

**ANALISIS KINERJA SAHAM JANGKA PANJANG PERUSAHAAN YANG MELAKUKAN
INITIAL PUBLIC OFFERING DI BURSA EFEK JAKARTA**

Oleh : Eva Maria S

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menemukan bukti empiris tentang terjadinya fenomena *underpricing* dan *underperformance* pada perusahaan yang melakukan *initial public offering* di Indonesia. Dalam penelitian ini terdapat 75 perusahaan yang melakukan *initial public offering* dari tahun 2000 sampai dengan

tahun 2003. Setelah dilakukan pemilihan sample berdasarkan metode *purposive sampling*, terdapat 68 sampel perusahaan yang masuk dalam penelitian ini. Hasil \ dari pengujian *one sample t test* menunjukkan bahwa dalam jangka pendek terdapat *mean excess return* yang positif. Penelitian ini konsisten dengan penelitian di beberapa negara. Dalam jangka panjang kinerja saham terlihat *underperform*. Hasil dari uji *paired sample t test* menunjukkan bahwa ada perbedaan yang signifikan antara kinerja jangka panjang dan jangka pendek pada perusahaan yang melakukan IPO, dan hasil dari pengujian *independent sample t test* menunjukkan tidak ada perbedaan *abnormal return* berdasarkan ukuran perusahaan pada perusahaan yang melakukan *initial public offering*.

Kata kunci : *Initial Public Offering, Performance, Underpricing, Underperformed.*

Latar Belakang

Pasar modal merupakan sarana pembentuk modal dan akumulasi dana yang diarahkan untuk meningkatkan partisipasi masyarakat dalam pengarahannya guna menunjang pembiayaan pembangunan nasional. Sebagai salah satu elemen ekonomi, maka aspek untuk memperoleh keuntungan yang optimal adalah tujuan yang menjiwai pasar modal sebagai lembaga jual beli efek (Kamarudin, 1996).

Harga saham pada penawaran perdana ditentukan berdasarkan kesepakatan antara perusahaan emiten dengan penjamin emisi efek. Sebagai pihak yang membutuhkan dana, emiten menginginkan harga perdana yang tinggi. Sebaliknya, *underwriter* sebagai penjamin emisi berusaha untuk meminimalkan resiko yang ditanggungnya. Emiten adalah pendatang baru yang belum mengetahui seperti apa keadaan pasar sebenarnya. Kondisi asimetri informasi inilah yang menyebabkan terjadinya *underpricing*, dimana *underwriter* merupakan pihak yang memiliki kelebihan informasi dan menggunakan ketidaktahuan emiten untuk memperkecil resiko (Husnan, 1991).

Underpricing adalah penentuan harga saham dipasar perdana lebih rendah daripada harga dipasar sekunder untuk saham yang sama. Harga saham yang *underpriced* akan memberikan *initial return* yang positif bagi investor segera setelah saham tersebut diperdagangkan di bursa. *Underpricing* merupakan fenomena yang menarik karena dialami oleh sebagian besar pasar modal di dunia (Indarti, 2004). Penelitian yang dilakukan oleh Aggarwal (1993) menyatakan bahwa kinerja IPO dalam jangka pendek menunjukkan terjadinya *underpricing*, tetapi dalam jangka panjang terjadi *return* yang negatif. Prastiwi dan Kusuma (2001) meneliti tentang kinerja surat berharga setelah IPO di Indonesia pada periode 1994-1997 yang menunjukkan penurunan

kinerja dalam jangka panjang. Kesenjangan informasi antara perusahaan dengan calon investor pada saat IPO mempertinggi probabilitas bagi perusahaan untuk menentukan manajemen laba dan tidak terdeteksi oleh pasar. Aharonney et al (1993) membuktikan bahwa tingkat manajemen laba saat IPO pada perusahaan kecil relatif lebih tinggi dari padaperusahaan yang besar. Hal ini disebabkan adanya keterbatasan informasi yang tersedia pada perusahaan kecil yang melakukan IPO daripada perusahaan besar karena sebelum IPO perusahaan besar sudah dikenal publik. Friedlan (1994) melakukan penelitian terhadap manajemen laba dengan menghitung rata-rata *discretionary accrual*. Hasilnya menunjukkan bahwa rata-rata *discretionary accrual* lebih tinggi menjelang IPO. Hal yang sama juga ditemukan oleh Teoh, et al.(1998) yang menyatakan bahwa *discretionary accrual* di seputar IPO lebih tinggi untuk perusahaan yang sedang melakukan IPO daripada perusahaan yang tidak sedang melakukan IPO (*non issuer*).

Persyaratan utama untuk melakukan *go public* adalah mendapatkan pernyataan efektif dari Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam). Seluruh informasi mengenai perusahaan harus disampaikan kepada Bapepam dan berbagai dokumen perusahaan akan diperiksa. Selain pernyataan efektif dari Bapepam, perusahaan yang bermaksud mencatatkan sahamnya di Bursa Efek harus memenuhi persyaratanpersyaratan yang ditetapkan oleh Bursa Efek tersebut. Penetapan harga saham perdana pada IPO atau saat *go public* sangat sulit, karena tidak ada harga pasar sebelumnya yang dapat diobservasi untuk dipakai sebagai penetapan penawaran. Selain itu kebanyakan dari perusahaan yang akan *go public* mempunyai sedikit atau malahan tidak ada pengalaman terhadap penetapan harga ini. Sebenarnya sebuah perusahaan yang ingin *go public* harus berhubungan dengan *underwriter* atau penjamin emisi. Di sini terjadi penentuan harga saham yang ditetapkan bersama antara perusahaan (emiten) bersama pihak penjamin (*underwriter*). Surat Keputusan (SK) Ketua Bapepam No. Kep 01/PM/1988 pasal 11 menyatakan penjamin emisi (*underwriter*) ikut berperan dalam penetapan harga saham di pasar perdana.

Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang tersebut, maka yang menjadi rumusan masalah pada penelitian ini adalah apakah dalam jangka panjang kinerja saham mengalami *underperformance* dan apakah ada perbedaan tingkat *underperform* antara perusahaan besar dan perusahaan kecil pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta.

Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris bahwa jangka panjang kinerja saham mengalami *underperformance* dan untuk membuktikan adanya perbedaan tingkat *underperform* antara perusahaan besar dan perusahaan kecil pada perusahaan yang melakukan IPO di Pasar Modal Indonesia.

Hipotesis

H1: Dalam jangka panjang kinerja – kinerja saham perusahaan IPO di pasar modal Indonesia mengalami *underperformance*.

H2: Terdapat perbedaan tingkat *underperform* antara perusahaan besar dan perusahaan kecil yang melakukan IPO di Pasar Modal Indonesia.

Tinjauan Pustaka

Pasar Modal Indonesia

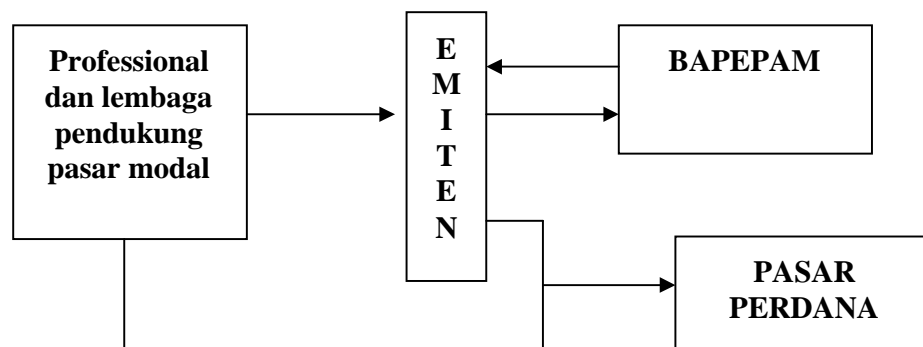
Pasar modal merupakan sarana pembentuk modal dan akumulasi dana yang diarahkan, untuk meningkatkan partisipasi masyarakat dalam pengerahan dana guna menunjang pembiayaan pembangunan nasional. Definisi secara luas dari pasar modal adalah kebutuhan sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk bank-bank komersial dan semua perantara di bidang keuangan serta surat-surat kertas berharga/klaim jangka panjang dan jangka pendek, primer dan yang tidak langsung. Peranan pasar modal pada suatu negara dapat dilihat dari berbagai segi, yaitu:

1. Sebagai fasilitas melakukan interaksi antara pembeli dengan penjual untuk menentukan harga saham atau surat berharga yang diperjual-belikan. Ditinjau dari segi lain, pasar modal memberikan kemudahan dalam melakukan transaksi sehingga kedua belah pihak dapat melakukan transaksi tanpa melalui tatap muka.
2. Pasar modal memberi kesempatan kepada para pemodal untuk menentukan hasil (*return*) yang diharapkan. Keadaan tersebut akan mendorong perusahaan untuk memenuhi keinginan para pemodal. Tingkat kepuasan hasil yang diharapkan akan menentukan bagaimana pemodal menanam dananya dalam surat berharga atau sekuritas dan tingkat harga sekuritas di pasar modal mencerminkan kondisi perusahaan.
3. Pasar modal memberikan kesempatan kepada para investor untuk menjual kembali saham yang dimilikinya atau surat berharga lainnya. Dengan beroperasinya pasar modal para investor dapat melikuidasi surat berharga yang dimiliki tersebut pada setiap saat.
4. Pasar modal menciptakan kesempatan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam perkembangan suatu perekonomian. Masyarakat yang berpenghasilan kecil mempunyai kesempatan untuk mempertimbangkan alternatif cara penggunaan uang mereka.
5. Pasar modal mengurangi biaya informasi dan transaksi surat berharga. Bagi para pemodal keputusan investasi harus didasarkan pada tersedianya informasi yang akurat dan dapat dipercaya.

Initial Public Offering

Initial Public Offering (IPO) merupakan penawaran saham perusahaan untuk pertama kalinya (Jogiyanto, 2003), dan dilaksanakan dipasar primer, selanjutnya saham-saham tersebut akan diperjualbelikan di pasar bursa efek atau disebut pasar sekunder.

Gambar 1. Proses Initial Public Offering



Sumber : Jakarta Stock Exchange, Fact Book 1996 (dalam Harianto, 1998: 44) Keterangan :

1. Professional dan lembaga pendukung pasar modal membantu emiten menyiapkan dokumen penawaran publik.
2. Emiten menyerahkan pernyataan pendaftaran kepada BAPEPAM.
3. Pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif oleh BAPEPAM.
4. Emiten dan lembaga profesional pendukung melakukan penawaran publik di pasar modal.

Keputusan untuk *going public* atau tetap menjadi perusahaan privat merupakan keputusan yang harus dipikirkan masak-masak. Jika perusahaan memutuskan untuk *going public* dan melemparkan sahamnya ke publik (*initial public offering*), isu utama yang muncul adalah tipe saham apa yang akan dikeluarkan, berapa harga yang harus ditawarkan untuk selebar sahamnya, dan kapan waktu pelaksanaan yang tepat. Umumnya perusahaan menyerahkan permasalahan yang berhubungan dengan IPO ke banker investasi yang mempunyai keahlian dalam penjualan sekuritas. Penjualan saham baru perusahaan yang melibatkan banker investasi ini dijual dipasar pimer. Perusahaan melakukan *going public* karena adanya keinginan untuk menaikan modal perusahaan serta menciptakan suatu pasar publik dimana yang berkepentingan bisa mengkonversi saham

sebagai kekayaan mereka kedalam bentuk tunai dengan segera pada suatu ketika dimasa depan. Sedangkan pertimbangan *non financial* adalah untuk meningkatkan publikasi yang memainkan peran pelengkap bagi kebanyakan perusahaan Proses pembelian sekuritas oleh banker investasi yang nantinya akan dijual kembali ke publik disebut dengan *underwriting*.

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

Manajemen Laba

Menurut Healy dan Wahlen (1999), salah satu motivasi yang mendasarinya manajemen laba pada suatu perusahaan adalah adanya motivasi pasar modal, motivasi ini banyak disebabkan oleh adanya anggapan umum bahwa angka-angka akuntansi khususnya laba merupakan salah satu sumber informasi penting yang digunakan oleh investor dalam menilai harga saham. Karena alasan ini maka tidak heran ada sebagian manajer yang berusaha untuk membuat laporan keuangan perusahaannya terlihat baik dengan maksud untuk mempengaruhi kinerja harga saham dalam jangka pendek.

Tingkat Keuntungan (Return)

Tinic (1998) mencatat bahwa saham-saham IPO memberikan abnormal return positif yang tinggi dalam jangka pendek pasca IPO. Yang dimaksud dengan jangka pendek tersebut adalah waktu dari pembelian saham di pasar perdana sampai dengan periode awal saham-saham IPO tersebut diperdagangkan di pasar sekunder. Sebagian besar peneliti menyimpulkan bahwa kinerja saham IPO memberikan return positif apabila dilakukan pada penawaran perdana dan menjual kembali pada awal perdagangan dipasar sekunder, karena harga saham pada penawaran perdana dibawah harga intrinsiknya (*underpriced*).

Firm Size (Ukuran Perusahaan)

Dipasar riil ada beberapa cara untuk mengelompokan perusahaanperusahaan. Ada pengelompokan yang didasarkan pada jenis industri, ukuran perusahaan dan lain-lain. Pengelompokan perusahaan berdasarkan ukuran perusahaan, yaitu perusahaan besar dan kecil dapat dilihat dari berbagai cara antara lain dengan *market value* (kapitalisasi pasar) dimana kapitalisasi ini diperoleh dengan cara mengalikan jumlah saham beredar dengan harga saham pada akhir tahun sebelumnya atau berdasarkan pada total asetnya (Machfoedz, 1994). Salah satu faktor *fundamental* dari perusahaan adalah besarnya total aset, faktor ukuran perusahaan ini turut menggambarkan kemungkinan kemampuan perusahaan dalam menjalankan bisnisnya.

Metode Penelitian Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO pada periode Januari 2000 sampai dengan Desember 2003. Tahun terakhir pengamatan adalah 2003 karena untuk keperluan penelitian ini dibutuhkan laporan keuangan dua tahun sebelum dan dua tahun setelah IPO. Jika tahun pengamatan adalah 2003 maka data laporan keuangan yang dibutuhkan adalah tahun 2001, 2002, 2004, dan 2005.

Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel secara tidak acak yang disesuaikan dengan tujuan atau target tertentu, seperti:

1. memiliki laporan keuangan dua tahun sebelum dan sesudah IPO.
2. harga saham pada saat penawaran perdana diketahui.
3. data harga saham bulanan dan indeks harga saham gabungan (IHSG) pada saat penutupan diketahui.

Sumber Data

Metode pengumpulan data dicari melalui berbagai sumber baik majalah ataupun melalui jaringan internet mengenai masalah yang akan diteliti. Data ini merupakan data-data yang termasuk dalam kriteria sampel dari awal tahun 2000 sampai akhir tahun 2005 juga melalui berbagai literatur akademik dan bukubuku yang menunjang sebagai dasar acuan.

Tabel 3.1 Data Perusahaan IPO tahun 2000 sampai dengan 2003

NO	NAMA PERUSAHAAN	Tanggal Listing	NO	NAMA PERUSAHAAN	Tanggal Listing
1	PT Alfa Retailindo Tbk	18/01/2000	35	PT Akbar Indo Makmur Stimec Tb	20/07/2001
2	PT Trimegah Securities Tbk	31/01/2000	36	PT Karka Yasa Profilia Tbk.	20/07/2001
3	PT Tunas Baru Lampung Tbk.	14/02/2000	37	PT Pyridam Farma Tbk.	16/10/2001
4	PT Dharma Samudra Fishing Indu	24/03/2000	38	PT Roda Panggon Harapan Tbk	22/10/2001
5	PT Surya Intrindo Makmur Tbk.	28/03/2000	39	PT Centrin Online Tbk	01/11/2001
6	PT Bank Mega Tbk.	17/04/2000	40	PT Infoasia Teknologi Global T	15/11/2001
7	PT Asiaplast Industries Tbk.	26/04/2000	41	PT Central Korporindo Tbk.	21/11/2001
8	PT Bank Central Asia Tbk	31/05/2000	42	PT Limas Centric Indonesia Tbk	28/12/2001
9	PT Panin Securities Tbk.	31/05/2000	43	PT Fortune Indonesia Tbk.	17/01/2002
10	PT Fortune Mate Indonesia Tbk.	30/06/2000	44	PT Anta Express Tour & Travel	18/01/2002
11	PT Summitplast Tbk	03/07/2000	45	PT Fishindo Kusuma Sejahtera T	18/01/2002
12	PT Bank Buana Tbk.	28/07/2000	46	PT Cipta Panelutama Tbk.	20/03/2002
13	PT Jaka Arta Graha	02/08/2000	47	PT Abdi Bangsa Tbk.	03/04/2002
14	PT Bank Artha Niaga Kencana Tb	02/11/2000	48	PT Jasuindo Tiga Perkasa Tbk.	16/04/2002
15	PT Rimo Catur Lestari Tbk.	10/11/2000	49	PT Anugrah Tambak Perkasindo T	17/04/2002
16	PT Dyvlacom Intrabumi Tbk	14/12/2000	50	PT United Capital Indonesia Tb	18/04/2002
17	PT Gowa Makassar Tourism Dev.	14/12/2000	51	PT Sugi Samapersada Tbk.	19/06/2002
18	PT Adhi Candra Automotive P Tb	15/12/2000	52	PT Kresna Graha Sekurindo Tbk	28/06/2002
19	PT Tempo Inti Media Tbk.	08/01/2001	53	PT Apexindo Pratama Duta Tbk	10/07/2002
20	PT Bank Nusantara Parahyanga	10/01/2001	54	PT Bank Bumiputera Indonesia T	15/07/2002
21	PT Plastpack Prima Industri Tb	16/03/2001	55	PT Surya Citra Media Tbk	16/07/2002
22	PT Indofarma Tbk.	17/04/2001	56	PT Gema Grahasarana Tbk.	12/08/2002
23	PT Bhakti Capital Indonesia Tb	11/06/2001	57	PT Inti Indah Karya Plasindo T	14/10/2002
24	PT Delta Dunia Petroindo Tbk	15/06/2001	58	PT Arthavest Tbk.	05/11/2002
25	PT Wahana Phonix Mandiri Tbk.	22/06/2001	59	PT Bank Kesawan Tbk.	21/11/2002
26	PT Kimia Farma Tbk.	04/07/2001	60	PT Trust Finance Indonesia Tbk	28/11/2002
27	PT Danasupra Era Pasific Tbk.	06/07/2001	61	PT Pacific Capital Tbk	20/12/2002
28	PT Asia Kapitalindo Securities	13/07/2001	62	PT Tambang Batubara Bukit Asam	23/12/2002
29	PT Bank Eksekutif Internasiona	13/07/2001	63	PT Arona Binasejati Tbk.	30/04/2003
30	PT Arwana Citramulia Tbk	17/07/2001	64	PT Pelayaran Tempuran Emas Tbk	09/07/2003
31	PT Lapindo Packaging Tbk.	17/07/2001	65	PT Bank Mandiri Tbk	14/07/2003

32	PT Betonjaya Manunggal Tbk.	18/07/2001	66	PT Bank Rakyat Indonesia Tbk	10/11/2003
33	PT Lamicitra Nusantara Tbk.	18/07/2001	67	PT Perusahaan Gas Negara Tb	15/12/2003
34	PT Metamedia Technologies Tbk	18/07/2001	68	PT Asuransi Jasa Tania Tbk.	29/12/2003

Model Penelitian

Model penelitian yang digunakan yaitu teknik analisis yang digunakan untuk pengujian hipotesis pertama dalam penelitian ini dengan menggunakan *one sample t test*. Pengujian ini digunakan untuk membuktikan dugaan bahwa dalam jangka panjang telah terjadi *underperform* pada perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia dan *paired sample t-test* sehingga didapat perbedaan yang signifikan untuk membuktikan adanya indikasi manajemen laba. Teknik ini digunakan untuk menguji apakah dua sampel yang berpasangan mempunyai rata-rata yang secara nyata berbeda. Sampel berpasangan (*paired sample*) adalah sebuah sampel dengan subyek yang sama namun mengalami dua perlakuan atau pengukuran yang berbeda (Santoso, 2001). Pada hipotesis kedua menggunakan uji t dengan *independent sample t test* sebagai alat analisis untuk mengetahui adanya perbedaan kinerja saham perusahaan besar dan kecil yang melakukan IPO di Pasar Modal Indonesia, uji ini dilakukan untuk menguji antara dua sampel yang independent. Pengujian normalitas data dilakukan untuk mengetahui apakah data terdistribusi normal. Dalam penelitian ini, pengujian normalitas data dilakukan dengan menggunakan *kolmogorov-smirnov*. Data terdistribusi normal apabila nilai *kolmogorov-smirnov* hitung < *kolmogorov-smirnov* tabel

Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini *abnormal return* digunakan sebagai alat ukur kinerja saham baik periode jangka pendek (3 bulan) ataupun jangka panjang (24 bulan) berdasarkan harga perdana. Adapun langkah-langkahnya sebagai berikut:

a. menghitung return saham setiap periode

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

Pio Keterangan:

Rit = Return Saham

Pit = Harga saham pada saat t

Pi0 = Harga saham saat penawaran

b. menghitung return pasar setiap periode

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

Pm0 Keterangan:

Rmt = Return indeks pasar

Pmt = Nilai indeks pasar pada saat t

Pm0 = Nilai indeks pasar saat penawaran

c. penyimpulan kriteria kinerja saham dengan ketentuan:

$$MAAR_{it} = \frac{(1 + Rit)}{(1 + Rmt)} - 1 \times 100\%$$

- *return abnormal* > 0, kinerja *outperformed* - *return abnormal* < 0, kinerja *underperform* Untuk menginterpretasikan *total return* secara kelompok (*group*) setiap periode, dihitung *wealth relative* (WR) sebagai pengukur kinerja. Rumus yang digunakan adalah :

$$WR = \frac{1 + (1/n) \sum_{i=1}^N}{1 + (1/N) \sum_{i=1}^N}$$

Kriteria pengukuran yang digunakan adalah :

- WR > 1, menunjukkan kinerja yang *outperformed*
- WR < 1, menunjukkan kinerja yang *underperformed*

d. Ukuran Perusahaan perusahaan-perusahaan sampel termasuk dalam perusahaan besar dan kecil selama periode 2000 sampai 2003. adapun ukuran perusahaan (*size*) sampel didasarkan pada total asetnya.

Hasil Penelitian Deskriptif Statistik

Berdasarkan table deskriptif statistik untuk hipotesis pertama dapat diketahui besarnya nilai rata-rata, standar deviasi, standar error, nilai maksimum dan nilai minimum pada periode Jangka Pendek. Nilai mean pada periode Jangka Pendek (3 bulan) sebesar 67,82 menunjukkan bahwa apabila investor membeli saham pada penawaran perdana dan menyimpan selama 3 bulan, maka ia akan mendapatkan rata-rata abnormal return sebesar 67,82%.

Tabel 1
Mean, Deviasi Standar, Standar Error, Nilai Maksimum dan Nilai Minimum AR

Periode (Bulan)	N	Mean	Standar Deviasi	Standar Error	Nilai Maksimum	Nilai Minimum
1	68	68,82	112,64	13,66	481,5	-77,8
2	68	68,89	112,58	13,65	481,5	-77,8
3	68	67,82	115,98	14,06	518	-78
4	68	66,33	108,22	13,12	423,3	-78,7
5	68	59,24	104,10	12,62	416,9	-80,4
6	68	-16,96	64,06	77,69	176,5	-97,9

Standar deviasi pada periode 3 bulan menunjukkan besarnya resiko yang harus ditanggung oleh investor pada penawaran perdana dan menyimpannya selama 3 bulan, yaitu sebesar 115,98 %, standar eror menunjukkan penyimpangan *Abnormal Return* dari rata-ratanya, semakin besar nilai standar error maka semakin besar penyimpangan *Abnormal Return* dari rata-ratanya.

Nilai maksimum pada periode 3 bulan menunjukkan angka 518. Berarti bahwa *Abnormal Return* tertinggi yang dapat dicapai oleh investor yang membeli saham pada penawaran perdana dan menyimpannya selama 3 bulan adalah 518%. Nilai minimum pada periode 3 bulan sebesar -78 menunjukkan bahwa kerugian

terbesar mungkin ditanggung oleh investor yang membeli saham pada penawaran perdana dan menyimpannya selama 3 bulan adalah 78%.

Kinerja Jangka Pendek dan Jangka Panjang.

Hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini adalah dalam jangka panjang kinerja saham di pasar modal Indonesia mengalami *underperform* (terdapat penurunan kinerja yang diukur dengan *abnormal return*). Untuk menguji hipotesis tersebut terlebih dahulu menggunakan uji statistik *one sample t-test*. Uji ini digunakan untuk menguji apakah ada perbedaan rata-rata dari satu sample.

Tabel 2

Kinerja saham setelah IPO

Periode (Bulan)	N	MEAN	Standar Deviasi	T-Hitung	WR	Sig
1	68	68,82	112,64	5,038	1,93	0,000
2	68	68,89	112,58	5,046	1,64	0,000
3	68	67,82	115,8	4,822	1,69	0,000
6	68	66,33	108,22	5,054	1,60	0,000
12	68	59,24	10,10	4,693	1,99	0,000
24	68	-16,96	64,06	-2,184	-3,23	0,032

Sumber : Data sekunder diolah

Dari uji statistik dapat diketahui bahwa rata-rata *Abnormal Return* dari 68 perusahaan dalam Jangka Pendek (3 bulan) adalah positif 67,82. Sedangkan Jangka Panjang (24 Bulan) adalah negative (16,96). Dalam Jangka Pendek pada bulan ketiga rata-rata *Abnormal Return* mencapai 67,82% dan mengalami penurunan pada periode jangka panjang, rata-rata *abnormal return* menjadi negative (16,96%). Nilai *Wealth Relative* menunjukkan besarnya rata-rata *Abnormal Return* secara kelompok dari 68 perusahaan yang melakukan IPO. Dari perhitungan *Wealth Relative* untuk periode 24 bulan menunjukkan angka -3,23 yang berarti bahwa kinerja saham jangka panjang *Underperform*, karena nilai $WR < 1$.

Berdasarkan uji *t* diperoleh hasil bahwa kinerja jangka panjang *underperformed*. Hal ini dapat dilihat pada nilai *t* hitung (-4,822) lebih kecil daripada *t* tabel (-2,000) dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Dengan demikian hipotesis dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa kinerja saham jangka panjang mengalami *underperformed* didukung oleh fakta empiris.

Perbedaan Kinerja Saham Jangka Pendek dan Jangka Panjang.

Untuk membuktikan adanya indikasi manajemen laba, maka ada perbedaan yang signifikan antara kinerja saham jangka pendek dan jangka panjang pada perusahaan yang IPO di Indonesia dengan menggunakan uji statistik *paired sample test*. Uji tersebut digunakan untuk menguji perbedaan antara rata-rata *abnormal return* jangka pendek (3 bulan) dan rata-rata *abnormal return* jangka panjang (24 bulan). Hasil pengujian dengan *paired sample t-test* terhadap 68 perusahaan. Tabel 3

Perbedaan kinerja saham

	3 Bulan	24 Bulan	T - Hitung	Sig
Mean (%)	67,82	-16,96	6,011	0,000
Standar Deviasi	64,05	116,32		
N	68	68		

Sumber : Data sekunder yang diolah

Berdasarkan tabel tersebut dapat diketahui perbedaan rata-rata dan standar deviasi antara kinerja jangka pendek (3 bulan) dan kinerja jangka panjang (24 bulan). Pada tabel tersebut dapat dilihat bahwa nilai signifikansi adalah 0,000. Ini membuktikan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja jangka

pendek (3 bulan) dan kinerja jangka panjang (24 bulan). Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa ada perbedaan antara kinerja jangka pendek dan kinerja jangka panjang pada surat berharga yang dibeli pada harga perdana. Dengan demikian terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja jangka pendek dan kinerja jangka panjang pada perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia.

Perbedaan Kinerja Berdasarkan *Firm Size*

Untuk hipotesis ke dua perbedaan *firm size* dibedakan atas ukuran total asset diperoleh 22 sampel untuk perusahaan besar dan 22 perusahaan kecil, berdasarkan hasil uji dengan menggunakan *independent sample t test* terdapat ringkasan grup statistic dari sample, untuk *abnormal return* dalam jangka panjang 24 bulan untuk perusahaan besar mempunyai rata-rata AR $-0,1758$ yang tidak jauh berbeda dengan perusahaan yang mempunyai *size* kecil yaitu $-0,1743$ sedangkan untuk kinerja jangka pendek AR 3 bulan pada perusahaan besar terdapat rata-rata $0,5192$ yang tidak jauh berbeda dengan kinerja jangka panjang sebesar $0,9186$.

Table 4
Kinerja dan Ukuran Perusahaan

Perusahaan	N	Mean	Standar Deviasi	Standar Error
AR 3 BLN kecil	22	0,9186	1,32888	0,28332
besar	22	0,5192	1,30596	0,27843
AR 24 BLN kecil	22	-0,1743	0,75419	0,16079
besar	22	-0,1758	0,57593	0,12279

- a. Kinerja Jangka Pendek (*Abnormal Return* 3 bulan)
Terlihat bahwa F hitung untuk kinerja jangka pendek adalah 0,530 dengan probabilitas 0,470 oleh karena probabilitas $> 0,05$ maka hipotesis kedua yang menyatakan ada perbedaan kinerja pada perusahaan besar dan perusahaan kecil ditolak.
- b. Kinerja Jangka Panjang (*Abnormal return* 24 bulan)
Terlihat bahwa F hitung untuk *abnormal return* jangka panjang adalah 1,492 dengan probabilitas 0,029 karena probabilitas $> 0,05$ maka hipotesis yang diajukan tidak terbukti yaitu tidak terdapat perbedaan rata-rata kinerja antara perusahaan besar dan perusahaan kecil.

Kesimpulan

1. Jumlah perusahaan yang melakukan IPO pada periode 2000 sampai dengan 2003 sebanyak 75 perusahaan. Setelah dilakukan pemilihan sampel dengan teknik *purposive sampling*, diperoleh sampel sebanyak 68 perusahaan yang dianalisis dalam penelitian ini.
2. Hasil analisis dengan metode *one-sample t-test* didapat perbedaan pada periode Jangka Pendek (3 bulan) rata-rata *abnormal return* sebesar 67,82 dan standar deviasi 115,98 dengan kinerja saham jangka panjang dimana terdapat rata-rata *abnormal return* sebesar -16,96 dengan standar deviasi 64,06 bahwa ada fenomena *underpricing* dalam jangka pendek. Dengan metode *one-sample t-test* terhadap kinerja saham jangka panjang menunjukkan bahwa kinerja saham jangka panjang mengalami *underperformed*. Hal itu terbukti dari nilai t hitung lebih kecil dari nilai t tabel ($-2,184 < -2,000$) signifikansi kurang dari 0,05. Dengan demikian hipotesis dalam penelitian ini didukung oleh fakta empiris.
3. Hasil analisis dengan metode *paired sample t-test* terhadap kinerja jangka pendek (3 bulan) dan jangka panjang (24 bulan) menunjukkan bahwa terdapat perbedaan signifikan antara kinerja saham jangka pendek dan jangka panjang pada perusahaan yang IPO di Indonesia. Hal itu terbukti dari nilai t hitung ($6,011 > t$ tabel (2,000) serta nilai signifikansi = 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja jangka pendek positif dan pada jangka panjang adalah negatif.

4. Kinerja jangka panjang yang *underperformed* (mengalami penurunan) disebabkan karena sebagian besar perusahaan memang memiliki kinerja buruk yang tercermin pada nilai *return abnormal* yang negatif. Hasil ini memperkuat dugaan bahwa perusahaan yang melakukan IPO di Pasar Modal Indonesia melakukan manajemen laba.
5. Perbedaan signifikan antara kinerja jangka pendek dan jangka panjang disebabkan karena fenomena *underpricing* dalam jangka pendek dan penurunan kinerja sebagian besar perusahaan dalam jangka panjang serta kondisi perekonomian negara kita yang masih dalam *recovery* dimana dipengaruhi antara lain oleh inflasi, mahal murahnya harga saham dan perilaku investor.
6. Penilaian tentang *size firm* didapat masing-masing 22 sampel untuk perusahaan besar dan kecil, dilihat dari uji F tidak ada perbedaan kinerja rata-rata yang tercermin dari nilai *abnormal return* pada perusahaan besar maupun perusahaan kecil. Berdasarkan hasil uji dengan menggunakan *independent sample t test* terdapat ringkasan grup statistik dari sample, untuk *abnormal return* dalam jangka panjang 24 bulan untuk perusahaan besar mempunyai rata-rata AR -0,1758 yang tidak jauh berbeda dengan perusahaan yang mempunyai *size* kecil yaitu -0,1743 sedangkan untuk kinerja jangka pendek AR 3 bulan pada perusahaan besar terdapat rata-rata 0,5192 yang tidak jauh berbeda dengan kinerja jangka panjang sebesar 0,9186.

Keterbatasan

1. Periode pengamatan yang relatif pendek (3 tahun), yaitu periode 2000 sampai dengan 2003 sehingga diperoleh sampel dalam jumlah yang relatif kecil sehingga tidak bisa digeneralisir dalam hal pengukuran perusahaan.
2. Dalam penelitian ini digunakan data harga saham dan indeks harga saham gabungan (IHSG) bulanan saat penutupan (*closing price*), sehingga tidak mencerminkan nilai *abnormal return* yang sebenarnya.
3. Penelitian ini tidak membuktikan lebih jauh tentang adanya dugaan manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang akan melakukan IPO di Pasar Modal Indonesia.
4. Penggolongan ukuran perusahaan tidak membuktikan adanya perbedaan kinerja perusahaan yang melakukan IPO di Pasar Modal Indonesia.

Saran

1. Sebaiknya peneliti yang akan datang menggunakan data harga saham dan indeks harga saham gabungan (IHSG) harian sesuai dengan tanggal IPO dan dicari periode pengamatan yang tingkat inflasinya tidak terlalu tinggi untuk menghindari dampak negatif yang mungkin ada dari hasil penelitian ini.
2. Sebaiknya peneliti selanjutnya juga membuktikan kemungkinan adanya kecenderungan perusahaan melakukan manajemen laba (*earning management*) sebelum melakukan IPO dengan metode lain yang berdampak pada kinerja jangka panjang.
3. Sebaiknya penggolongan ukuran perusahaan tidak hanya diukur dengan besarnya total asset sehingga penelitian selanjutnya perlu dikembangkan dengan variable ukuran lain seperti nilai pasar ekuitas dan total penjual.

Daftar Pustaka

- Ahmad, Kamarudin**, (1996), *Dasar-dasar Manajemen Investasi*, Rineka Cipta, Jakarta.
- Aggarwal, et al.** (1993), *The After Market of Initial Public Offerings in Latin America*, Financial Management, (hal 42-53).
- Aharoney, Joseph, Chan-Jane, Lin, Martin Ploeb.** (1993), *Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earning Management*, Contemporary Accounting Research, (hal 61-81).
- Banz, Rolf W.** (1981), *The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock*, Journal of Financial Economics, pp 3-18.

- Friedlan, JM**, (1994) *Accounting Choice of Issuer of Initial Public Offering*, Contemporary Accounting Research (hal 1-31).
- Gumanti, Tatang Ary**, (2003), *Motivasi Dibalik Earning Management*, Usahawan No. 12 Th XXXII, Desember.
- Husnan, S**, (1991), *Pasar Modal Indonesia Efisienkah? Pengamatan selama tahun 1990* “Manajemen dan Usahawan Indonesia”. Tahun XX No. 6.
- Hariyanto**, (1998), *Perangkat dan Teknik Analisa Investasi di Pasar Modal Indonesia*, PT. BEJ, Jakarta.
- Healy, p dan Wahlen JM**, (1999), *A Review of The Earning Management Literature and its Implication for Standard Setting*, Accounting Horizons, (hal 365-383).
- Herrera,MJ and Lockwood**. (1994), *The Size Effect The Mexican Stock Market*, Journal of Banking and Finance. Pp. 621-632.
- Indarti, MG Kentris, Kartika, Andi, Yohanes**, (2004), *Analisis Perbedaan Kinerja Saham Jangka Pendek dan Jangka Panjang Pada Perusahaan Yang Melakukan IPO di Pasar Modal Indonesia*, Jurnal Bisnis dan Ekonomi Vol 11 No 1 Maret (hal 86-94).
- Ibbotson, R.G, Sinderlar,J. L , Ritter, J. R.** (1988), *Initial Public Offering*. Journal of Applied Corporate Finance, no. 2.
- Ibbotson, R.G.** (1975), *Price Performance of Common Stock New Issues*. *Journal of Financial Economics*, no.2.
- Jain, Kini** (1994), *The Post Issues Operating Performance of Initial Public Opaerating Firms*, Journal of Finance XLIX (5)
- Jogiyanto**, (2003), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi 3, BPFE, Yogyakarta.
- Manurung, A Hamyas, Supriyono, Gatot**, (2006), *Hubungan Antara Imbal Hasil IPO dan Faktorfaktor Ynang Mempengaruhi Kinerja IPO di BEJ*, Usahawan, No, 3 Th XXXV, Maret.
- Manurung, A Hadler, Permana, P Nala**(2005), *Gejala Overreaction pada Saham dalam Perhitungan Indeks LQ 45*, Usahawan No. 09 Th XXXIV, September.
- Machfoedz, Mas’ud** (1994), *Financial Ratio Analysis and Prediction of Earning Changes in Indonesia*, KELOLA no 7/III/1994, p 114-137.
- Prastiwi dan Kusuma**, (2001), *analisis Kinerja Surat Berharga Setelah Penawaran Perdana (IPO) di Indonesia*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, vol 16 no.2 (hal 177-187).
- Susilo, Dwi, Djiwanto, Teguh, Jaryono**, (2004), *Dampak Publikasi Laporan Keuangan Terhadap Perilaku Return Saham di BEJ*, SMART Vol 2 No 2 Mei (hal 97-110).
- Saiful**,(2002), *Manajemen Laba dan IPO di Bursa Efek Jakarta*. Simposium Nasional Akuntansi V September
- Sunariyah**, (2003), *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, Edisi 3, UPP AMP YKPN.
- Singgih, Santoso**, (2001), *Mengolah Data Statistik Secara Profesional*, PT Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Tandelilin**, (2001), *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, BPFE, Yogyakarta.
- Tinic, S. M.** (1988), *Anatomy of Initial Public Offering of Common Stock*. Journal of Finance, no.43. **Teoh et al**, (1998), *Earning Management and The Under Performance of Seasoned Equity Offering*, Journal of Financial Economics, no 50.