 2.1. Penelitian Sebelumnya

Ritter (1991) mempublikasikan penelitiannya tentang tingkat pendapatan jangka panjang saham-saham yang dijual melalui pasar perdana dalam *Journal of Finance* dengan judul “*The Long Run Performance of Initial Public Offerings*”. Penelitian Ritter menggunakan dua metode untuk mengukur kinerja jangka panjang saham *IPO*, yaitu dengan : 1) metode *cumulative average adjusted return (CAAR)*, dimana *adjusted return* dihitung dengan beberapa *benchmark* yang berbeda, dan 2) *Buy-and-Hold Return (BHR)*. Metode *Buy-and-Hold Return (BHR)* dihitung dengan membandingkan *BHR* saham-saham *IPO* di Amerika dengan *BHR* pasar atau perusahaan pembanding (yang ditentukan berdasarkan kesamaan kapitalisasi pasar) tiga tahun setelah tanggal *IPO*.

Analisis yang diberikan oleh para peneliti menunjukkan kesimpulan yang berbeda-beda. Ritter (1991) menyimpulkan bahwa kinerja yang rendah terjadi pada periode terjadi *IPO* yang sangat banyak, atau pada penawaran yang jumlahnya rendah serta terkonsentrasi pada perusahaan-perusahaan yang berumur relatif muda dan sedang berkembang. Penelitian De Bond dan Thaler (1987) menunjukkan bahwa saham dengan *initial return* (pendapatan pada hari perdana penjualan saham) rendah, berkecenderungan memiliki kinerja jangka panjang yang rendah. Page dan Reyneke (1997), menemukan fenomena *underperformance* cenderung terjadi pada saham perusahaan-perusahaan yang memiliki ukuran relatif kecil. Penelitian Re-Jin guo dan teman-teman (2004), menunjukkan bahwa fenomena *underperformance* banyak ditemukan pada perusahaan-perusahaan yang tidak atau sedikit melakukan kegiatan penelitian dan pengembangan (R&D).

### 2.2. Landasan Literatur

#### 2.2.1. Pengertian dan Fungsi Pasar Modal

Pasar modal menurut Husnan (2001 : 11) adalah tempat yang menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari *lender* (kelebihan dana) kepada *borrower* (memerlukan

dana). Secara teoritis pasar modal (*capital market*) didefinisikan sebagai semua pasar yang terorganisasi untuk perdagangan berbagai instrumen keuangan atau sekuritas jangka panjang dalam bentuk modal saham (*stock*) maupun obligasi (*bonds*), yang diterbitkan oleh pemerintah (*public authorities*) maupun oleh perusahaan swasta (*private sectors*). Dengan demikian, pasar modal merupakan konsep yang lebih sempit dari pasar keuangan (*financial market*). Dalam *financial market* diperdagangkan semua bentuk hutang dan modal sendiri, baik jangka pendek maupun jangka panjang, baik yang bersifat *negotiable* maupun tidak (Husnan, 2001 : 3).

Pasar modal menurut Undang-undang No. 8 tahun 1995 bab 1 pasal 1 yakni “Suatu kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek perusahaan *public* yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Efek yang dimaksud dalam pengertian tersebut adalah semua surat berharga berupa surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti hutang, unit penyertaan kontrak kolektif kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek”.

Pasar modal menurut Sunariyah (2003 : 5) adalah tempat pertemuan antara penawaran dengan permintaan surat berharga. Di tempat inilah para pelaku pasar yaitu individu atau badan usaha yang mempunyai kelebihan dana (*surplus fund*) melakukan investasi dalam surat berharga yang ditawarkan oleh emiten. Sebaliknya, di tempat inilah perusahaan yang membutuhkan dana menawarkan surat berharga dengan cara *listing* terlebih dahulu.

### 2.2.2. Pengertian dan Tujuan Investasi

Reilly dan Brown (2000 : 5) mengatakan, investasi adalah “*The current commitment of dollars for a period of time in order to derive future payment that will compensate the investor for the time the funds are committed, the expected rate of inflation and uncertainty of future payment*”.

Menurut Bodie (2002 : 3), bentuk investasi dibagi menjadi 2 kelompok, yaitu *real asset* dan *financial asset*. *Real asset* adalah aktiva berwujud (*tangible asset*) yang digunakan untuk mendapatkan *income* antara lain bangunan, tanah, mesin dan lain-lain, sedangkan *financial asset* adalah aktiva yang dikeluarkan baik oleh pemerintah maupun oleh perusahaan yang antara lain terdiri dari saham, tabungan, deposito, obligasi dan lain-lain.

Hal-hal yang menjadi pertimbangan investor dalam berinvestasi adalah hasil yang diharapkan dan tingkat risiko yang dihadapi. Hasil yang diharapkan dari investasi akan terwujud setelah melewati jangka waktu tertentu, dan selama jangka waktu tersebut terdapat risiko pada investasi yang dilakukan. Tingkat pengembalian dengan risiko mempunyai hubungan yang positif, yaitu semakin besar risiko yang dihadapi

dan harus ditanggung, maka semakin besar tingkat pengembalian yang harus dikompensasikan.

### 2.2.3. Keuntungan dan Risiko Investasi Saham

Investasi di pasar modal adalah kegiatan menanamkan modal dengan harapan pada waktunya nanti pemilik modal mendapatkan keuntungan dari hasil penanaman modal tersebut. Investasi yang paling sering dilakukan adalah investasi saham. Keuntungan yang diperoleh dengan berinvestasi saham adalah :

1. *Capital gain*, merupakan keuntungan dari hasil jual beli saham berupa kelebihan nilai jual dari nilai beli saham. *Capital gain* terbentuk dengan adanya kegiatan perdagangan saham di pasar sekunder.
2. Dividen, merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham kepada pemegang saham. Dividen diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam RPUS.

### 2.2.4. Penawaran Umum Perdana Saham (*Initial Public Offering*)

Definisi secara umum penawaran perdana atau *initial public offering (IPO)* adalah : kegiatan penawaran efek kepada masyarakat untuk pertama kali. Menurut Undang-undang RI No. 8 Tahun 1995 tentang pasar modal, definisi penawaran umum yaitu suatu kegiatan penawaran yang dilakukan oleh perusahaan (emiten) untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur oleh Undang-undang dan peraturan pelaksanaannya. Kegiatan ini lebih dikenal dengan istilah *go public*.

Manfaat yang dapat diperoleh perusahaan dengan *go public* yaitu :

- 1) Perusahaan dapat memperoleh dana yang relatif murah dan diterima sekaligus tidak dengan termin-termin dan dana yang diperoleh tersebut tidak harus dibayar kembali sebagaimana pinjaman dana dari bank.
- 2) Dana yang diperoleh dapat dipergunakan untuk perluasan usaha atau memperbaiki struktur keuangan.
- 3) Memacu perusahaan untuk meningkatkan profesionalisme karena adanya tuntutan dari masyarakat terhadap perusahaan agar operasionalnya terbuka dan transparan.
- 4) Perusahaan akan lebih dikenal oleh masyarakat atau dengan kata lain *go public* dapat digunakan sebagai sarana promosi.

### 2.2.5. Pendapatan Saham

Pengertian *return* saham menurut Francis (1991:9) : “*Rate of return is simply the total income the investor receive during the holding period, stated as a percentage of the purchase price of the investment at the start of the holding period.*” Pendapat tersebut

menunjukkan bahwa *return* adalah total tingkat keuntungan yang diterima investor dalam periode pemilikan dan dinyatakan sebagai persentase dari harga pembelian investasi pada awal periode pemilikan.

Total tingkat keuntungan saham menurut Francis (1993:7) adalah “*An investor can obtain two kinds of income from owning a share of stock: (1) income from price appreciation of stock (or losses) from price depreciation, which is sometimes called capital gains (or losses), and (2) income from cash dividend payment, which most corporation pay to common stock holder every year they can afford to do so. The sum of these two source of income (or loss) equals the total change in invested wealth from the common stock investment during a given holding period.*”

Selanjutnya Francis juga mengemukakan bahwa yang dimaksud dengan periode pemilikan saham (*holding period*) adalah periode waktu antara tanggal pembelian dan tanggal penjualan saham yang disebut juga dengan investment horizon dengan jangka waktu yang bervariasi dari satu investor ke investor lain.

*Return* menurut Jones (2000 : 134), adalah “Return is crucial to investors. It is the only rational way for investor to compare alternative investment that differ in what they offer”. Return merupakan cara yang rasional bagi investor untuk membandingkan berbagai alternatif investasi dengan bermacam-macam variasi hasil yang ditawarkan. *Return* saham merupakan pengembalian yang diharapkan akan diterima investor pada waktu tertentu di masa mendatang bila melaksanakan investasi pada suatu saham.

Pendapatan saham dibedakan menjadi dua, yaitu pendapatan aktual (*actual return*) dan pendapatan yang diharapkan (*expected return*). *Actual return* adalah pendapatan sesungguhnya yang diterima dari suatu investasi dalam jangka waktu tertentu. Pada pendapatan saham terdapat dua komponen yaitu dividen dan *capital gain* atau *loss* yang diperoleh dari perubahan harga saham. Pendapatan aktual (*actual return*) yang berasal dari *capital gain* atau *loss* dapat dihitung dengan persamaan sebagai berikut :

$$\text{-----} \dots\dots\dots (1.a)$$

Keterangan :

- Rit = pendapatan aktual (*actual return*) saham i pada periode t
- Pit = harga saham i pada periode t
- Pi(t-1) = harga saham i pada periode t-1

### 2.2.6. Pendapatan Pasar

Di pasar modal ditransaksikan banyak saham dari berbagai perusahaan yang membentuk suatu portfolio pasar. Keuntungan yang diperoleh investor jika melakukan investasi dalam portfolio pasar dalam jangka waktu tertentu disebut pendapatan pasar ( $R_{mt}$ ).

Pendapatan pasar dapat diukur dari indeks harga saham gabungan (IHSG) yang menggambarkan pergerakan harga saham secara keseluruhan di pasar modal. Besar kecilnya pendapatan pasar diukur dengan :

$$\text{..... (1.b)}$$

Keterangan :

$Rm_t$  = return pasar pada periode ke t

$IHSG_t$  = indeks harga saham gabungan periode ke t

$IHSG_{t-1}$  = indeks harga saham gabungan periode ke t-1

### 2.2.7. Pendapatan Jangka Panjang

Terdapat dua pendekatan yang untuk menilai pendapatan jangka panjang saham, yaitu pendekatan waktu kejadian (*event time approach*) dan pendekatan waktu tanggal (*calendar time approach*). Dua metode yang digunakan pada *event time approach* adalah *cummulative benchmark adjusted returns (CAR)* dan *buy-and-hold returns (BHR)*, sedangkan metode yang sering digunakan pada *calendar time approach* adalah *Fama and French Three Factors Model*.

Ditinjau dari waktu diperolehnya pendapatan saham oleh investor, maka pendapatan saham dibedakan menjadi : 1) *initial return* dan 2) *long return*. Periode *initial return* adalah bulan 0, dan periode jangka panjang adalah 36 bulan setelahnya. *Adjusted return* dari *benchmark* bulanan dihitung dengan mengurangi *return* bulanan saham dengan *return benchmark* untuk periode hari perdagangan yang sama. *Benchmark* bisa menggunakan pasar atau perusahaan pembanding yang industri dan kapitalisasi pasarnya kurang lebih sama.

*Benchmark adjusted return* saham i pada periode t jika dibandingkan dengan perusahaan pembanding, dihitung dengan rumus :

$$bar_{it} = r_{it} - r_{bt} \text{ ..... (1.c)}$$

Keterangan :

$ar$  = *benchmark adjusted return* saham i pada periode t

$r_{it}$  = *return* saham i pada periode t

$r_{bt}$  = *return* saham perusahaan pembanding pada periode t

Selain dengan perusahaan pembanding, *benchmark* juga bisa dilakukan dengan pasar. Perhitungan *benchmark adjusted return* dengan menggunakan *benchmark* pasar dilakukan dengan rumus yang hampir sama, yaitu :

$$bar_{it} = r_{it} - r_{mt} \text{ ..... (1.d)}$$

Keterangan :

$\bar{r}_i$  = *benchmark adjusted return* saham i pada periode t

$r_{it}$  = *return* saham i pada periode t

$r_{mt}$  = *return* pasar pada periode t

Sementara rata-rata tingkat pendapatan yang disesuaikan dengan benchmark (*average benchmark adjusted return*) dihitung dengan rumus :

$$\bar{r}_i = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n r_{it} - r_{mt} \quad (2)$$

Keterangan:

$AbAR_t$  = rata-rata tingkat pendapatan yang disesuaikan *benchmark* pada periode t

$\bar{r}_{it}$  = tingkat pendapatan saham sampel i yang disesuaikan pada periode t

Tingkat pendapatan kumulatif *benchmark* yang disesuaikan (*cummulative average benchmark adjusted retrun* = *CAbAR*) dihitung dengan menjumlahkan rata-rata tingkat pendapatan *benchmark* yang disesuaikan (*AbAR*). *CAbAR* selama periode pengamatan kemudian dihitung dengan rumus:

$$CAbAR_{q,s} = \sum_{t=1}^q \bar{r}_{it} - r_{mt} \quad (3)$$

Keterangan :

$AbAR_t$  = rata-rata tingkat pendapatan *benchmark* yang disesuaikan.

$CAbAR_{q,s}$  = tingkat pendapatan kumulatif *benchmark* yang disesuaikan periode q-s

### 2.3. Hipotesis

1. Pendapatan jangka panjang saham-saham perusahaan manufaktur yang *IPO* periode 1991-1993 di Indonesia berbeda dibandingkan pendapatan pasar
2. Pendapatan jangka panjang saham-saham perusahaan manufaktur yang *IPO* periode 1991-1993 di Indonesia berbeda dibandingkan pendapatan saham perusahaan manufaktur pembanding.

## 3. METODE PENELITIAN

### 3.1 Jenis dan Rancangan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan menitik beratkan pada pembuktian hipotesis, mengukur berbagai variabel dengan statistik, menjelaskan fenomena secara lebih terukur dan menghasilkan kesimpulan yang dapat digeneralisasikan.

### 3.2. Populasi, Besar Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *go public* di pasar modal Indonesia. Sampel diambil dengan teknik *purposive sampling*, dengan kriteria :

- 1) Perusahaan manufaktur yang melakukan *IPO* antara tahun 1991 hingga 1993 di pasar modal Indonesia
- 2) Masih *listing* sampai periode penelitian dilakukan, yaitu tahun 1996.

*Benchmark* adalah pembandingan bagi pendapatan saham perusahaan sampel. Pembandingan tersebut terdiri dari : a) pendapatan saham perusahaan pembandingan dan b) pendapatan pasar. Perusahaan pembandingan adalah perusahaan manufaktur yang telah *go public* sebelum perusahaan sampel dan memiliki kapitalisasi pasar paling dekat di atas atau sama dengan kapitalisasi pasar perusahaan sampel.

### 3.3. Teknik Analisis Data

#### 1. Hipotesis pertama dianalisis menggunakan analisis perbandingan sbb :

- a) Menghitung *actual return* bulanan perusahaan sampel dengan pers.(1.a)
- b) Menghitung *return market* bulanan dengan persamaan (1.b)
- c) Menghitung *benchmark adjusted return* pasar dengan persamaan (1.d)
- d) Menghitung *avarage benchmark adjusted return (AbAR)* dengan pers. (2)
- e) Menghitung *cummulative average benchmark adjusted return (CAbAR)* untuk mengetahui apakah pendapatan jangka panjang saham sampel *berbeda* dibandingkan pendapatan pasar, dengan persamaan (3)
  - o Jika nilai *CAbAR* negatif, berarti pendapatan jangka panjang saham sampel *underperform*
  - o Jika nilai *CAbAR* positif, berarti pendapatan jangka panjang saham sampel *outperform*
- f) Merumuskan hipotesis,
  - ◆  $H_0 : CAbAR = 0$ , tidak ada perbedaan pendapatan jangka panjang saham sampel dibandingkan pendapatan pasar
  - ◆  $H_a : CAbAR \neq 0$ , ada perbedaan pendapatan jangka panjang saham sampel dibandingkan pendapatan pasar
- g) Menentukan *level of significance* sebesar 5%, dengan uji dua arah atau  $\alpha/2$
- h) Menghitung nilai t dengan bantuan program SPSS
- i) Membandingkan hasil Sig.t dengan  $\alpha/2$ 
  - o Jika  $Sig.t > \alpha/2$ , maka  $H_0$  diterima.
  - o Jika  $Sig.t < \alpha/2$ , maka  $H_0$  ditolak.

#### 2. Hipotesis kedua diuji dengan analisis perbandingan sbb :

- a) Menghitung *actual return* bulanan perusahaan sampel dengan pers. (1.a)
- b) Menghitung *actual return* bulanan perusahaan pembandingan dengan pers. (1a)

- c) Menghitung *return market* bulanan dengan persamaan (1.b)
- d) Menghitung *benchmark adjusted return* dengan persamaan (1.c)
- e) Menghitung *avarage benchmark adjusted return (AbAR)* dengan pers.(2)
- f) Menghitung *cummulative average benchmark adjusted return (CAbAR)* perusahaan pembanding untuk mengetahui apakah pendapatan jangka panjang saham sampel berbeda dibandingkan pendapatan saham perusahaan pembanding dengan persamaan (3).
  - ◆ Jika nilai *CAbAR*nya negatif, berarti pendapatan jangka panjang saham sampel *underperform*
  - ◆ Jika nilai *CAbAR*nya positif, berarti pendapatan jangka panjang saham sampel *outperform*
- g) Merumuskan hipotesis,
  - $H_0 : CAbAR = 0$ , tidak ada perbedaan pendapatan jangka panjang saham sampel dibandingkan pendapatan perusahaan pembanding
  - $H_a : CAbAR \neq 0$ , ada perbedaan pendapatan jangka panjang saham sampel dibandingkan pendapatan perusahaan pembanding
- h) Menentukan *LOS* sebesar 5% dengan uji dua arah atau  $\alpha/2$
- i) Menghitung nilai t dengan bantuan program SPSS
- j) Membandingkan hasil Sig. t dengan  $\alpha/2$ 
  - Jika Sig. t  $> \alpha/2$ , maka  $H_0$  diterima.
  - Jika Sig. t  $< \alpha/2$ , maka  $H_0$  ditolak.

#### 4. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

##### 4.1 Perbandingan Pendapatan Jangka Panjang Perusahaan Sampel Dan Pendapatan Pasar

Perbandingan pendapatan jangka panjang saham sampel dan pasar akan menunjukkan bagaimana kinerja jangka panjang saham sampel dibandingkan dengan pasar. Perhitungan pendapatan jangka panjang ini dilakukan dengan menghitung *return* bulanan sampel dan *return* bulanan pasar kemudian mengurangkan *return* sampel dengan *return* pasar untuk menentukan nilai *benchmark adjusted return (bar)* masing-masing perusahaan sampel selama 36 bulan. Langkah selanjutnya adalah mencari nilai *average benchmark adjusted return (AbAR)* dengan menjumlahkan nilai *ar* selama 36 bulan, dan membaginya dengan jumlah pengamatan sebanyak 36 bulan. Nilai *cummulative average benchmark adjusted return (CAbAR)* merupakan penjumlahan nilai *AbAR* semua perusahaan selama 36 bulan. Tabel 1. menunjukkan *CAbAR* sebesar minus 10,13%,. artinya dalam jangka panjang pendapatan perusahaan sampel *underperform* 10,13% dibandingkan pendapatan pasar periode yang sama.

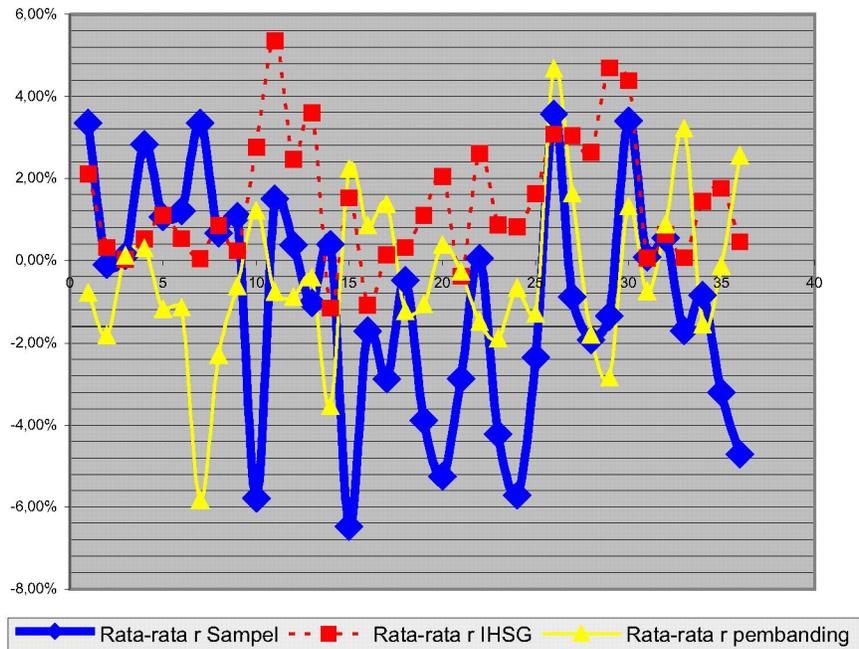
**Tabel 1**  
**CABAR dan t Tes Sampel dan Pembanding**

	CABAR	t hit	Sig. t	Kesimpulan
Sampel – Pasar	- 10,13%	- 4,599	0,004	Signifikan
Sampel – Pembanding	- 10,32%	- 0,981	0,043	Signifikan

Sumber : hasil pengolahan data statistik

Hasil uji t (tabel 1), menunjukkan sig t  $(0,00) < \alpha/2$ , artinya *underperform* pendapatan jangka panjang perusahaan sampel dibandingkan pendapatan jangka panjang pasar signifikan secara statistik, artinya hipotesis yang diajukan terbukti. Kondisi ini menunjukkan fenomena menurunnya kinerja jangka panjang saham perusahaan IPO yang terjadi di banyak negara, juga terjadi di pasar modal Indonesia. Beberapa penelitian seperti Aggarwal (1993) di Brazil, Meksiko dan Chili menunjukkan bahwa *initial return* positif pada perusahaan yang melakukan IPO, dalam jangka panjang tidak bisa mempertahankan kinerjanya.

**Gambar 1**  
**Grafik Pendapatan Saham Perusahaan Sampel,  
Pasar dan Perusahaan Pembanding**



Sumber : data diolah

Gambar 1. menunjukkan fluktuasi pendapatan sampel dan pembandingan relatif searah dibandingkan dengan pendapatan pasar. Perusahaan sampel yang baru *go public* memiliki kinerja lebih tinggi dari pasar hanya tujuh bulan dari 36 bulan pengamatan. Pendapatan sampel berfluktuasi ke arah berlawanan dengan pendapatan pasar di bulan pengamatan ke-10, ke-12, ke-20, dan ke-29, yang dapat menyebabkan signifikannya pendapatan sampel dibandingkan pasar.

Menurunnya pendapatan saham dalam jangka panjang dapat disebabkan banyak hal, misal terjadinya asimetri informasi antara investor dan perusahaan. Asimetri informasi saat IPO menyebabkan investor mempunyai ekspektasi berlebih terhadap perusahaan. Hal ini ditandai terjadinya *booming* pasar modal Indonesia tahun 1990 sebagai akibat kebijakan deregulasi yang dikeluarkan oleh pemerintah waktu itu. Selain itu pada tahun 1990-an masih sedikit perusahaan yang *go public*, sementara minat investor untuk berinvestasi dipasar modal besar, sehingga *demand* melebihi *supply*, akibatnya harga saham meningkat.

Kondisi ini dimanfaatkan oleh *underwriter* dan emiten untuk mendapat keuntungan di pasar perdana, dengan menetapkan harga saham yang cukup tinggi. Didukung dengan pemberitaan tentang antrian investor yang akan membeli saham perdana, mengesankan besarnya minat masyarakat untuk melakukan investasi pada saham yang baru melakukan *IPO*, sehingga terjadi *over subscribe*. Pemberitaan ini menyebabkan investor mempunyai ekspektasi berlebih pada keuntungan saham perusahaan yang baru melakukan *IPO*, yang bisa dimanfaatkan *underwriter* dengan menetapkan harga perdana yang tinggi. Karena tidak semua pesanan dapat dipenuhi, maka investor berusaha untuk membeli di pasar sekunder, akibatnya harga saham meningkat di pasar sekunder pada hari pertama saham ditransaksikan, sehingga *initial return* saham *IPO* menjadi sangat tinggi.

#### 4.2. Perbandingan Pendapatan Jangka Panjang Perusahaan Sampel dan Pendapatan Jangka Panjang Perusahaan Pembandingan

Hasil perhitungan dengan *cummulative average benchmark adjusted return (CABAR)* menunjukkan hasilnya minus 10,32 %. Artinya dalam jangka panjang (36 bulan) pendapatan jangka panjang perusahaan sampel *underperform* 10,32% dibanding perusahaan pembandingan pada periode yang sama. Hasil uji perbandingan dengan *t test* pada tabel 1 menunjukkan hasil  $\text{sig } t < \alpha/2$ , artinya *underperform* pendapatan jangka panjang perusahaan sampel dibandingkan pendapatan jangka panjang pembandingan signifikan secara statistik.

Gambar 1. menunjukkan pendapatan saham perusahaan sampel lebih tinggi dari pendapatan saham perusahaan pembandingan hanya pada sembilan bulan pertama. Meskipun setelah sembilan bulan pertama ada beberapa periode pendapatan saham perusahaan sampel berada diatas pendapatan saham perusahaan pembandingan, secara keseluruhan selama 36 bulan pengamatan pendapatan saham perusahaan sampel lebih rendah dari pendapatan saham perusahaan pembandingan.

Hasil *underperform* dan signifikan dapat disebabkan pendeknya periode pengamatan dan perbedaan metode perhitungan yang dipergunakan. Penelitian Nurwati (2004) di pasar modal Malaysia menunjukkan, pendapatan jangka panjang saham *IPO* yang dihitung dengan *CAR* dan *buy and hold return*, *overperform* signifikan dibandingkan pendapatan *benchmark*. Penelitian Nurwati menunjukkan bahwa perusahaan *IPO* di pasar modal Malaysia memiliki kinerja *overperform* dan signifikan 3 tahun setelah *go public*. Pada objek dan periode pengamatan yang sama, dengan metode regresi tiga faktor Fama-French menunjukkan hasil tidak signifikan. Hasil penelitian Nurwati ini mendukung Gompers dan Lerner (2003) yang menyatakan secara relatif kinerja saham *IPO* tergantung pada metode yang digunakan untuk mengukur kinerja, sedangkan Rao (1989) dalam Ritter (1991) menunjukkan kinerja saham *IPO underperform* 3 tahun setelah *go public*, tapi setelah 4-6 tahun tidak lagi *underperform*.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian di beberapa negara (kecuali di Malaysia), seperti Jan Bo Jakobsen (2001) di pasar modal Denmark, dan Aggarwal (1993) di Brazil, Meksiko dan Chili. Artinya investor di pasar modal Indonesia *over reaction* and *over optimism* terhadap saham emiten yang melakukan *IPO* sebagaimana diindikasikan Loughran dan Ritter (1995) dalam Jan Bo Jakobsen (2001). Hasil ini juga konsisten dengan penelitian Aggarwal (1993) yang meneliti kinerja *IPO* untuk 3 negara yaitu : Brasilia, Chili, dan Meksiko. Hasil penelitian tersebut menunjukkan kinerja jangka pendek untuk Brasilia 9,4%, Chili 4,4%, dan Meksiko 4%, sedangkan kinerja satu tahun kemudian adalah - 47% , - 23,7% , dan - 19,6%.

## 5. SIMPULAN DAN REKOMENDASI

### 5.1. Simpulan

1. Hasil uji perbandingan dengan *Cummulative Avarage Benchamrk Adjusted Return (CAbAR)*, dalam jangka panjang pendapatan saham perusahaan sampel *underperform* signifikan dibandingkan pendapatan pasar. Hal ini karena pendapatan pasar terbentuk dari berbagai industri yang mengalami fluktuasi berbeda, bahkan berlawanan dengan pendapatan saham perusahaan sampel, sehingga dalam jangka panjang pendapatan saham perusahaan sample *underperform* dan signifikan dibandingkan pendapatan pasar.
2. Pendapatan jangka panjang saham perusahaan sampel *underperform* signifikan dibandingkan pendapatan jangka panjang perusahaan pembanding. Hal ini disebabkan perusahaan pembanding yang telah *IPO* sebelumnya kinerja jangka panjangnya lebih baik dibanding dengan kinerja jangka panjang perusahaan sampel yang baru *IPO* tahun 1991.

### 5.2. Rekomendasi

1. Investor yang berinvestasi jangka panjang, hendaknya mempertimbangkan pendapatan jangka panjang saham *IPO*, karena hasil penelitian ini konsisten dengan

penelitian lain yang menunjukkan kinerja jangka panjang saham *IPO underperform* signifikan dibanding pasar maupun perusahaan pembanding.

2. Untuk menguji konsistensi hasil penelitian tentang pendapatan jangka panjang saham *IPO*, perlu penelitian lebih lanjut dengan pendekatan berbeda dan waktu pengamatan lebih lama, karena beberapa penelitian menunjukkan periode dan metode yang berbeda menghasilkan kesimpulan yang berbeda.

#### DAFTAR KEPUSTAKAAN

- Aggarwal, R., R. Leal, and L. Hernandez. 1993. The After-Market Performance of Initial Public Offerings in Latin America. *Financial Management*. Vol. 22, pp: 42-53
- Bodie, Zvi, Alex Kane, and Alan J. Marcus. 2005. *Investment*. Fifth Edition. New York:MC Graw Hill
- Fabozzi, F.J. and Franco Modiglianni. 2002. *Capital Market Institution Instrument*. Third edition. Prentice Hall
- Gompers, P.A. and Lerner J. 2003. The Really Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Pre-Nasdaq Evidence, *Journal of Finance*. Vol. 58, pp: 1355-1392
- Guo, Re-Jin., Lev, Baruch., and Shi, Charles. 2004. Explaining The Short- and Long Term IPOs Anomalies by R&D, Paper. *American Accounting Association Meeting*.
- Husnan, Suad. 2001. Dasar-dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas. Edisi Ketiga. Yogyakarta: UPP AMP YKPN
- Jones, Charles P. 1997. *Investment Analysis and Management*. 5<sup>th</sup> Edition. New York: John Wiley and Sons
- Lee, P.J., S. Taylor, and TS Walter. 1996. Australian IPO Pricing in The Short and Long Run, *Journal of Banking and Finance*. Vol. 20, pp:1189-1210
- Nurwati, A.A.Z., Campbell A. and Goodcare K. 2004. The Long Run Share Price Performance of Malaysian Initial Public Offerings (IPOs). Working Paper, University of Stirling, Scotland.
- Reilly, Frank K, And Brown, Keith C. 2000. *Investment Analysis and Portfolio Management*. Sixth edition. Orlando: The Dryden Press.
- Ritter, Jay, R. 1991. The Long Run Performance of initial Public Offerings, *Journal of Finance*. Vol. 24, pp: 3-27
- Sunariah. 2003. Pengantar Pengetahuan tentang Pasar Modal. Edisi Ketiga. Yogyakarta: UPP AMP YKPN