

# PENILAIAN KINERJA SAHAM PADA PELAKSANAAN IPO DITINJAU DARI *UNDERPRICING* DAN *MARKET OVERREACTION*

**Desta Rizky Kusuma**  
Universitas Ahmad Dahlan  
e-mail: kusuma.desta@gmail.com

## ***ABSTRAK***

*This study aims to determine the short-term and long-term stock performance after the IPO and market overreaction symptoms in IDX. In terms of performance shares underprice stocks, short-term performance share is calculated one month after the IPO and long-term calculated six months after the IPO. The data sample are firms listed on the IDX of IPOs in the year 2000 - 2007, obtaining a sample of 102 firms. Based on the analysis, the short-term stock performance post-IPO can provide a positive abnormal return and long stock performance post-IPO will go down or decline (long run underperformance). The results showed no symptoms of market overreaction, because there is no relationship in the opposite pattern of abnormal returns earned on short-term and long term.*

*Keywords: IPO (Initial Public Offering), Underpricing, Market Overreaction*

---

## **PENDAHULUAN**

---

Salah satu cara bagi perusahaan untuk mendapatkan tambahan dana guna mengembangkan usahanya adalah dengan melakukan *Go Public*. Dengan melakukan *go public* maka dapat memperkuat modal kerja perusahaan, hal ini disebabkan karena saham-saham perusahaan dapat dimiliki masyarakat secara umum. Perusahaan yang belum *go public* awalnya saham-saham perusahaan dimiliki oleh manajer dan pegawai-pegawai kunci, dan hanya sebagian kecil hak kepemilikan dimiliki oleh investor.

Perusahaan yang akan melakukan *go public* terlebih dahulu harus menerbitkan saham pertamanya yang ditawarkan di Pasar Perdana (*Primary Market*) atau sering disebut dengan pelaksanaan IPO (*Initial Public Offering*). Pada pasar perdana inilah perusahaan mendapatkan tambahan dana dari investor atas penjualan

saham, untuk selanjutnya saham tersebut diperjual belikan oleh para broker/ investor setelah saham tersebut dicatatkan di pasar sekunder.

Pada saat perusahaan memutuskan untuk melakukan IPO, sebelumnya perusahaan harus mengeluarkan informasi mengenai perusahaan (prospektus). Prospektus berfungsi untuk memberikan informasi mengenai perusahaan kepada calon investor, sehingga calon investor dapat mengetahui kondisi perusahaan dan prospeknya di masa mendatang dan selanjutnya diharapkan calon investor tertarik untuk membeli saham yang diterbitkan perusahaan atau emiten.

Permasalahan penting dalam melakukan penawaran saham perdana di pasar modal adalah dalam hal penetapan harga penawaran saham. Harga saham yang ditawarkan pada saat melakukan IPO merupakan faktor penting untuk menentukan besarnya dana yang diterima emiten. Jika harga saham tinggi maka dana yang diterima semakin besar dan juga sebaliknya, sehingga

emiten selalu mengharapkan harga saham yang tinggi.

Akan tetapi, hal tersebut bertentangan dengan apa yang diinginkan investor. Investor biasanya menginginkan harga yang relatif rendah, yang nanti akan dapat mempengaruhi *capital gain* yang diperoleh investor saat menjual kembali saham tersebut di pasar sekunder. Untuk itulah emiten harus dapat menentukan harga saham perdana secara bijak, disamping melihat keuntungan yang diperoleh tapi juga melihat dari segi investor. Karena jika harga yang ditetapkan terlalu tinggi, besar kemungkinan calon investor tidak mau menanamkan modalnya dan hal ini justru malah akan berdampak buruk terhadap perusahaan.

Dalam penentuan harga saham IPO, perusahaan atau emiten bekerja sama dengan penjamin emisi (*underwriter*). *Underwriter* yang ditunjuk perusahaan bertugas untuk membantu serta memberikan saran dalam penetapan harga saham perdana sekaligus membantu dalam memasarkan saham tersebut kepada calon investor. Terdapat dua model penjaminan yang dapat dipilih perusahaan dalam pelaksanaan IPO, yaitu *best effort* dan *firm commitment*. Pada model *best effort* penjamin emisi hanya menjualkan saham emiten dengan usaha semaksimal mungkin untuk mendapatkan harga penjualan sebaik mungkin, dan mendapat komisi dari emiten atas usahanya. Sedangkan pada model *firm commitment*, *underwriter* membeli semua saham yang diterbitkan dengan harga yang telah disetujui dan menanggung risiko kegagalan untuk menjualnya kembali ke publik. Dalam hal ini *underwriter* mengambil keuntungan dari selisih harga beli dengan harga jual saham (*spread*). Dari model penjaminan tersebut dapat disimpulkan bahwa risiko yang ditanggung oleh penjamin emisi lebih besar dibanding dengan perusahaan emiten jika menggunakan model *firm commitment*, dan juga sebaliknya.

Para investor menginvestasikan dananya pada pasar perdana mempunyai tujuan untuk mendapatkan keuntungan berupa *initial return*, yaitu selisih lebih antara harga saham di pasar sekunder dengan harga perdananya. Terjadinya *initial return* ini menunjukkan adanya peristiwa *underpricing* saham. *Underpricing* terjadi jika harga yang ditawarkan pada pasar perdana secara signifikan lebih rendah dibandingkan dengan harga saham pada saat hari pertama di pasar sekunder. Tentunya kejadian seperti ini yang diharapkan oleh investor karena dapat memberikan *abnormal return* yang lebih.

*Underpricing* yang sering terjadi pada pelaksanaan IPO disebabkan adanya asimetri informasi di pasar perdana (Schlag dan Wodrich, 2000. Dalam Supriyono, 2006: 53). Informasi asimetri ini dapat terjadi antara emiten dengan penjamin (Baron, 1982) atau antara investor *informed* dengan *uninformed* (Rock, 1986. Dalam Suyatmin dan Sujadi, 2006: 12).

Penjamin emisi memiliki informasi yang lebih dibandingkan dengan perusahaan emiten tentang permintaan terhadap saham. Dalam hal ini penjamin emisi akan memanfaatkan kelebihannya untuk mengajukan kesepakatan harga yang relatif rendah dengan tujuan untuk mengurangi risiko yang ditanggungnya jika saham tidak terjual. Perusahaan emiten menerima kesepakatan tersebut disebabkan kurangnya informasi.

Investor asimetri juga terdapat pada *informed* investor dengan *uninformed* investor. *Informed* investor memiliki lebih banyak informasi mengenai kondisi dan prospek emiten sehingga mereka hanya akan menanamkan dananya pada saham yang *underpriced*. Sedangkan untuk *uninformed* investor tidak dapat mengetahui saham mana yang menguntungkan bagi mereka karena kurangnya informasi mengenai emiten. Supaya kelompok *uninformed* ini juga turut serta dalam investasi saham, maka perusahaan emiten menerima *underpriced* dalam pelaksanaan IPO nya.

Dalam penawaran saham perdana terkadang pula terjadi gejala *market overreaction*, yaitu keadaan dimana telah terjadi reaksi yang berlebihan dari investor tentang emisi saham baru. Gejala ini dapat dilihat dengan hubungan antara *initial return* dengan *return* saham tersebut dalam jangka panjang.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis: (1) apakah terjadi *underpricing* pada pelaksanaan IPO di Bursa Efek Indonesia? (2) apakah kinerja saham jangka pendek setelah IPO dapat memberikan *abnormal return*? (3) apakah kinerja saham setelah IPO dapat menurun dalam waktu jangka panjang atau telah terjadi *market overreaction* pada bursa efek indonesia?

---

## REVIEW LITERATUR DAN HIPOTESIS

---

### **IPO (Initial Public Offering) /Penawaran Umum Perdana**

*Initial Public Offering* (IPO) atau disebut juga *unseasoned equity offering* merupakan peristiwa yang penting bagi perusahaan, dalam hal ini perusahaan menawarkan saham pada publik untuk yang pertama kali. Dengan melakukan IPO, perusahaan akan mendapatkan tambahan dana yang dapat dipergunakan untuk pengembangan usahanya.

Sebagian besar menganggap bahwa IPO merupakan cara yang mudah dan murah bagi perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dana sebagai konsekuensi dari semakin berkembangnya perusahaan dan meningkatkan kebutuhan dana untuk investasi.

#### Manfaat IPO

Berikut ini adalah manfaat dari pelaksanaan IPO (Jogiyanto, 2003 : 17)

1. Kemudahan meningkatkan modal di masa mendatang.

Untuk perusahaan yang tertutup, calon investor biasanya enggan untuk menanamkan modalnya disebabkan kurangnya keterbukaan informasi keuangan antara pemilik dan

investor. Sedang untuk perusahaan yang sudah *go public*, informasi keuangan harus dilaporkan ke publik secara reguler yang kelayakannya sudah diperiksa oleh akuntan publik.

2. Meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham.

Untuk perusahaan yang masih tertutup yang belum mempunyai pasar untuk sahamnya, pemegang saham akan lebih sulit untuk menjual sahamnya dibandingkan jika perusahaan sudah *go public*.

3. Nilai pasar perusahaan diketahui.

Untuk alasan-alasan tertentu, nilai pasar perusahaan perlu untuk diketahui. Misalnya jika perusahaan ingin memberikan insentif dalam bentuk opsi saham (*stock option*) kepada manajer-manajernya, maka nilai sebenarnya dari opsi tersebut perlu diketahui. Jika perusahaan masih tertutup, nilai dari opsi sulit ditentukan.

### **Penetapan Harga Penawaran Saham**

Persoalan penting yang dihadapi perusahaan ketika melakukan penawaran saham perdana di pasar modal adalah penetapan besarnya harga penawaran perdana. Penetapan pada harga berapa sebuah saham seharusnya ditawarkan kepada calon pembeli merupakan pekerjaan yang tidak mudah, karena suatu kesalahan kecil dapat menyebabkan gagalnya suatu IPO. Harga saham yang ditawarkan pada saat melakukan IPO merupakan faktor penting yang menentukan besarnya jumlah dana yang diperoleh perusahaan (emiten). Jika harga saham tinggi, maka dana yang diperoleh emiten juga besar dan begitu pula sebaliknya. Hal tersebut membuat emiten mengharapakan harga yang tinggi.

Namun di pihak lain, investor tentunya menginginkan harga saham perdana yang relatif rendah sehingga mereka nantinya akan mendapatkan keuntungan (*capital gain*) di pasar sekunder pada saat menjualnya kembali kepada

investor lainnya. Sebaliknya, harga perdana yang tinggi akan mengurangi atau bahkan menghilangkan *return* awal (*initial return*) yang bisa diperoleh oleh investor di bursa.

Oleh karena itu, perusahaan (emiten) dalam menentukan harga perdana bekerja sama dengan penjamin emisi (*underwriter*). *Underwriter* yang ditunjuk perusahaan bertugas membantu serta memberikan saran dalam penetapan harga saham perdana sekaligus membantu dalam memasarkan saham tersebut kepada calon investor.

Harga saham pada penawaran perdana ditentukan berdasar kesepakatan antara emiten dengan penjamin emisi. Biasanya *underwriter* akan bernegosiasi dengan emiten untuk menetapkan harga yang ditawarkan relatif rendah atau tidak terlalu mahal. Hal ini dilakukan penjamin emisi (terutama *full commitment*) dengan maksud untuk mengurangi dan memperkecil risiko kerugian yang ditanggung oleh *underwriter* jika saham yang ditawarkan tidak laku dijual.

### ***Underpricing***

Para investor yang menanamkan dananya di pasar perdana (*primary market*) mempunyai tujuan untuk memperoleh *initial return* yang diperoleh dari selisih lebih antara harga di pasar sekunder dengan harga perdana. Adanya *initial return* tersebut mengindikasikan bahwa terjadi *underpricing* saham di pasar perdana ketika masuk ke pasar sekunder. *Underpricing* terjadi jika harga yang ditawarkan pada pasar perdana secara signifikan lebih rendah dibandingkan dengan harga saham pada saat hari pertama di pasar sekunder. *Underpricing* hampir terjadi di setiap pasar modal. Hal ini didukung hasil penelitian Supriyono (2005), Hanafi (1997) dan Rufnialfan (1999).

### **Kinerja Saham IPO**

Perbedaan harga saham akan diterima oleh investor sebagai *abnormal return*. Besarnya *abnormal return* yang diterima oleh investor

dapat menunjukkan kinerja saham tersebut. Semakin besar *abnormal return* yang diterima investor menunjukkan bahwa kinerja saham tersebut semakin baik, dan sebaliknya semakin kecil *abnormal return* yang diterima investor maka kinerja saham tersebut semakin rendah. Besar kecilnya kinerja saham dapat dipengaruhi oleh *time horizon* dari investor (Murtini, 2005). *Time horizon* setiap investor berbeda (bisa jangka pendek maupun jangka panjang), dan *time horizon* akan mempengaruhi kinerja saham baik untuk jangka pendek maupun jangka panjang.

Sejumlah studi mencatat bahwa saham IPO memberikan *abnormal return* positif dalam periode jangka pendek sesudah IPO atau biasa disebut dengan istilah *short run underpricing* (Tinic, 1988) dalam Suroso dan Utama (2005). Yang dimaksud jangka pendek tersebut adalah waktu dari pembelian saham di pasar perdana sampai dengan periode awal saham-saham IPO tersebut diperdagangkan di pasar sekunder.

Sebaliknya, bahwa saham IPO akan menunjukkan kinerja yang lebih rendah dalam jangka panjang setelah IPO, disebut istilah *long run underperformance* (Ritter, 1991) dalam Suroso dan Utama (2005). Kedua hal ini konsisten dengan hasil penelitian Suroso (2005), Supriyono (2005) dan Murtini (2005).

### ***Market Overreaction***

Fenomena *market overreaction* pada mulanya dikenalkan oleh De Bondt dan Thaler (1985) dalam Supriyono (2005) dan hasil penelitiannya Supriyono menemukan bahwa saham yang pada mulanya memberikan tingkat keuntungan sangat positif (*winner*) atau sangat negatif (*loser*) akan mengalami kondisi yang berkebalikan pada periode-periode selanjutnya. Lebih lanjut Supriyono (2005) dalam hasil penelitiannya menyebutkan bahwa pasar bereaksi berlebihan (*overreaction*) terhadap informasi, dimana pasar bereaksi berlebihan terhadap informasi baru dan mengabaikan

informasi sebelumnya. Pembalikan *return* terjadi ketika pasar menyadari kesalahan tersebut dan kemudian melakukan tindakan koreksi pada periode selanjutnya.

Ritter (1991) dalam Manurung dan Soepriyono (2006) juga menjelaskan bahwa pada *market overreaction* sebenarnya harga penawaran saham yang telah ditetapkan oleh *underwriter* telah sesuai dan *initial return* yang positif merupakan akibat dari reaksi berlebihan dari investor yang tidak rasional. Argumentasi ini diajukan terutama didasarkan pada psikologi dan tingkah laku (*behavior*) atau ketidak-rasionalan dari investor.

### Hipotesis

Berdasarkan dari penjelasan dan penelitian-penelitian sebelumnya, maka dirumuskan hipotesis:

H<sub>1</sub> = Diduga terjadi *underpricing* yang signifikan pada pelaksanaan IPO di Bursa Efek Indonesia.

H<sub>2</sub> = Diduga kinerja saham jangka pendek setelah IPO dapat memberikan *abnormal return* positif.

H<sub>3</sub> = Diduga kinerja saham setelah IPO akan cenderung menurun dalam waktu jangka panjang.

H<sub>4</sub> = Diduga telah terjadi *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia.

---

## METODE PENELITIAN

---

### Populasi dan Sampel

Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling*. Sampel berjumlah 102 perusahaan, dipilih dengan menggunakan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang terdaftar di BEI.
2. Perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana (IPO) pada periode 2000-2007.
3. Perusahaan yang mengalami *underpricing*.

### Definisi Operasional Variabel Penelitian

1. *Underpricing* menggambarkan *initial return* saham berupa selisih antara harga penutupan saham (*closing price*) pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder dengan harga perdananya (*offering price*). Variabel ini diukur dengan persentase, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Underpricing} = \frac{(CP - OP)}{OP} \times 100\%$$

Keterangan:

CP = Harga penutupan pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder.

OP = Harga penawaran perdana.

2. Untuk kinerja saham atau perusahaan yang melaksanakan IPO diukur dengan melihat perbandingan *abnormal return* pada saat satu bulan (jangka pendek) setelah IPO hingga enam bulan setelah IPO (jangka panjang), dimana *abnormal return* menunjukkan selisih antara *return* yang sesungguhnya dengan *return* yang diharapkan, dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$AR_t = r_{it} - E(r_{it})$$

Untuk mencari *return*, digunakan dasar pada harga penawaran perdana, dengan rumus sebagai berikut:

$$r = \frac{P_t - OP}{OP}$$

Keterangan:

AR<sub>t</sub> : *abnormal return* (*return* tidak normal) pada periode t.

r<sub>it</sub> : *return* sesungguhnya pada periode t.

P<sub>t</sub> : harga saham pada periode t.

OP : harga penawaran perdana.

E (r<sub>it</sub>) : *expected return* (*return* yang diharapkan) pada periode t.

Return yang diharapkan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan *market adjusted*

model, yang menyatakan bahwa koreksi terbaik untuk mengestimasi *return* suatu saham *return* pasar ( $r_{mt}$ ) saat itu.

Untuk mencari *return market* dapat digunakan rumus sebagai berikut:

$$R_m = \frac{P_{mt}}{P_{m0}} - 1$$

Keterangan:

$P_{mt}$  : nilai indeks pasar pada saat t (IHSG)

$P_{m0}$  : nilai indeks pasar pada saat penawaran

Dengan demikian rumus *abnormal return* yang baru adalah:

$$AR_t = r_{it} - r_{mt}$$

*Abnormal Return* digunakan sebagai pengukur kinerja saham, dengan kriteria:

*Abnormal Return* > 0, menunjukkan kinerja yang *outperformance* (baik).

*Abnormal Return* < 0, menunjukkan kinerja yang *underperformance* (kurang baik).

3. Overreaction menggambarkan kondisi dimana telah terjadi reaksi yang berlebihan dari investor akan emisi saham baru. Ini dapat dilihat dari apakah ada hubungan antara initial return dengan return saham tersebut dalam jangka panjang.

Perhitungan *market overreaction* dalam penelitian ini, *initial return* pada hari pertama digunakan untuk menentukan rentang *abnormal return* negatif dan positif. Untuk periode selanjutnya (bulan ke-1 sampai dengan bulan ke-6) baru dikelompokkan *return* yang masuk ke dalam rentang *abnormal return* negatif dan positif yang telah ditentukan, setelah itu baru dihitung rata-rata *abnormal return* nya.

### Analisis Data

Alat analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan Uji Beda. Uji beda digunakan untuk membuktikan apakah kinerja saham jangka pendek mengalami perubahan

yang signifikan setelah jangka panjang. Uji beda yang digunakan adalah *one-sample t-test*.

Pengolahan data dilakukan dengan alat bantu program *excel*, yang digunakan untuk menghitung *underpricing*, *return*, *abnormal return* dan *return* pasar. Sedang untuk mengetahui kinerja saham jangka pendek dan jangka panjang pasca IPO dilakukan dengan alat bantu *software SPSS for windows 15.0*.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

1. Untuk menguji hipotesis pertama, yaitu untuk mengetahui apakah terjadi *underpricing* yang signifikan dengan menggunakan uji t (uji beda *one sample t-test*). Uji ini digunakan untuk membandingkan apakah suatu nilai tertentu (sebagai pembanding) berbeda secara signifikan dengan rata-rata suatu sampel yang dalam penelitian ini adalah data *underpricing*. Sedangkan nilai tertentu dalam penelitian ini adalah nilai nol (0) yang berarti bahwa harga perdana sama dengan harga penutupan hari pertama (*truepricing*). Berikut adalah hasil dari uji *one sample t-test* (uji signifikansi *underpricing*).

**Tabel 1**  
**Hasil Uji t (data *underpricing*)**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
underpricing	8,494	101	,000	,5603605	,421832	,678889

Berdasarkan tabel di atas dapat dilakukan pengujian sebagai berikut:

Karena nilai *sign.* sebesar  $0,000 < \alpha$  (0,05) maka disimpulkan menerima hipotesis penelitian ( $H_1$ ) yang berarti bahwa telah terjadi *underpricing* yang signifikan di BEI tahun 2000 – 2007.

2. Pada hipotesis kedua, cara pengujiannya adalah dengan melihat signifikansi kenaikan

*abnormal return* (kinerja saham) dalam jangka pendek. Namun sebelum dilakukan pengujian, terlebih dahulu dicari signifikansi *abnormal return* nya. Signifikansi *abnormal return* diperoleh dengan menggunakan uji *t one sample t-test*, yaitu membandingkan antara rata-rata *abnormal return* dengan nilai tertentu. Nilai tertentu yang digunakan sebagai pembanding adalah nol (0), karena pada saat *abnormal return* sebesar nol (0) maka *return* saham akan sama dengan *return* pasarnya.

**Tabel 2**  
**Hasil Uji t (data *abnormal return* dari hari ke-1 sampai bulan ke-1)**

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
ar_hr1	8,424	101	,000	53,708866	41,060522	66,357210
ar_bl1	6,394	101	,000	77,330011	53,338734	101,3213

Berdasarkan dari tabel tersebut, diketahui bahwa Sig. (2 tailed) untuk *abnormal return* hari ke-1 dan bulan ke-1 adalah sama yaitu sebesar 0,000. Karena nil sig. (0,000) < alpha (0,05), maka dapat disimpulkan bahwa *abnormal return* yang terjadi pada hari ke-1 dan bulan ke-1 adalah signifikan.

Selanjutnya untuk lebih jelas mengenai pola pergerakan *abnormal return* dalam jangka pendek, disajikan dalam bentuk tabel berikut ini.

**Tabel 3**  
**Kinerja Saham (jangka pendek) setelah IPO tahun 2000 – 2007**  
**Pada Basis Harga Penawaran Perdana**

Periode	Sampel	Rata-rata AR (%)	Sig. (2 tailed)
Hari ke-1	102	53,71	0,00*
Bulan ke-1	102	77,33	0,00*

Keterangan: \*) Signifikan pada level 5%

Dari tabel tersebut, dapat diketahui bahwa terdapat kenaikan *abnormal return* yang signifikan dari hari pertama sampai

bulan ke-1 (jangka pendek). *Abnormal return* pada hari pertama perdagangan rata-rata sebesar 53,71%, lalu mengalami kenaikan secara signifikan pada bulan ke-1 sebesar 77,33%. Hal ini berarti telah terjadi kenaikan kinerja saham sebesar 23,62%. Dengan demikian hipotesis kedua yang menyatakan kinerja saham jangka pendek setelah IPO memberikan *abnormal return* positif (mengalami *outperformance*) dapat diterima.

3. Pada hipotesis ketiga, cara pengujiannya sama seperti hipotesis kedua, terlebih dahulu dicari signifikansi *abnormal return* nya dengan menggunakan uji *one sample t-test*.

**Tabel 4**  
**Hasil Uji t (data *abnormal return* dari hari ke-1 hingga bulan ke-6)**

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
ar_hr1	8,424	101	,000	53,708866	41,060522	66,357210
ar_bl1	6,394	101	,000	77,330011	53,338734	101,3213
ar_bl2	6,670	101	,000	82,423175	57,910962	106,9354
ar_bl3	6,611	101	,000	72,827959	50,973294	94,682625
ar_bl4	5,943	101	,000	64,982461	43,290268	86,674654
ar_bl5	5,523	101	,000	64,783813	41,515898	88,051729
ar_bl6	5,073	101	,000	63,517740	38,678868	88,356613

Berdasarkan dari tabel tersebut, diketahui bahwa Sig. (2 tailed) untuk *abnormal return* dari hari ke-1 hingga bulan ke-6 adalah sama yaitu sebesar 0,000. Karena nil sig. (0,000) < alpha (0,05), maka dapat disimpulkan bahwa *abnormal return* yang terjadi dari hari ke-1 hingga bulan ke-6 adalah signifikan.

Berdasarkan tabel 5, dapat diketahui bahwa ada *abnormal return* yang signifikan sampai dengan bulan ke-6. *Abnormal return* pada hari pertama perdagangan rata-rata sebesar 53,71%, lalu mengalami kenaikan berturut-turut secara signifikan pada bulan ke-1 sebesar 77,33% dan bulan ke-2 sebesar 82,42% setelah itu mengalami penurunan yang signifikan menjadi sebesar 63,52%

pada bulan ke-6. Hal ini berarti telah terjadi penurunan kinerja saham sebesar 13,81% dari bulan ke-1 hingga bulan ke-6. Dengan demikian menerima hipotesis ketiga, yaitu kinerja saham setelah IPO dalam jangka panjang akan mengalami penurunan, terbukti pada bulan ke-6 mengalami penurunan *abnormal return* yang signifikan.

**Tabel 5**  
**Kinerja Saham (jangka panjang) setelah IPO tahun 2000 – 2007**  
**Pada Basis Harga Penawaran Perdana**

Periode	Sampel	Rata-rata AR (%)	Sig.(2 tailed)
Hari ke-1	102	53,71	0,00*
Bulan ke-1	102	77,33	0,00*
Bulan ke-2	102	82,42	0,00*
Bulan ke-3	102	72,83	0,00*
Bulan ke-4	102	64,98	0,00*
Bulan ke-5	102	64,78	0,00*
Bulan ke-6	102	63,52	0,00*

Keterangan: \*) Signifikan pada level 5%

4. Untuk menguji hipotesis yang terakhir adalah dengan melihat pola hubungan *initial return* dengan *return* saham tersebut dalam jangka panjang. *Market overreaction* terjadi bila saham yang pada awalnya memberikan tingkat keuntungan sangat positif (*winner*) atau sangat negatif (*losser*) akan mengalami kondisi yang berkebalikan pada periode-periode selanjutnya.

**Tabel 6**  
**Hubungan Abnormal Return Jangka Pendek dan Jangka Panjang**  
**Pada Basis Harga Penawaran Perdana**

Hari ke-1		Bulan ke-1		Bulan ke-6	
Kel. AR	N	Mean AR (%)	N	Mean AR (%)	N
-4% - 0	1	-1,82%	9	-2,31%	3
0,01% - 473,7%	101	87,66%	73	94,23%	65
	<b>102</b>		<b>82</b>		<b>68</b>

Berdasarkan tabel di atas, dapat diketahui bahwa tidak terdapat pola hubungan yang berlawanan dari *abnormal return* yang diperoleh pada jangka pendek dan jangka panjang, yaitu bahwa berdasar atas saham yang dibeli pada harga penawaran perdana, *abnormal return* yang negatif pada bulan ke-1 diikuti pula pada bulan ke-6, begitu juga *abnormal return* yang positif pada bulan ke-1 diikuti pula pada bulan ke-6. Hal tersebut menunjukkan bahwa tidak terjadi *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia atau menolak hipotesis ke-4.

## KESIMPULAN DAN SARAN

Dari hasil analisis di atas dapat diambil kesimpulan bahwa ternyata terjadi *underpricing* yang signifikan di BEI pada tahun 2000 - 2007 dibuktikan dari hasil uji *one sample t-test* karena nil. *Sign* (0,00) < alpha (0,05).

Bahwa kinerja saham setelah IPO untuk jangka pendek akan dapat memberikan *abnormal return* yang tinggi atau mengalami *outperformance*. Hal ini menunjukkan jika investor ingin mendapatkan keuntungan yang tinggi ketika mereka membeli saham perdana (saat perusahaan melakukan IPO), maka harus segera menjualnya dalam jangka pendek.

Penurunan *abnormal return* dari jangka pendek ke jangka panjang, menunjukkan bahwa ada penurunan kinerja saham, jadi dapat disimpulkan bahwa kinerja saham setelah IPO dalam jangka panjang akan mengalami penurunan (*long run underperformance*).

Bahwa tidak terjadi *market overreaction* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2000 – 2007, karena tidak terdapat pola hubungan yang berlawanan dari *abnormal return* yang diperoleh pada jangka pendek dan jangka panjang. Hal ini berarti tidak ada kesalahan penilaian dari investor di BEI terhadap saham yang ditawarkan pada saat IPO karena tidak terdapat pembalikan yang



signifikan dimana saham *losser* tidak memberikan *abnormal return* positif yang signifikan dan begitu juga sebaliknya, atau dengan kata lain pasar tidak bereaksi secara berlebihan terhadap informasi baru. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Warninda dan Asri (1997), Susiyanto (2002) serta Supriyono (2005) yang menyimpulkan tidak terjadi *overreaction* di BEJ.

Bagi para Investor yang menanamkan sahamnya pada saat IPO, hendaknya segera menjual kembali sahamnya dalam jangka pendek (satu atau dua bulan setelah IPO) karena dengan melakukan tindakan ini, investor akan memperoleh keuntungan (*gain*) yang tinggi serta jangan menahan sahamnya dalam waktu yang lama sebab harganya akan cenderung untuk turun.

---

## DAFTAR PUSTAKA

---

- Darmadji, T., dan Fakhruddin Hendy, M. (2001). *Pasar Modal Di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*. Edisi Pertama. Jakarta: Salemba Empat.
- Gumanti, Tatang, A. (2003). "Strategi Penetapan Harga Dalam Penawaran Saham Perdana". *Wahana Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi*. AA-YKPN. Vol. 6: 15-29.
- Husnan, Suad (1998). *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Jogiyanto (2003). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 3. Yogyakarta: BPF E.
- Kasmir (2005). *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*. Edisi Keenam. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Kuncoro, Mudrajad (2003). *Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi: Bagaimana meneliti dan menulis tesis?*. Jakarta: Erlangga.
- Kurniawati, I. (2006). *Modul Pengolahan Data Elektronik Mengolah Data Statistik dengan SPSS 11.5*. Yogyakarta: Universitas Ahmad Dahlan.
- Manurung, Adler, H. dan Soepriyono, G. (2006). "Hubungan antara Imbal Hasil IPO dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kinerja IPO di BEJ". *Manajemen Usahawan Indonesia*. Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Vol. 4: 14-26.
- Mendenhall, W. dan Reinmuth, James, E. (1982). *Statistik untuk Manajemen dan Ekonomi*. Edisi Keempat, Jilid 1. Jakarta: Erlangga.
- Murtini, U. (2005). "Kinerja Surat Berharga Setelah Initial Public Offering". *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 1, No. 2: 135-144.
- Sugiyono (1999). *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabeta.
- Suharyadi dan Purwanto (2004). *Statistika untuk Ekonomi dan Keuangan Modern*. Buku 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Supriyono, E. (2005). "Penawaran Perdana Di Bursa Efek Jakarta: Apakah Terjadi Market Overreaction?". *Utilitas Jurnal Manajemen dan Bisnis*. Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Yogyakarta. Vol. 14: 51-66.
- Suroso (2005). "Perbedaan Kinerja Saham Antar Tahun Pelaksanaan IPO". *Manajemen Usahawan Indonesia*. Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Vol. 9: 16-21.
- Suroso dan Utama, S. (2005). "Hubungan Kinerja Jangka Panjang Saham Pasca IPO dengan Optimisme dan Divergensi Opini Investor serta Tindakan Oportunistik Emiten". *Manajemen Usahawan Indonesia*. Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Vol. 3: 27-39.

Susilo, J. (2004). "Murphy's Law Dalam Anomali Pasar: Analisis Terhadap Size Market dan Market Overreaction". *Aplikasi Bisnis*. Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia. Vol. 5, No. 6: 460-468.

Suyatmin dan Sujadi (2006). "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing pada

Penawaran Umum Perdana di Bursa Efek Jakarta". *Benefit Jurnal Manajemen dan Bisnis*. Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Surakarta. Vol. 10: 11-32.

Tandelilin, E. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. Yogyakarta.: BPFE.