

Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia  
Volume 8 - No. 1, Juni 2011

## **UNDERPRICING DALAM PENAWARAN SAHAM PERDANA DAN PENAWARAN SAHAM SUSULAN**

**Tatang Ary Gumanti**

*Universitas Jember*

tatangag@unej.ac.id

**Nafisah Alkaf**

*Universitas Jember*

fisa\_caff@yahoo.com

### ***Abstract***

*Underpricing has become a subject for various examinations in initial public offerings (IPO) context. Underpricing is known as one of three anomalies surrounding IPO setting. A number of theories have been put forward to explain why such phenomenon occurs. One of them is that underpricing is used as a signal of firm quality, hoping that when the firm is going to reissue stock in the future, namely right issue or seasoned equity offerings (SEO), it will gain positive response from the market. This study aims at examining a sample of 85 IPOs and SEOs whether underpricing could signal firm quality when making right issue during 1990-2006 at the Indonesian Stock Exchange. Consistent with other capital market studies, results show that, on average, IPO firms are significantly underpriced as much as 22.35 percent, whilst for SEOs the average underpricing is 13.35 percent. The level of underpricing between IPOs and SEOs is not significantly different from zero. IPO firms experiencing higher underpricing will experience lower underpricing in SEO. Overall, the finding does not support the hypothesis that IPO underpricing is used as signal for firm quality undertaking SEO.*

**Keywords:** *underpricing, IPO, SEO, signaling hypothesis*

### **Abstrak**

Dalam konteks penawaran saham perdana (*initial public offering=IPO*), *underpricing* telah menjadi suatu subjek berbagai penelitian. *Underpricing* merupakan salah satu dari tiga *anomaly* dalam penawaran saham perdana. Sejumlah teori sudah diajukan untuk menjelaskan fenomena tersebut. Salah satu teori yang ada menyatakan bahwa *underpricing* digunakan sebagai salah satu sinyal atas kualitas perusahaan dengan makna bahwa jika suatu saat perusahaan menerbitkan kembali sahamnya, yang dikenal dengan sebutan penawaran saham susulan (*seasoned equity offering=SEO*), maka perusahaan akan memperoleh respon positif di pasar. Penelitian ini bertujuan untuk menguji teori sinyal, yaitu apakah *underpricing* dapat menjadi sinyal saat perusahaan melakukan SEO, dengan sampel sebanyak 85 perusahaan yang melakukan IPO dan SEO tahun 1990-2006 di Pasar Modal Indonesia. Konsisten dengan temuan di pasar modal lain, hasil penelitian menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan yang melakukan IPO mengalami *underpricing* sebesar 22,35 persen, sedangkan saat SEO, tingkat *underpricing*nya sebesar 13,35 persen. Tingkat *underpricing* saat IPO dengan saat SEO secara statistik adalah tidak berbeda. Perusahaan dengan tingkat *underpricing* lebih tinggi saat IPO akan mengalami tingkat *underpricing* lebih rendah saat SEO. Secara keseluruhan, hasil penelitian belum berhasil mendukung teori sinyal dalam IPO.

**Kata Kunci:** *underpricing, IPO, SEO, hipotesis sinyal.*

## PENDAHULUAN

Pasar modal dapat menjadi salah satu pilihan bagi perusahaan yang membutuhkan dana tambahan, misalnya dengan menerbitkan obligasi atau menjual saham. Salah satu metode perolehan dana adalah melalui penawaran saham perdana (PSP) atau *initial public offering* (IPO) atau *unseasoned equity offerings* yang sekaligus merubah status perusahaan menjadi perusahaan publik. Lawan dari IPO adalah *seasoned equity offerings* (SEO) atau penawaran saham musiman. Adapun penawaran saham dengan prioritas kepada pemilik lama disebut dengan istilah penawaran saham susulan (selanjutnya disingkat PSS) atau *right issue* sebenarnya identik dengan SEO.

Salah satu fenomena yang melekat dengan PSP adalah *underpricing*. Fenomena yang lain adalah adanya return negatif dalam jangka panjang dan adanya siklus dalam hal besaran *underpricing* dan volume perusahaan yang melakukan PSP, yang dikenal sebagai tiga anomali PSP. *Underpricing* telah menjadi fenomena umum dalam penawaran saham perdana di berbagai pasar modal di seluruh dunia (Loughran et al. 1994). *Underpricing* bagaimanapun juga merupakan biaya tidak langsung dalam suatu PSP. Derajat *underpricing* bervariasi di berbagai pasar modal dunia, mulai yang terendah sebesar 4,3 persen di Perancis (Husson dan Jacquillat 1989) sampai yang tertinggi di China sebesar 388,0 persen (Datar dan Mao 1998). Secara rata-rata, tingkat *underpricing* IPO di negara-negara sedang berkembang (*emerging markets*) lebih tinggi daripada di negara-negara maju (*developed markets*).

Karena *underpricing* merupakan biaya tidak langsung terkait dengan PSP dan semakin tinggi tingkat *underpricing* berarti semakin tinggi pula biaya tidak langsung yang harus ditanggung perusahaan, manajemen harus mampu menetapkan harga penawaran yang tepat. Teori-teori *underpricing* yang ada sejauh ini belum ada yang berani secara eksplisit menyatakan lebih baik dalam menjelaskan fenomena *underpricing*. Kebanyakan teori

yang ada berangkat dari adanya ketimpangan informasi (*information asymmetric*) di sekitar PSP. Ketimpangan informasi ini terjadi antar pihak-pihak yang terlibat baik langsung maupun tidak langsung dengan penawaran saham tersebut, seperti perusahaan yang bersangkutan, penjamin emisi atau investor.

Jika perusahaan memiliki informasi tentang nilai sekarang dan aliran kas masa depan yang lebih baik daripada investor, *underpricing* akan menjadi sarana untuk meyakinkan para calon pembeli tentang nilai sebenarnya perusahaan. Allen dan Faulhaber (1989), Grinblatt dan Hwang (1989), dan Welch (1989) merupakan salah satu pencetus utama dalam pemahaman ini, yang sebenarnya merupakan variasi dari tema sinyal yang diperkenalkan oleh Spence (1974). Artinya, *underpricing* saat PSP merupakan sinyal atas kualitas perusahaan yang bermanfaat saat melakukan PSS yang dikenal sebagai model sinyal (*signaling model*). Menurut teori ini, perusahaan dengan kualitas baik memilih *underpricing* sebagai sinyal untuk menunjukkan bahwa kualitas perusahaan mereka berbeda dengan perusahaan yang lain. Implikasi dari sinyal ini adalah perusahaan berharap tingkat *underpricing* pada saat PSS tidak setinggi pada saat PSP.

Asumsi dasar dari model sinyal dalam *underpricing* di IPO adalah pemilik awal perusahaan akan memaksimalkan penerimaan harapan (*expected proceeds*) dari penjualan berjenjang dua (*two stage sale*). Artinya, mereka menjual bagian dari kepemilikan di pasar perdana dan sisanya di pasar terbuka (Jenkinson dan Ljungqvist 1996:52-55). Akibatnya, apabila pemilik awal perusahaan mengalami kerugian dari *underpricing* tersebut, maka kerugian tersebut dapat diganti dengan melakukan PSS setelah PSP. Model sinyal memiliki implikasi dalam memprediksi hubungan positif *underpricing* dengan probabilitas, ukuran, kecepatan, dan efek pemberitahuan penawaran lanjutan.

Sebagaimana disebutkan sebelumnya, hipotesis sinyal dalam penawaran saham perdana dipopulerkan oleh Allen dan Faulhaber (1989), Grinblatt dan Hwang (1989), dan

Welch (1989). Mereka menyatakan bahwa perusahaan berkualitas baik menyiratkan kualitasnya pada biaya yang terlalu tinggi untuk ditiru oleh perusahaan dengan kualitas rendah melalui diskon harga penawaran dari harga pasarnya. Menurut teori ini, *underpricing* atau diskon terjadi tidak hanya pada saat PSP, tetapi juga pada saat PSS. Tingkat *underpricing* pada saat PSS akan cenderung lebih rendah daripada PSP. Biaya *underpricing* akan tertutupi dalam PSS ataupun SEO dimana tambahan saham mencerminkan nilai dari perusahaan dengan kualitas baik. Sayangnya, usaha untuk mendukung teori tersebut belum sepenuhnya berhasil. McGuinness (1992) dan Garfinkel (1993) tidak menemukan bukti konsisten dengan teori sinyal. Secara khusus, Garfinkel menemukan *underpricing* tidak berdampak pada probabilitas dilakukannya SEO. Sementara, Spiess dan Pettway (1997) tidak menemukan bukti bahwa perusahaan memilih *underpricing* pada PSP sebagai sinyal yang menunjukkan kualitas perusahaan. Sementara itu, Jegadeesh et al. (1993) menemukan kecenderungan penawaran saham lanjutan yang lebih besar dan lebih cepat bagi perusahaan yang mengalami *underpricing* tinggi saat PSP. Beberapa hasil penelitian yang ada menyimpulkan fenomena *underpricing* muncul kembali pada SEO meskipun tingkat *underpricing* saat SEO lebih rendah daripada saat PSP (Corwin 2003).

Hasil penelitian pada *Real Estate Investment Trust* (REIT) secara khusus menunjukkan bahwa fenomena *underpricing* atau diskon pada PSS adalah hal umum (Ghosh et al. 1998, 2000; Brau dan Heywood 2008). Ghosh et al. (2000, 151) secara khusus menyatakan bahwa ada tiga fenomena menarik dari kajian terhadap fenomena *underpricing* pada REIT. Pertama, REIT yang mengalami *underpricing* saat PSP akan cenderung melakukan PSS lebih cepat. Kedua, REIT dengan tingkat *underpricing* yang tinggi saat PSP melakukan PSS dengan nilai yang lebih besar. Ketiga, perusahaan yang mengalami *underpricing* saat PSP akan mengalami *underpricing* saat PSS pertama. Kesimpulan ketiga, Ghosh et al.

(2000) menyiratkan bahwa *underpricing* saat PSP digunakan sebagai sinyal pada saat PSS. Berpijak dari temuan ini dan implikasi dari teori sinyal dalam IPO dimana tingkat *underpricing* saat PSP merupakan salah satu sinyal atas kualitas suatu IPO, kita dapat menduga bahwa akan ada kecenderungan penurunan tingkat *underpricing* saat PSS dibandingkan dengan saat PSP.

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan ada tidaknya perbedaan *underpricing* pada PSP dengan PSS serta menguji kebenaran *signaling hypothesis* dalam konteks *underpricing* dengan melakukan perbandingan antara tingkat *underpricing* yang terjadi pada saat PSP dan pada saat PSS. Hasil penelitian menunjukkan kurangnya dukungan terhadap hipotesis sinyal pada PSP di pasar modal Indonesia. Namun demikian, bukti yang dilaporkan setidaknya menyiratkan bahwa hipotesis sinyal perlu dikaji lagi dengan cakupan sampel yang lebih besar mengingat pemisahan tingkat *underpricing* berdasarkan mediannya menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami *underpricing* tinggi saat PSP akan mengalami *underpricing* lebih rendah saat PSS. Secara umum penelitian ini belum menemukan bukti yang kuat bahwa PSP dengan *underpricing* tinggi akan mengalami diskon lebih rendah saat SEO.

## KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Fenomena *underpricing* pada PSS sudah banyak dilaporkan, misalnya dalam Corwin (2003) dan Kim dan Park (2005). *Underpricing* memang dapat terjadi kembali saat PSS, walaupun, terdapat sedikit perbedaan dengan PSP dimana *underpricing* pada PSS lebih dikenal dengan istilah diskon (*discount*). Diskon PSS, seperti halnya *underpricing* PSP, dibutuhkan untuk menarik pemegang saham lama (*existing shareholders*) berpartisipasi dalam PSS. Untuk menyederhanakan penelitian, istilah *underpricing* digunakan pula untuk menyebut diskon pada PSS dan dimaknai sama jika PSS secara rata-rata mengalami *underpricing*. Harga penawaran yang secara

alamiah lebih rendah daripada harga penutupan sebelum dan sesudah penawaran pada PSS merefleksikan biaya penerbitan saham baru bagi emiten (Antikilic dan Hansen 2003). Karenanya, emiten akan lebih diuntungkan jika diskon yang terjadi saat PSS adalah rendah.

Terdapat perbedaan yang jelas antara PSP dan PSS dalam hal mekanisme penjualan dan penetapan harga saham dimana perdagangan saham di pasar sekunder berlangsung sebelum tanggal PSS dan terdapat perdagangan, tetapi tidak demikian halnya pada kasus PSP. Sebelum perdagangan di pasar sekunder, di PSP tidak dikenal ada perdagangan antar investor, sehingga risiko yang terjadi di pasar PSP relatif lebih tinggi daripada di pasar PSS. Umumnya, *underpricing* pada saat PSS lebih rendah daripada saat PSP. Sebagaimana PSP, *underpricing* pada PSS memiliki pergerakan yang tidak konstan. Sejumlah penelitian di Amerika Serikat mendukung anggapan ini. Misalnya, Smith (1977) menemukan diskon rata-rata yang hanya sebesar 0,5% dari 1971 sampai 1975. Loderer et al. (1991) menemukan tingkat diskon sebesar 1,4% selama tahun 1980-1984. Kim dan Shin (2001) menemukan diskon rata-rata sebesar 2,99% selama tahun 1983-1998. Mola dan Loughran (2003) menemukan diskon rata-rata sebesar 1,1% selama tahun 1986-1989, 3,1% di tahun 1990-1995, dan 3,7% di tahun 1996-1999. Sementara Corwin (2003) melaporkan tingkat *underpricing* sebesar 2,2%. Bukti-bukti tersebut menunjukkan bahwa walaupun tingkat *underpricing* yang terjadi pada PSS bervariasi, secara umum PSS mengalami *underpricing*.

Hipotesis sinyal pada PSP menjelaskan bahwa *underpricing* dikatakan sebagai “*leave a good taste in investors' mouths*”. Hal ini memungkinkan *issuer* dan perusahaan untuk menjual saham di masa yang akan datang pada harga yang lebih tinggi. Perusahaan dengan kualitas tinggi lebih memilih tingkat *underpricing* yang tinggi sebagai sinyal bahwa perusahaan mereka adalah perusahaan yang berprospek baik sehingga pada saat PSS saham mereka memiliki nilai yang tinggi di pasar. Artinya ada hubungan positif antara tingkat

*underpricing* dan harga saham pada saat PSS. *Issuer* berharap pasar mengapresiasi diskon saat IPO (PSP) dan menjadikan garansi bahwa jika perusahaan melakukan PSS, nilai yang dibayar oleh investor lebih tinggi daripada harapannya.

Sinyal dalam teori ini adalah harga penawaran perdana saham. Tidak diterimanya *proceeds* yang besar dari IPO dan pendeteksian risiko merupakan hal yang sulit dilakukan oleh perusahaan dengan kualitas rendah untuk meniru apa yang dilakukan oleh perusahaan dengan kualitas baik. Dengan menawarkan harga lebih rendah dan konsekuensinya terjadi *underpricing*, perusahaan dengan kualitas tinggi dapat mempengaruhi keyakinan investor di pasar sekunder tentang nilai perusahaan yang akhirnya akan menentukan jumlah yang akan dijual di penawaran berikutnya. Dalam hal ini perusahaan dengan kualitas baik menghadapi untung-rugi (*trade off*) antara sinyal yang mahal atau penerimaan *proceed* lebih tinggi di penawaran berikutnya.

Jenkinson dan Ljunqvist (1996) menyatakan bahwa secara umum, model sinyal adalah konsisten dengan periode dimana banyak perusahaan melakukan PSP (*hot issue*) jika kejutan-kejutan merubah parameter fundamental, walaupun sebenarnya tidak ada alasan ekonomi yang kuat mengapa biaya atau manfaat dari sinyal berubah banyak sepanjang waktu. Dalam kaitannya dengan fenomena pasar ramai (*hot issue*), teori sinyal ini juga belum mampu secara tegas menjelaskan mengapa fenomena tersebut muncul.

*Underpricing* yang terjadi pada PSS disebut diskon dimana diskon tersebut dapat dianggap sebagai pemanis (*sweetener*). Sebenarnya, *underpricing* merupakan biaya bagi perusahaan karena telah menjual saham di bawah harga pasar. Seharusnya harga penawaran saham ditetapkan secara wajar, sehingga tidak merugikan emiten. Namun demikian, *issuer* memiliki dorongan tersendiri atas penjualan saham baru dengan harapan diperoleh nilai penawaran yang lebih tinggi di kemudian hari.

McGuinness (1992) tidak menemukan hubungan antara kualitas perusahaan dan tingkat *underpricing* pada PSP, sedangkan

Garfinkel (1993) menyimpulkan bahwa *underpricing* tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap kemungkinan perusahaan melakukan PSS. Hal yang berbeda dilaporkan oleh Jegadeesh et al. (1993) dimana mereka menemukan hubungan positif antara *underpricing* pada PSP dan kemungkinan perusahaan melakukan PSS. Walaupun hasil penelitian Jegadeesh et al. (1993) konsisten dengan implikasi dari hipotesis sinyal, tingkat signifikansi yang dilaporkan lemah. Oleh karena itu, hipotesis sinyal *underpricing* pada saat PSP untuk kepentingan PSS masih belum kuat terdukung.

Beberapa penelitian telah dilakukan dengan maksud untuk mengungkap ada tidaknya hipotesis sinyal dalam konteks PSP dan PSS. Penelitian-penelitian dimaksud antara lain adalah Spiess dan Pettway (1997), Cook dan Officer (1996), Su (2004), Kim dan Shin (2004), dan Kalev et al. (2006). Untuk kasus REIT, penelitian yang ada adalah Ghosh et al. (2000).

Spiess dan Pettway (1997) menguji kebenaran hipotesis sinyal dengan menggunakan 172 perusahaan industri Amerika yang melakukan PSP selama tahun 1987-1991 dan melakukan SEO dalam jangka waktu tiga tahun setelah PSP mereka. Mereka tidak menemukan bukti yang sejalan dengan hipotesis sinyal dimana *underpricing* yang tinggi saat PSP tidak menambah *net proceeds* maupun kekayaan bagi pemilik perusahaan saat SEO.

Sementara Cook dan Officer (1996) menemukan adanya hubungan antara tingkat *underpricing* saat PSP dan saat SEO. Mereka melaporkan bahwa perusahaan yang melakukan SEO dalam waktu satu tahun cenderung memiliki tingkat *underpricing* lebih tinggi daripada yang tidak melakukan SEO.

Su (2004) meneliti keabsahan model sinyal dan model seleksi balikan (*adverse selection*) dalam IPO dan SEO di bursa efek China selama periode 1994-1999. Model sinyal yang diuji merujuk kepada model yang dikembangkan oleh Allen dan Faulhaber (1989), Grinblatt dan Hwang (1989), dan Welch (1989). Su

menemukan bukti yang mendukung hipotesis sinyal dalam IPO, dimana perusahaan yang melakukan IPO menggunakan derajat *underpricing* sebagai sinyal atas kualitas yang ada. Secara khusus, Su melaporkan bahwa IPO dengan tingkat *underpricing* tinggi akan menjual saham dalam porsi lebih besar saat SEO. Sementara perusahaan dengan tingkat *underpricing* rendah melakukan SEO lebih cepat daripada perusahaan dengan tingkat *underpricing* tinggi. Selain itu, Su juga melaporkan bahwa 97 persen dari perusahaan yang melakukan SEO mengalami *underpricing* atau diskon atas harga penawaran.

Kim dan Shin (2004) menunjukkan bahwa rata-rata diskon saat PSS sebesar 3,20% jika diskon dihitung dari harga penutupan di hari pelaksanaan PSS minus harga penawaran dan sebesar -2,99% jika diskon dihitung dari harga penutupan satu hari sebelum PSS minus harga penawaran. Sampel PSS yang diteliti sebanyak 2.287 perusahaan selama 1988-1998, dimana 568 tercatat di NYSE dan 1.719 tercatat di NASDAQ. Analisis regresi tidak menemukan bukti bahwa tingkat *underpricing* saat PSP mempengaruhi tingkat diskon SEO walaupun arahnya sesuai dengan prediksi, yaitu positif.

Kalev et al. (2006) menguji dampak *underpricing*, likuiditas di pasar sekunder, dan struktur kepemilikan saat PSP terhadap biaya SEO dengan menggunakan data perusahaan yang melakukan PSP di Australia tahun 1991-2000. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa perusahaan yang likuid segera setelah PSP berkecenderungan memiliki tingkat likuiditas yang berkelanjutan di pasar sekunder hingga tiga tahun ke depan. Likuiditas tersebut akan menguntungkan bagi perusahaan ketika melakukan PSS dimana semakin likuid saham perusahaan, semakin kecil biaya atau diskon saat PSS. Hasil ini tetap signifikan bahkan setelah dibagi berdasarkan ukuran perusahaan. Artinya, keputusan yang diambil saat PSP dapat memberikan konsekuensi positif terhadap penawaran saham di masa mendatang.

Beberapa penelitian yang lain secara tegas menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan mengalami *underpricing* pada saat

melakukan PSS dengan tingkat *underpricing* yang lebih rendah dibandingkan dengan pada saat PSP. Misalnya, Ghosh et al. (2000) menemukan rata-rata *underpricing* di PSS (0,46%) lebih rendah daripada PSP (3,47%) pada perusahaan *real estate investment trust* (REIT) di New York Stock Exchange (NYSE). Altinkilic dan Hansen (2003) melaporkan tingkat *underpricing* di PSP sebesar 1,78% dan PSS sebesar 1,47% di NYSE. Brau dan Holloway (2009) juga menemukan fenomena yang sama pada perusahaan sektor kesehatan di NYSE, yaitu rata-rata *underpricing* saat PSP sebesar 16,69% dan saat PSS sebesar 6,30%.

Dari uraian tersebut, dua hipotesis penelitian yang akan diuji dalam penelitian ini adalah:

**H<sub>1</sub>: PSP secara rata-rata mengalami *underpricing***

**H<sub>2</sub>: PSS secara rata-rata mengalami *underpricing***

Sama halnya dengan PSP, pada PSS perusahaan meyakini faktor ketidakpastian sebagai salah satu faktor yang menyebabkan diskon besar dalam PSS. Secara logika, perusahaan lebih memiliki kepastian nilai saat perusahaan telah menjadi perusahaan publik. Karenanya, diskon yang terjadi saat PSS dapat berbeda dengan *underpricing* pada PSP dan idealnya lebih kecil. Walaupun demikian, banyak faktor yang dapat mempengaruhi persepsi investor yang tidak dapat serta merta dianggap sebagai cermin langsung dari perusahaan dengan memperhatikan tinggi rendahnya tingkat diskon pada saat PSS semata.

Dalam teori sinyal, perusahaan dengan kualitas tinggi cenderung memilih tingkat *underpricing* yang tinggi sebagai sinyal bahwa perusahaan tersebut bagus yang mana perusahaan dengan kualitas rendah tidak mampu melakukan hal yang sama. Kerugian yang diderita saat PSP dapat diganti dengan melakukan PSS dimana tingkat *underpricing* yang terjadi lebih rendah daripada saat PSP.

Beberapa penelitian mengenai *underpricing* menyimpulkan bahwa tingkat *underpricing* dipengaruhi oleh informasi mengenai kualitas

perusahaan. Walaupun tidak seluruh penelitian menyimpulkan hal yang serupa, secara umum dapat dinyatakan bahwa semakin baik informasi mengenai perusahaan atau semakin baik kualitas perusahaan maka semakin rendah tingkat *underpricing*-nya. Belajar dari pengalaman lalu, kemungkinan besar perusahaan akan melakukan PSS saat perusahaan dinilai berkualitas baik oleh investor sehingga tingkat *underpricing* saat PSS dapat lebih rendah daripada PSP. Prediksi ini mengacu pada sejumlah bukti empiris di pasar modal Amerika Serikat, seperti Ghosh et al. (2000), Altinkilic dan Hansen (2003), dan Brau dan Holloway (2009).

Prediksi tingkat *underpricing* yang lebih rendah pada saat PSS juga bisa dikaitkan dengan aspek berkurangnya ketimpangan informasi antara investor dan perusahaan. Pada kasus PSP, informasi tentang kinerja perusahaan sebelum PSP tidak banyak yang diketahui, sehingga ketidakpastian atas kualitas perusahaan juga tinggi. Pada kasus PSS, informasi tentang perusahaan sudah lebih baik tersedia di pasar, sehingga ketidakpastian tentang kualitas perusahaan sudah menurun yang konsekuensinya akan menurunkan risiko yang akhirnya akan menurunkan tingkat *underpricing*.

Dari uraian tersebut, hipotesis ketiga yang akan diuji adalah:

**H<sub>3</sub>: Rata-rata *underpricing* pada saat PSP lebih tinggi daripada *underpricing* pada saat PSS**

## METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang melakukan PSP dan PSS di Bursa Efek Indonesia (BEI). Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria: (1) terdaftar di BEI selama periode 1 Januari 1990 sampai dengan 31 Desember 2006 dan melakukan penawaran saham lanjutan selama periode penelitian, dan (2) memiliki kecukupan informasi mengenai harga penawaran pada saat PSP dan PSS, harga pasar pasca PSP dan PSS.

**Tabel 1**  
**Jumlah Perusahaan PSP dan PSS Tahun 1990-2006**

Tahun	Jumlah Perusahaan PSP	% dari total	Jumlah Perusahaan PSS	% dari total
1990	53	17,85	5	3,70
1991	15	5,05	4	2,96
1992	12	4,04	5	3,70
1993	13	4,38	14	10,37
1994	36	12,12	17	12,59
1995	17	5,72	5	3,70
1996	12	4,04	15	11,11
1997	22	7,41	11	8,15
1998	5	1,68	8	5,93
1999	5	1,68	9	6,67
2000	19	6,40	11	8,15
2001	28	9,43	6	4,44
2002	22	7,41	4	2,96
2003	6	2,02	3	2,22
2004	12	4,04	7	5,19
2005	8	2,69	4	2,96
2006	12	4,04	7	5,19
Total	297	100,00	135	100,00

Data diperoleh dari sejumlah sumber, yaitu website: <http://www.yahoo.finance.com>, <http://www.bei.co.id>, dan Galeri Pasar Modal Fakultas Ekonomi Universitas Jember. Pada penelitian ini, perhitungan *underpricing* dilakukan dengan dua ukuran, yaitu *raw initial return* dan *market adjusted initial return*. *Underpricing* adalah selisih positif harga saham setelah diperdagangkan di pasar sekunder dengan harga penawaran. Istilah *underpricing* seringkali diidentikkan dengan *initial return* positif. Namun demikian, secara umum definisi *underpricing* lebih banyak digunakan sebagai bentuk dari rata-rata *initial return* yang positif dan signifikan pada saat PSP (Ritter 1981; Loughran et al. 1994).

Pengujian terhadap hipotesis penelitian dilakukan dengan menggunakan uji beda rata-rata sampel tunggal (*one-sample t-test for mean*) untuk hipotesis pertama dan hipotesis kedua. Hipotesis ketiga diuji dengan uji beda rata-rata sampel berpasangan (*t-test pair sample for means*).

## ANALISIS HASIL PENELITIAN

### Deskripsi Sampel Penelitian

Sampel penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan PSP dan PSS di BEI dalam kurun waktu 1990-2006. Perusahaan yang hanya melakukan PSP saja dan tidak melakukan PSS dalam kurun waktu penelitian termasuk juga dalam sampel penelitian. Syarat ini perlu ditetapkan karena banyak perusahaan yang melakukan PSP tetapi tidak melakukan PSS, sehingga pengujian terhadap H3 hanya dilakukan terhadap perusahaan yang melakukan PSP dan PSS secara berpasangan. Untuk keperluan pengujian hipotesis 3, kriteria sampel yang digunakan adalah perusahaan yang melakukan PSP dan juga PSS antara tahun 1990 hingga 2006. Dari hasil pengumpulan data tercatat sebanyak 297 perusahaan melakukan PSP, 135 perusahaan melakukan PSS serta 114 perusahaan melakukan PSP dan PSS. Data jumlah perusahaan yang melakukan PSP serta PSS dari tahun 1990 hingga 2006 tersaji pada Tabel 1. Adapun proses pemilihan sampel selengkapnya disajikan pada Tabel 2.

**Tabel 2**  
**Proses Pemilihan Sampel**

No.	Keterangan	Jumlah Perusahaan
1	Perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2006	344
2	Perusahaan yang melakukan PSP sebelum tahun 1990	(47)
3	Perusahaan yang melakukan PSP tahun 1990-2006	297
4	Perusahaan dengan data PSP tidak lengkap	(4)
5	<b>Jumlah perusahaan PSP yang menjadi sampel penelitian</b>	<b>293</b>
6	Perusahaan yang melakukan PSS tahun 1990-2006	135
7	Perusahaan dengan data PSS tidak lengkap	(32)
8	<b>Jumlah perusahaan PSS yang menjadi sampel penelitian</b>	<b>103</b>
9	Perusahaan yang melakukan PSP dan PSS tahun 1990-2006	114
10	Perusahaan dengan data tidak lengkap	(31)
11	<b>Jumlah perusahaan PSP dan PSS yang menjadi sampel penelitian</b>	<b>85</b>

**Tabel 3**  
**Deskripsi Statistik *Initial Return* PSP Periode 1990-2006 (%)**

Tahun	Rata-rata	Median	Deviasi Standar	Minimum	Maksimum
1990	11,343	5,660	19,650	-11,110	122,220
1991	1,226	2,250	7,195	-19,290	10,110
1992	7,508	3,630	8,19	0,000	26,270
1993	26,825	24,710	20,551	0,000	56,730
1994	3,914	1,730	9,683	-24,290	25,000
1995	6,086	1,020	14,141	-11,760	44,000
1996	8,216	7,160	9,475	-8,330	32,350
1997	12,097	14,635	16,436	-26,470	50,000
1998	18,524	8,330	50,263	-22,220	104,170
1999	62,286	60,000	47,783	11,430	120,000
2000	50,607	27,270	56,430	-5,000	190,000
2001	73,351	42,500	78,985	-30,000	270,830
2002	32,182	29,000	33,203	-32,560	70,000
2003	8,853	4,740	11,625	0,000	25,930
2004	17,573	9,570	19,713	0,000	68,000
2005	7,974	2,380	15,020	-5,260	32,650
2006	37,283	34,660	25,016	3,850	79,170
1990-2006 (N=297)	22,355	7,690	39,735	-32,560	270,830

Pada Tabel 1 terlihat bahwa PSP terbanyak terjadi pada tahun 1990 (53 perusahaan) dan terendah terjadi di tahun 1998 dan 1999 (5 perusahaan). Sementara PSS terbanyak terjadi pada tahun 1994 (17 perusahaan) dan terendah tahun 2003 (3 perusahaan). Jika diperhatikan lebih teliti, tampak bahwa persentase PSS terendah jika dibandingkan dengan jumlah PSP pada tahun yang sama terjadi di tahun 1990. Hal ini mungkin tidak aneh mengingat pada tahun tersebut pasar modal Indonesia baru mengalami *booming* pasca deregulasi pasar modal tahun 1988 dan 1989.

Total sampel penelitian adalah 85 perusahaan. Dari Tabel 1 dapat dilihat bahwa secara umum jumlah perusahaan yang melakukan PSP lebih banyak daripada yang melakukan PSS. Namun pada tahun 1993, 1996, 1998, dan 1999 jumlah perusahaan yang melakukan PSP lebih sedikit daripada perusahaan yang melakukan PSS.

Pada Tabel 2 dapat diketahui bahwa sampel akhir dalam penelitian ini berjumlah 85 perusahaan, yaitu perusahaan yang melakukan PSS dan sekaligus PSP selama periode penelitian.

**Tabel 4**  
**Deskripsi Statistik Initial Return PSS selama Periode 1990-2006 (%)**

Tahun	Rata-rata	Median	Deviasi Standar	Minimum	Maksimum
1990	31,605	31,605	16,582	19,880	43,330
1991	11,115	2,705	46,380	-35,960	75,000
1992	16,023	10,605	24,086	-5,000	47,880
1993	18,900	20,910	22,806	-20,690	60,000
1994	31,155	42,860	22,543	0,000	57,140
1995	28,125	31,250	12,809	10,000	40,000
1996	21,214	20,000	23,116	-12,500	62,500
1997	13,881	20,000	24,341	-30,000	48,480
1998	-1,875	-2,500	29,330	-50,000	47,500
1999	13,069	11,250	21,797	-25,000	50,000
2000	3,591	0,000	29,553	-34,780	37,000
2001	-7,083	-6,250	12,521	-20,000	5,000
2002	-0,910	-5,000	24,126	-22,730	25,000
2003	-7,667	-8,000	32,501	-40,000	25,000
2004	9,395	3,000	23,856	-14,630	55,000
2005	9,887	9,775	10,667	0,000	20,000
2006	4,133	8,500	18,398	-30,000	23,640
1990-2006 (N=135)	13,349	12,000	25,099	-50,000	75,000

**Tabel 5**  
**Hasil Uji-t One Sample Statistics IR pada saat PSP dan PSS**

Tahun	PSP (N=297)		PSS (N=135)	
	Rata-rata (%)	t hitung	Rata-rata (%)	t hitung
1990	11,343	4,202*	31,605	3,000*
1991	1,227	0,615	11,113	0,487
1992	7,508	3,175*	16,023	1,349
1993	26,825	4,706*	18,900	2,696*
1994	3,914	2,425*	31,155	4,608*
1995	6,086	1,774	28,125	4,347*
1996	8,216	3,004*	21,214	3,191*
1997	12,097	3,452*	13,881	1,608
1998	18,524	0,824	-1,875	-0,210
1999	62,286	2,915*	13,069	1,121
2000	50,607	4,003*	3,591	0,319
2001	73,351	4,914*	-7,083	-1,109
2002	32,182	4,546*	-0,910	-0,050
2003	8,853	1,523	-7,667	-0,393
2004	17,573	3,088*	9,395	0,893
2005	7,974	1,502	9,888	1,791
2006	37,283	5,163*	4,133	0,490
Seluruh IR	22,355	9,630*	13,349	5,398*

\* Signifikan pada  $\alpha=0,05$  untuk uji bahwa initial return berbeda dari nol (dua sisi).

**Tabel 6**  
**Hasil Uji-t Paired Two Sample for Means IR pada Saat PSP dan PSS**

Keterangan (PSP)	Rata-rata IR PSP (%)	Rata-rata IR PSS (%)	Beda Rata-rata (%)	t-hitung
IR (n=85)	16,755	13,073	3,682	0,962
IR Tinggi (n=42)	33,817	14,668	19,149	3,238*
IR Rendah (n=42)	-0,109	11,548	-11,658	-3,103*

\* Signifikan pada  $\alpha=0,05$  bahwa rata-rata initial return saat PSP berbeda dengan rata-rata initial return saat PSS

### Hasil Penelitian dan Pembahasan

Tabel 3 menyajikan deskriptif statistik *initial return* saat PSP, sedangkan Tabel 4 menyajikan deskriptif statistik *initial return* saat PSS tahun 1990-2006.

Rata-rata *initial return* pada saat PSP tertinggi terjadi tahun 2001, yaitu 73,35%, sedangkan yang terendah terjadi tahun 1991, yaitu 1,23%. Rata-rata *initial return* keseluruhan sebesar 22,35% ( $t= 9,630$ ,  $p<0,001$ )<sup>1</sup>. Artinya secara rata-rata perusahaan yang melakukan PSP di Indonesia tahun 1990-2006 mengalami *underpricing*. Rata-rata tingkat *underpricing* pada pasar modal Indonesia tahun 1990-2006 yang ditunjukkan dalam Tabel 3 lebih tinggi daripada yang dilaporkan oleh Gumanti (2000) yang menemukan rata-rata tingkat *underpricing* sebesar 9,47% pada 149 PSP tahun 1990-1997. Secara keseluruhan, data pada Tabel 3 menunjukkan bahwa H1 diterima dimana secara rata-rata perusahaan yang melakukan PSP mengalami *underpricing*.

Pada Tabel 4 tampak bahwa secara keseluruhan PSS memiliki rata-rata *initial return* sebesar 13,35% ( $t= 5,398$ ,  $p<0,001$ ). Dengan demikian, perusahaan yang melakukan PSS secara rata-rata mengalami *underpricing* atau untuk PSS diskon harganya adalah positif dan signifikan, yang sekaligus menerima H2.

Hasil pengujian atas apakah tingkat *underpricing* pada PSP dan PSS untuk keseluruhan tahun dengan menggunakan uji-t

*one sample* dapat dilihat pada Tabel 5. Mengacu pada hasil dalam Tabel 5, hipotesis pertama diterima. Dengan kata lain, perusahaan yang melakukan PSP maupun PSS di pasar modal Indonesia secara rata-rata mengalami *underpricing*.

Uji-t *Paired Two Sample for Means* digunakan untuk menguji ada tidaknya perbedaan antara *underpricing* PSP dan *underpricing* PSS dan juga membandingkan perbedaan *underpricing* yang terjadi pada PSP dan PSS. Pengujian statistik ini menggunakan sampel seluruh perusahaan yang melakukan PSP dan PSS selama periode tahun 1990-2006. Hasil pengujian terhadap H3 ditunjukkan pada Tabel 6.

Hasil pengujian terhadap H<sub>3</sub> dengan uji beda rata-rata sampel berpasangan menyimpulkan bahwa rata-rata *initial return* saat PSP secara statistik tidak berbeda dengan rata-rata *initial return* saat PSS, walaupun secara absolut memang lebih tinggi, yaitu 16,755% pada saat PSP dan 13,071% pada saat PSS dengan jumlah pengamatan sebanyak 85. Hal ini berarti bahwa tidak terdapat kecenderungan bahwa *underpricing* pada saat PSP lebih tinggi dibandingkan dengan pada saat PSS. Hal tersebut dapat dilihat dari *initial return* PSP secara statistik tidak berbeda dengan *initial return* atau diskon pada saat PSS.

Pengujian H3 ini dilakukan dengan asumsi bahwa keputusan PSS merupakan suatu keputusan yang membutuhkan pertimbangan matang dan seringkali dianggap sebagai alternatif terakhir dalam pemenuhan pendanaan perusahaan. Artinya, hal-hal lain dianggap konstan, manajemen perusahaan sudah mempertimbangkan konsekuensi atas kebijakan tersebut. Jika kebijakan tersebut

<sup>1</sup> Ukuran kedua tidak dilaporkan dalam artikel ini, tetapi tersedia jika diminta. Tidak dilaporkannya ukuran kedua karena hasil yang diperoleh secara kualitatif sama, apakah ukuran pertama atau kedua yang digunakan. Hasil uji beda rata-rata ukuran pertama dan kedua menunjukkan secara statistik keduanya tidak berbeda.

merupakan kelanjutan dari kebijakan sebelumnya, yaitu PSP, maka pengujian berbasis pasangan (*pair*) diyakini dapat dilakukan. Selain itu, perbandingan tersebut dapat secara langsung melihat respon pasar terhadap perusahaan yang sama.

Secara keseluruhan, hasil yang dilaporkan dalam penelitian belum sepenuhnya mendukung temuan yang dilaporkan oleh Ghosh et al. (2000), Altinkilic dan Hansen (2003), dan Brau dan Holloway (2009) bahwa ada penurunan tingkat *underpricing* pada saat perusahaan melakukan PSS dibandingkan dengan saat melakukan PSP. Walaupun secara statistik perbedaan tingkat *underpricing* saat PSP dengan saat PSS tidak signifikan, kecenderungan penurunan tingkat *underpricing* setidaknya menjadi indikator bahwa tingkat ketidakpastian atas perusahaan yang melakukan PSS sudah menurun dibandingkan dengan saat PSP.

Korelasi tingkat *underpricing* pada saat PSP dan PSS adalah positif tetapi secara statistik tidak signifikan ( $R=2,3$ ). Rendahnya nilai koefisien korelasi yang diperoleh mengindikasikan bahwa PSS relatif independen terhadap PSP. Hasil ini menyiratkan bahwa tingkat *underpricing* atau diskon yang terjadi pada saat PSS tidak tergantung kepada besar kecilnya tingkat *underpricing* pada saat PSP.

Untuk menguji sensitivitas hasil pengujian terhadap H3, sampel dipecah menjadi dua kelompok, yaitu perusahaan dengan tingkat *underpricing* saat PSP tinggi (42 perusahaan) dan rendah (42 perusahaan), satu perusahaan dikeluarkan karena posisinya sebagai median. Hasil pengujian menunjukkan temuan sebagai berikut. Pada kelompok PSP dengan *underpricing* tinggi, secara rata-rata mengalami *underpricing* lebih rendah pada saat PSS ( $t=3,238$ ,  $p<0,05$ ,  $N=42$ ). Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa perusahaan yang mengalami *underpricing* tinggi saat PSP akan mengalami diskon lebih rendah saat PSS.

Hal yang berlawanan ditemukan pada perusahaan dengan *underpricing* lebih rendah pada saat PSP. Pada kelompok ini, rata-rata *initial return* yang diperoleh adalah

-0,109% yang berarti terjadi *overpricing* lebih rendah daripada saat PSS yang mana tingkat *initial return*nya sebesar 11,548% dan secara statistik terdapat perbedaan tingkat *initial return* yang signifikan antara saat PSP dan saat PSS ( $t=-3,103$ ;  $p<0,05$ ,  $N=42$ ). Artinya, pada kelompok ini perusahaan yang mengalami *overpricing* saat PSP, secara rata-rata mengalami *underpricing* atau diskon saat PSS. Fenomena ini menarik untuk dikaji lebih jauh, mengingat ada pola terbalik atas harapan yang ada pada hipotesis sinyal dalam PSP. Efek sinyal belum dapat secara tegas menjelaskan fenomena ini. Interpretasi atas temuan ini dapat bermacam-macam. Salah satunya adalah perusahaan yang mengalami *overpricing* saat PSP akan melakukan tindakan koreksi yang berdampak pada perubahan persepsi saat melakukan PSS. Tindakan koreksi dalam bentuk perbaikan kinerja telah membuat pasar menilai perusahaan tersebut lebih baik. Upaya perbaikan tersebut dilakukan dalam rangka untuk meningkatkan citra (*image*) perusahaan, sehingga pada saat perusahaan memutuskan untuk melakukan PSS investor sudah tahu dan lebih tertarik yang mengakibatkan terjadinya diskon pada saat PSS. Namun demikian, mungkin terlalu dini untuk menyatakan bahwa kondisi ini berlawanan dengan teori sinyal dalam PSP. Eksplorasi lebih jauh diperlukan untuk menemukan konsistensi fenomena tersebut.

*Underpricing* saat PSP selain menjadi cerminan 'biaya' bagi perusahaan, dapat pula dimanfaatkan sebagai sinyal bagi kualitas perusahaan sebagaimana hipotesis sinyal. Perusahaan dengan kualitas bagus memberikan sinyal kepada investor dengan mengeluarkan biaya yang sangat besar sehingga tidak dapat ditiru oleh perusahaan berkualitas rendah yang mana sinyal tersebut dapat berupa memberikan potongan pada harga penawaran. Manajemen berharap bahwa biaya yang ditanggung, yaitu dalam bentuk *underpricing* tersebut dapat tertutupi pada saat perusahaan melakukan PSS dimana saham perusahaan lebih diminati pasar dan tingkat diskon menjadi lebih rendah. Namun demikian, kondisi ini dapat terbalik jika

saham yang ditawarkan perusahaan mengalami kelebihan permintaan (*oversubscribed*) yang berpotensi terjadi tingkat *underpricing* lebih tinggi.

Secara keseluruhan, penelitian ini menunjukkan bahwa fenomena *underpricing* memang terjadi baik pada saat PSP(22,35%;  $t=9,630$ ) maupun pada saat PSS(13,35%;  $t=5,398$ ) di Bursa Efek Indonesia untuk tahun 1990-2006. Artinya, secara rata-rata, harga saham perusahaan di pasar yang melakukan PSP atau PSS menjadi lebih tinggi daripada harga penawarannya.

Temuan lain tidak berhasil mendukung hipotesis sinyal bahwa *underpricing* yang tinggi saat PSP dapat 'ditutupi' saat perusahaan melakukan PSS. Perusahaan dengan tingkat *underpricing* tinggi pada saat PSP cenderung memiliki tingkat *underpricing* yang rendah pada saat PSS. Sementara itu, perusahaan dengan tingkat *initial return* rendah atau negatif pada saat PSP, bahkan lebih ekstrim secara rata-rata mengalami *overpricing*, tidak terbukti secara signifikan dapat memiliki tingkat *initial return* yang lebih rendah saat PSS. Setidaknya, hasil penelitian ini konsisten dengan yang dilaporkan oleh Su (2004) yang meneliti pasar PSP dan PSS di China.

Hasil penelitian ini belum dapat mencerminkan kondisi pasar modal di Indonesia secara keseluruhan walaupun sampel yang diteliti relatif besar dibandingkan dengan semua perusahaan yang melakukan PSS. Beberapa keterbatasan terkait dengan penelitian yang ditemui adalah sebagai berikut. Pertama, penelitian ini tidak membedakan secara tegas efek awal krisis ekonomi yang terjadi pada periode tahun 1997 sampai 2000 atau fenomena *hot and cold issue* dalam PSP. Dalam banyak hal, kondisi perekonomian yang kurang menggairahkan akan dapat mempengaruhi minat investor berinvestasi di bursa saham dan konsekuensinya adalah respon pasar relatif rendah dan harga saham tidak banyak berubah. Pada awal-awal krisis ekonomi, yaitu tahun 1998 dan 1999, ada 10 perusahaan yang melakukan PSP, sedangkan yang melakukan PSS pada periode tersebut

sebanyak 17 perusahaan, yang berarti hampir dua-kali lipatnya. Jika memperhatikan kondisi ini, ada kesan bahwa di awal-awal krisis ekonomi perusahaan lebih memilih melakukan PSS daripada PSP. Tingginya tuntutan menutup kebutuhan dana bisa jadi merupakan faktor pendorong meningkatnya PSS. Sementara, kekuatiran bahwa PSP kurang berhasil karena kelesuan ekonomi, telah membuat banyak perusahaan menunda keputusan untuk *go public*. Perbedaan antara *hot issue* dan *cold issue* tidak dilakukan dalam penelitian ini. Gumanti (2000) menemukan bahwa tingkat *underpricing* pada PSP lebih tinggi pada saat *hot issue* daripada saat *cold issue*. Sebagaimana diungkapkan di awal, teori sinyal dalam PSP memiliki keterkaitan dengan fenomena *hot issue* walaupun tidak ada yang berani secara eksplisit menyatakan bahwa keterkaitan tersebut sangat erat. Perbedaan analisis antara *hot* dan *cold issues* mungkin akan memberikan hasil yang dapat menjelaskan mengapa pada saat *hot issue* banyak perusahaan melakukan PSS.

Kedua, penelitian ini tidak membedakan jangka waktu kapan saat PSP dan PSS dilakukan. Artinya, berapa lama perusahaan setelah *go public* akan melakukan PSS tidak dianalisis. Tidak adanya batasan terhadap lamanya rentang waktu antara peristiwa PSP dan PSS menyebabkan hasil uji beda antara *initial return* PSP dan PSS tidak begitu baik. Lamanya rentang waktu antara peristiwa PSP dan PSS dapat menjadi variabel yang berpengaruh terhadap besar kecilnya *initial return* saat PSS (Speiss dan Pettway 1997). Adalah sangat mungkin bahwa semakin panjang periode untuk melakukan PSS, semakin cukup waktu bagi perusahaan untuk memperbaiki dan meningkatkan kinerjanya. Jika panjang-pendeknya waktu antara PSP dan PSS dianalisis ada kemungkinan bahwa fenomena selisih diskon antara PSP dan PSS dapat dijelaskan dengan lebih lengkap. Levis (1995) menemukan bahwa semakin tinggi tingkat *underpricing*, semakin pendek interval antara PSP dan PSS. Oleh karena itu,

akan sangat menarik untuk mengkaji tingkat *underpricing* dengan panjang pendeknya interval antara PSP dan PSS.

Ketiga, penelitian ini tidak secara tegas menggunakan ukuran sensitivitas dalam mengukur tingkat *initial return* saat PSS. Corwin (2003) dan Kim dan Shin (2004) menggunakan dua ukuran diskon dan menemukan tingkat diskon menjadi positif saat ukuran yang dipakai menggunakan hari saat dilakukan PSS dibandingkan dengan harga penawarannya. Diskon menjadi negatif atau lebih rendah saat digunakan harga pasar satu hari sebelum PSS.

Terakhir, penelitian ini tidak mengaitkan efek kelebihan permintaan (*oversubscribed*) saat PSP dan saat PSS. Penawaran saham perdana yang mengalami *oversubscribed* akan memiliki tingkat *underpricing* lebih tinggi daripada yang tidak mengalami *oversubscribed*. Hal yang sama juga terjadi saat PSS. Kontrol terhadap ada tidaknya *oversubscribed* tentu akan lebih mampu menjelaskan keterkaitan antara tingkat *initial return* saat PSP dan saat PSS. Selain itu, penelitian ini tidak secara khusus mempertimbangkan besar kecilnya *float* pada saat PSP. Adalah sangat mungkin bahwa jika *float* pada saat PSP tinggi, maka akan ada keraguan di mata investor bahwa perusahaan telah mendiversifikasi risiko perusahaan kepada pihak lain yang pada akhirnya akan mempengaruhi hubungan PSP dengan PSS.

## SIMPULAN

Penelitian ini mencoba membuktikan kebenaran hipotesis sinyal dalam *underpricing* dengan membandingkan tingkat *underpricing* pada saat PSP dengan pada saat PSS. Hasil uji menunjukkan adanya fenomena *underpricing* yang terjadi pada saat PSP (22,35%) dan pada saat PSS (13,35%). *Initial return* pada saat PSP tidak terbukti secara signifikan selalu lebih tinggi dibandingkan dengan *initial return* PSS. Selain itu ditemukan bahwa terdapat kecenderungan perusahaan dengan tingkat *underpricing* yang tinggi pada saat PSP akan

memiliki tingkat *underpricing* atau diskon yang lebih rendah pada saat PSS. Dengan kata lain, perusahaan dengan *underpricing* tinggi pada saat PSP dapat memiliki *underpricing* yang rendah pada saat PSS. Hasil lain menyimpulkan bahwa perusahaan dengan *underpricing* rendah pada saat PSP justru memiliki *underpricing* yang lebih tinggi pada saat PSS.

Mengacu pada hasil penelitian, beberapa saran dapat diajukan. Pertama, penelitian yang sama di masa mendatang hendaknya membandingkan *initial return* PSP atau PSS berdasarkan sektor industri perusahaan. Hal ini didasarkan pada anggapan bahwa tingkat *underpricing* antar sektor dapat berbeda karena risiko yang melekat pada masing-masing sektor tidak sama. Selain itu, perlu adanya pengelompokan perusahaan berdasarkan lamanya rentang waktu antara peristiwa PSP dan PSS. Hal ini diperlukan mengingat variabel tersebut juga dapat berpengaruh terhadap besar kecilnya *initial return* saat PSS. Mengingat besaran *initial return* sangat sensitif terhadap pilihan hari, yaitu apakah satu hari sebelum atau saat PSS, maka penelitian yang akan datang sebaiknya mempertimbangkan untuk menggunakan ukuran tersebut. Penelitian yang akan datang perlu mempertimbangkan ada tidaknya *oversubscribed* saat PSP dan PSS. Terakhir, penelitian yang akan datang juga dapat dikembangkan dengan menguji determinan dari tingkat *underpricing* di PSS sebagaimana dilakukan dalam Corwin (2003) untuk mendapatkan gambaran faktor-faktor yang dapat menjelaskan variasi dari tingkat diskon di PSS.

Satu yang juga perlu diperhatikan adalah bahwa teori-teori yang menjelaskan mengapa *underpricing* terjadi dan secara empiris ditemukan di semua pasar modal dunia tidak dapat diperbandingkan satu sama lain secara bersamaan. Oleh karena itu, fenomena empiris yang dilaporkan dalam suatu penelitian sangat mungkin dapat dijelaskan oleh dua teori secara simultan. Artinya, pengujian terhadap keabsahan salah satu teori *underpricing* harus dilakukan secara independen.

## DAFTAR PUSTAKA

- Allen, F., and G. Faulhaber. 1989. Signaling by Underpricing in the IPO Market. *Journal of Financial Economics*, 18, 303-323.
- Antikilic, O., and R.S. Hansen. 2003. Discounting and Underpricing in Seasoned Equity Offers. *Journal of Financial Economics*, 69, 285-323.
- Brau, J.C., and D.B. Heywood. 2008. IPO and SEO Waves in Health Care Real Estate Investment Trusts. *Journal of Health Care Finance*, 35 (1), 70-88.
- Baru, J.C., and J.M. Holloway. 2009. An Empirical Analysis of Health Care IPOs and SEOs. *Journal of Health Care Finance*. 35 (4), 42-63.
- Corwin, S. A. 2003. The Determinants of Underpricing for Seasoned Equity Offers. *Journal of Finance*, 58(5), 2249-2279.
- Cook, J.P., and D.T. Officer. 1996. Is Underpricing a Signal of Quality in 'Second' Initial Public Offerings?. *Quarterly Journal of Business and Economics*. 35(1), 68-78.
- Datar, V., and D. Mao. 1998. *Initial Public Offerings in China: Why is Underpricing So Severe*. Working Paper. Seattle University.
- Garfinkel, J.A. 1993. IPO Underpricing, Insider Selling and Subsequent Equity Offerings: Is Underpricing a Signal of Quality?. *Financial Management*, 22(1), 74-83.
- Ghosh, C., R. Nag., and C.F. Sirmans. 1998. Are REIT Seasoned Equity Offerings Underpriced. *Real Estate Finance*, Fall, 19-23.
- Ghosh, C., R. Nag., and C.F. Sirmans. 2000. A Test of Signaling Value of IPO Underpricing with REIT IPO-SEO Pairs. *Journal of Real Estate and Economics*, 20 (2), 137-154.
- Grinbatt, M., and C.Y. Hwang. 1989. Signaling and the Pricing of New Issues. *Journal of Finance*, 44 (2), 393-420.
- Gumanti, T.A. 2000. *Accounting Information and the Underpricing of Indonesian Initial Public Offerings*. PhD Dissertation, Edith Cowan University, Perth, Australia.
- Handari, M. 2007. *Hubungan antara Jumlah Risiko di dalam Prospektus dan Initial Return Saham Perusahaan yang Melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta*. Skripsi, Fakultas Ekonomi Universitas Jember.
- Husson, B., and B. Jacquillat. 1989. French New Issues, Underpricing, and Alternative Methods of Distribution. Dalam R. Guimaraes, et al. (Eds), *A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets*, Berlin, Springer-Verlag.
- Jegadeesh, N., W. Mark ., and I. Welch. 1993. An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, 34, 153-175.
- Jenkinson, T., and A. Ljungqvist. 1996. *Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*. Oxford-New York. Clarendon Press.
- Kalev, P.S., K.P. Peter., and W. Sherman. 2006. *Underpricing, Liquidity, and the Cost of Seasoned Equity Offers*. Working Paper, The University of New South Wales.
- Kim, J., I. Krinsky., and J. Lee. 1993. Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 20(2), 195-211.
- Kim, K., and H.H. Shin. 2004. The Puzzling Increase in the Underpricing of Seasoned Equity Offerings. *The Financial Review*, 39, 343-365.
- Kim, Y., and M.S. Park. Pricing of Seasoned Equity Offers and Earnings Management. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 435-463.
- Levis, M. 1995. Seasoned Equity Offerings and the Short- and Long-Run Performance of Initial Public Offerings in the UK. *European Financial Management*, 1(2), 125-146.
- Loderer, C., D. Sheehan, and G. Kadlec. 1991. The Pricing of Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, 29, 35-57.

- Loughran, T., J. Ritter., and K. Rydqvist. 1994. Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 165-199.
- McGuinness, P.1992. An Examination of the Underpricing of Initial Public Offerings In Hong Kong: 1980-1990. *Journal of Business Finance and Accounting*, 19(2), 165-186.
- Mola. S.,and T. Loughran. 2003. Discounting and Clustering in Seasoned Equity Offering Prices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 1-23.
- Ritter, J.R. 1991. The Long Run Performance of Initial Public Offerings.*Journal of Finance*, 46(1), 3-27.
- Smith, C. 1977. Alternative Methods of Raising Capital: Rights vs Underwritten Offers. *Journal of Financial Economics*, 5,237-307
- Spence, G.J. 1974. *Market Signaling*. Cambridge. Harvard University Press.
- Spiess, D.K., and R.H. Pettway.1997. The IPO and First Seasoned Equity Sale: Issue Proceeds, Owner/Managers' Wealth, and the Underpricing Signal. *Journal of Banking and Finance*, 21,967-988.
- Su, D. 2004. Adverse-Selection versus Signaling: Evidence from the Pricing of Chinese IPOs. *Journal of Economics and Business*, 56, 1-19.
- Welch, I. 1989. Seasoned Offerings, Imitation Costs, and Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 44(2), 421-429.