

ANALISIS PERBEDAAN FENOMENA *SHORT-TERM UNDERPRICING* DAN *LONG-TERM UNDERPERFORMANCE* PADA SAHAM PERUSAHAAN BUMN DAN BUMS YANG MELAKUKAN IPO DI BEI TAHUN 2000--2010

Indira Rully Widhawati
L. Yunia Panjaitan

ABSTRAK

The research is intended to analyze short term underpricing and long term underperformance on state and private company shares. Samples used are 11 state company share and 97 private sector share which experienced short term underpricing with average first day return method plus 7 state company shares and 91 state company shares which had long term underperformance using 3 years buy and hold method and wealth relative. By using different test non parametric Mann-Whitney U is concluded that private sectors shares has higher underpricing level which give benefit to short term investor. While State company shares has better performance on long term with WR level reaching 1 compared to private sector shares.

Key Words : *underpricing*, *underperformance*, BUMN, BUMS, *Initial Public Offering (IPO)*, stocks

1. PENDAHULUAN

Melalui pasar modal, sebuah perusahaan dapat melakukan penawaran umum efek untuk menghimpun dana dari masyarakat umum (*investor*) sebagai salah satu sumber dana bagi tambahan modal perusahaan tersebut. Langkah utama yang dilakukan perusahaan atau emiten untuk melakukan penawaran umum efek di pasar modal adalah melalui Penawaran Umum Perdana atau *Initial Public Offering (IPO)*.

Pada saat melakukan IPO di pasar perdana, emiten bekerja sama dengan *underwriter* dalam menentukan harga penawaran saham untuk pertama kalinya. Namun, penetapan harga penawaran saham tersebut dapat mengalami *overpricing* atau *underpricing*. Sejumlah studi telah menghasilkan beberapa temuan terkait hal ini. Salah satunya diungkapkan Ritter (1991) bahwa harga saham penawaran perdana akan cenderung mengalami *underpricing* yang ditandai dengan *return* yang positif.

Fenomena lain, selain *underpricing* pada jangka pendek, yang mungkin terjadi adalah penurunan kinerja (*underperformed*) pada kinerja jangka panjang saham IPO. Ritter (1991) mengungkapkan bahwa fenomena *underpricing* pada jangka pendek akan diikuti dengan fenomena lainnya, yaitu *undeperformance* pada jangka panjang. Hal itu diindikasikan dengan kinerja saham IPO yang berada di bawah kinerja pasar.

Kedua fenomena tersebut, yaitu fenomena *underpricing* dan *underperformance*, juga mungkin terjadi pada saham-saham perusahaan di Indonesia yang terdaftar pada pasar modal. Perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada pasar modal terdiri atas Badan Usaha Milik Swasta (BUMS) dan Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Hal itu sejalan dengan apa yang diungkapkan Husnan (2003) mengenai pasar modal bahwa pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan atau sekuritas jangka panjang yang dapat diperjualbelikan dalam bentuk utang atau modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah maupun perusahaan swasta.

Penelitian mengenai fenomena *underpricing* dan *underperformance* jika dilihat berdasarkan perbedaan struktur kepemilikan perusahaannya telah terlebih dahulu dilakukan di Portugal oleh Duque dan Almeida (2000) dalam jurnalnya yang berjudul *Ownership Structure and Initial Public Offering in Small Economies-the Case of Portugal*. Dalam penelitian tersebut ditemukan bahwa saham perusahaan milik negara yang melakukan IPO lebih menguntungkan untuk investasi jangka pendek dibandingkan dengan pada saham perusahaan swasta. Untuk jangka panjang, penelitian ini menemukan bahwa ada perbedaan *underperformance* yang signifikan antara saham perusahaan milik negara dan milik swasta: saham perusahaan milik swasta memiliki kecenderungan performa yang lebih baik daripada saham perusahaan milik negara. Berdasar pada latar belakang masalah di atas, menarik bagi peneliti untuk menggali lebih dalam mengenai fenomena *short-term underpricing* dan *long-term underperformance* pada saham IPO di Indonesia. Dalam penelitian ini, dititikberatkan pada kedua fenomena IPO di atas ditinjau dari struktur kepemilikan perusahaan (BUMN dan BUMS) dan melihat apakah terdapat perbedaan signifikan di antara keduanya. Secara lebih spesifik, diamati lebih lanjut perbedaan fenomena *short-term underpricing* dan *long term underperformance* pada perusahaan BUMN dan BUMS yang melakukan IPO pada tahun 2000--2010.

Berdasarkan latar belakang di atas, penelitian ini ditujukan untuk mengetahui (a) apakah terdapat perbedaan fenomena *short-term underpricing* pada saham perusahaan BUMN dan BUMS yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2000--2010 secara signifikan dan (b) apakah terdapat perbedaan fenomena *long-term underperformance* pada saham perusahaan BUMN dan BUMS yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2000--2010 secara signifikan.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat kepada berbagai pihak. Hasil penelitian ini diharapkan mampu memberikan tambahan informasi bagi investor agar mampu menjadi bahan pertimbangan dalam pembuatan putusan investasi yang akan dilakukan, sehingga investor tidak keliru dalam mengalokasikan dananya. Hasil penelitian ini diharapkan juga mampu untuk memberikan tambahan informasi mengenai anomali IPO yang mungkin terjadi, sehingga diharapkan mampu memberikan tambahan pertimbangan bagi emiten agar dana yang dibutuhkan oleh emiten dapat terpenuhi melalui IPO. Selain itu, hasil penelitian ini diharapkan mampu untuk menjadi referensi bagi akademisi dalam pengembangan penelitian yang selanjutnya terkait IPO saham dan analisis perbedaan di antara perusahaan BUMN dan BUMS dengan topik yang mungkin berbeda.

2. LANDASAN TEORETIS

Salah satu penawaran umum yang dilakukan oleh emiten adalah penawaran umum saham. Langkah utama yang dilakukan emiten untuk melakukan penawaran umum saham di pasar modal adalah melalui penawaran umum perdana (*initial public offering/IPO*), yaitu penawaran efek yang dilakukan oleh emiten kepada masyarakat untuk pertama kalinya. Penawaran umum perdana dilakukan di pasar perdana dalam sebuah periode dengan bantuan *underwriter* untuk membantu emiten menentukan harga penawaran saham dalam IPO.

Manfaat yang didapatkan oleh emiten atas penawaran umum menurut Ang (1997) adalah (a) memperoleh dana dari basis pemodal yang luas untuk keperluan penambahan modal, (b) memberikan likuiditas bagi para pemegang saham, (c) mengangkat pandangan masyarakat umum (*image*) terhadap perusahaan sehingga menjadi incaran para profesional sebagai tempat untuk bekerja, (d) pemegang saham, khususnya konsumen yang ikut menjadi pemegang saham cenderung loyal, (e) perusahaan publik menikmati secara cuma-cuma promosi melalui media masa, terutama bagi saham yang aktif diperdagangkan, likuid, dan kapitalisasinya yang besar.

Konsekuensi yang harus dihadapi oleh perusahaan publik menurut Ang (1997) adalah (a) proses penawaran umum membutuhkan waktu, tenaga, dan biaya. Berbagai persiapan dilakukan sebelum *go-public*, antara lain penyiapan prospektus dan pengumuman di media cetak, (b) keikutsertaan pemegang saham yang baru akan ikut mengambil bagian dalam pengambilan putusan perusahaan, (c) perusahaan harus memenuhi kewajiban untuk keterbukaan informasi transformasi gaya manajemen perusahaan dari informal menjadi formal, (d) keharusan untuk mengikuti peraturan-peraturan pasar modal mengenai kewajiban

pelaporan.

Terdapat enam tahapan dalam proses penawaran umum perdana menurut Ang (1997), yaitu tahap tanggal efektif; tahap masa penawaran; tahap tanggal penjatahan; tahap tanggal penyerahan surat kolektif saham (SKS); tahap pengembalian uang pesanan karena penjatahan; tahap tanggal pencatatan di bursa.

Terdapat beberapa jenis kontrak penjaminan emisi efek yang dikenal. Penjaminan efek dilakukan oleh *underwriter* dalam penawaran perdana efek milik emiten. Jenis-jenis penjaminan emisi efek menurut Hariyani dan Purnomo (2010) dibedakan menjadi lima macam. Pertama, *full-commitment underwriting*. Di sini *underwriter* menyanggupi untuk membeli sendiri sisa efek yang tidak habis terjual. Kedua, *best effort commitment underwriting*. Dalam hal ini *underwriter* bertugas untuk menawarkan efek-efek tersebut sebaik-baiknya tanpa berkewajiban untuk membeli lagi sisa efek yang tidak terjual. Ketiga, *stand by commitment underwriting*. Di sini *underwriter* menyanggupi untuk membeli sendiri sisa efek yang tidak habis terjual pada suatu tingkat harga tertentu sesuai dengan syarat yang diperjanjikan. Keempat, *all-or-none offering*. Dalam perjanjian ini penawaran efek akan dibatalkan apabila tidak seluruh efek habis terjual. Kelima, *minimum-maximum*. Dalam hal ini penawaran efek akan dibatalkan apabila tidak tercapai batas minimum penjualan.

Hipotesis yang Mendukung Fenomena *short-term Underpricing dan Long-term Underperformance* IPO :

- a. *The winner's curse hypothesis* (Rock (1986)). Fenomena *underpricing* terjadi akibat adanya perbedaan informasi yang diterima oleh para investor. Investor yang mengetahui informasi sesungguhnya mengenai nilai suatu saham akan membeli saham pada situasi *underpricing* dan biasanya pembelian terjadi hanya pada saat penjualan saham perdana. Investor yang tidak memilikinya akan membeli saham pada situasi baik *underpricing* maupun *overpricing*. Putusan *underpricing* dilakukan dapat menarik kedua golongan investor tersebut.
- b. *The Signalling Hypothesis* (Welch (1989)). Hipotesis ini menjelaskan bahwa manajemen emiten ingin menyiratkan bahwa mereka memiliki referensi akan nilai tinggi bagi perusahaan. Hal itu dimaksudkan perusahaan sedang dalam kondisi *financial* yang baik sehingga tidak membutuhkan banyak dana untuk memperbaiki keadaan *financial*-nya melalui putusan IPO ini.
- c. *The Stabilization Hypothesis* (Ruud (1993) dalam Duque dan Almeida (2000)). Hipotesis ini

didasarkan pada anggapan bahwa *underpricing* pada saat IPO adalah efek dari kesepakatan antara emiten dan perusahaan keuangan untuk mempertahankan harga jatuh di bawah harga IPO. Proses itu akan menciptakan kondisi yang ideal untuk penawaran umum berikutnya.

- d. *The Wealth Distribution Hypothesis* (Duque dan Almeida (2000)). Hipotesis ini berakar dalam program privatisasi sebagian besar pemerintah Eropa, yakni penawaran *underpricing* cenderung menarik investor kecil ke pasar dan menciptakan kondisi untuk distribusi kekayaan.
- e. *The Windows of Opportunity Hypothesis* (Ritter (1991) dalam Duque dan Almeida (2000)). Hipotesis ini menjelaskan suatu keadaan manajer melakukan suatu kekeliruan dalam menganalisis harga pasar saham perusahaan-perusahaan di industri yang sama yang dinilai *overvalued*. Namun, setelah sampai di pasar, pasar menanggapi dengan valuasi yang rendah, karena terbukti terjadi kekeliruan. Hal itu mengakibatkan *underperformed* bagi saham IPO tersebut.
- f. *The Impresario Hypothesis* (Shiller (1990) dalam Duque dan Almeida (2000)). Hipotesis ini mendukung gagasan bahwa perusahaan dan *underwriter* menciptakan surplus permintaan awal (melalui *underpricing*). Dalam jangka panjang pasar akan mengoreksi harga. Maka investor yang membeli saham pada saat IPO akan mendapatkan *initial return* yang cukup tinggi akibat banyaknya permintaan akan saham tersebut pada awal masa perdagangan di pasar sekunder. *Initial return* yang tinggi mampu menghasilkan kinerja jangka panjang yang *underperformed* bagi saham IPO.
- g. *The Divergence of Opinion Hypothesis* (Miller (1977) dalam Duque dan Almeida (2000)). Hipotesis ini didasarkan asumsi adanya dua kelompok pendapat investor : kinerja optimis dan pesimis pada saham IPO mendatang. Pembeli yang optimis akan membaca prospektus dengan baik dan menunjukkan keoptimisannya dengan membeli saham perdana. Sebaliknya, investor yang pesimis tidak. Namun, setelah berjalannya waktu dan bertambahnya informasi dari emiten, harga saham akan merujuk pada harga yang sebenarnya, yaitu mengarah pada harga yang lebih rendah.

Hipotesis konseptual dari penelitian ini adalah sebagai berikut.

H₁ : Terdapat perbedaan fenomena *short-term underpricing* pada saham perusahaan BUMN dan BUMS yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2000-2010 secara

signifikan.

H₂ : Terdapat perbedaan fenomena *long-term underperformance* pada saham perusahaan BUMN dan BUMS yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2000--2010 secara signifikan.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data dari seluruh perusahaan BUMN dan BUMS yang melakukan IPO di BEI pada tahun 2000--2010 dengan batasan sebagai berikut.

1. Perusahaan BUMN dan BUMS harus mengalami *short-term underpricing* untuk analisis perbedaan *short-term underpricing* dan untuk analisis perbedaan *long-term underperformance* perusahaan BUMN dan BUMS yang mengalami *long-term underperformance*.
2. Memiliki ketersediaan data yang dibutuhkan.
3. Tidak melakukan *delisting* selama tiga tahun setelah IPO.

Langkah-langkah yang digunakan untuk menganalisis perbedaan *short-term underpricing* dalam penelitian ini adalah mengumpulkan data berupa harga *offering* dan *first day closing price* dari perusahaan sampel (BUMN dan BUMS), menghitung *first-day return* untuk masing-masing saham perdana perusahaan yang melakukan IPO tahun 2000--2010 baik untuk kelompok data perusahaan BUMN maupun perusahaan BUMS; memilih perusahaan BUMN dan BUMS yang mengalami *short-term underpricing* yang ditandai dengan *first-day return* yang positif; menghitung *average first-day return* dari masing-masing kelompok data yang mengalami *underpricing*; melakukan analisis deskriptif atas hasil perhitungan *average first-day return* saham perusahaan BUMN dan BUMS untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan fenomena *short-term underpricing* pada sampel penelitian secara keseluruhan; melakukan uji normalitas terkait data sampel perusahaan BUMN dan BUMS yang mengalami *underpricing* dengan menggunakan aplikasi program komputer SPSS 20; melakukan uji beda nonparametrik *Mann-Whitney U Test*; melakukan analisis atas hasil uji non-parametrik *Mann-Whitney U*.

Langkah-langkah yang digunakan untuk melakukan analisis perbedaan fenomena anomali *long-term underperformance* pada sampel penelitian adalah sebagai berikut. (a) Mengumpulkan data berupa harga penawaran saham perdana dan juga harga saham saat berusia satu, dua, dan tiga tahun pada masing-masing saham perusahaan sampel BUMN dan BUMS. Selain itu, dikumpulkan data historis IHSG pada tahun 2000—2012. Data dipilah

sesuai dengan tanggal terkait bagi masing-masing saham perusahaan. (b) Menghitung *buy-and-hold return* saham tahun satu, dua, dan tiga dengan mencari persentase selisih antara harga penawaran saham dengan harga saham saat berusia satu, dua, dan tiga tahun pada masing-masing saham perusahaan sampel BUMN dan BUMS. Ketiga hasil perhitungan tersebut kemudian dijumlahkan dan dibagi tiga untuk mendapatkan *average buy-and-hold return* saham tahun pertama hingga tahun ketiga untuk setiap sampel perusahaan. (c) Melakukan perhitungan *average buy-and-hold return* IHSG tahun pertama hingga tahun ketiga untuk setiap sampel saham perusahaan BUMN dan BUMS dengan cara yang sama yang dilakukan untuk menghitung *average buy-and-hold return* saham. (d) Menghitung selisih antara *average buy-and-hold return* saham tahun pertama hingga tahun ketiga dengan *average buy-and-hold return* IHSG tahun pertama hingga tahun ketiga. (e) Memilih perusahaan BUMN dan BUMS yang mengalami *long-term underperformance* yang ditandai dengan selisih yang negatif. Selisih negatif menggambarkan keadaan kinerja jangka panjang saham perusahaan yang lebih rendah dibandingkan dengan kinerja pasar. (f) Menghitung *average buy-and-hold return* saham dan *average buy-and-hold return* IHSG perusahaan sampel secara keseluruhan. (g) Menghitung *Wealth Relative* (WR). (g) Melakukan analisis deskriptif dari hasil perhitungan WR untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan fenomena anomali *long-term underperformance* pada perusahaan sampel yang menjadi objek penelitian. Menurut Ritter (1991), *underperformance* terjadi apabila *wealth relative* menunjukkan angka di bawah 1,00. Sebaliknya *outperformance* terjadi apabila *wealth relative* menunjukkan angka di atas 1,00. (h) Melakukan uji normalitas terkait data sampel perusahaan BUMN dan BUMS yang mengalami *long-term underperformance* dengan menggunakan aplikasi program komputer SPSS 20. (i) Melakukan uji beda nonparametrik Mann-Whitney u test. (j) Melakukan analisis atas hasil uji nonparametrik *Mann-Whitney U*

Uji Beda Nonparametrik Mann-Whitney U Test ini digunakan untuk menguji dua sampel independen dari dua kelompok populasi yang berbeda. Jumlah sampel dari masing-masing kelompok populasi yang nilainya berbeda jauh dan salah satu data sampel dari sebuah populasi memiliki distribusi tidak normal menjadi dasar putusan untuk memilih Uji Nonparametrik Mann-Whitney U

4. ANALISIS DATA

Analisis Perbedaan Fenomena *Short-Term Underpricing*

Tabel perbedaan *average first-day return* saham perusahaan BUMN dan BUMS yang mengalami *short-term underpricing*

Keterangan	%
Average First-day Return perusahaan BUMN yang mengalami <i>underpricing</i>	17.4948
Average First-day Return perusahaan BUMS yang mengalami <i>underpricing</i>	51.2216
Selisih	33.7268

Terdapat perbedaan fenomena *short-term underpricing* yang ditandai dengan selisih yang cukup jauh. Saham perusahaan BUMS lebih mengalami *underpricing* dibandingkan saham perusahaan BUMN hampir sebesar tiga kali lipat. Tiga saham perusahaan BUMN paling *underpricing* adalah Krakatau Steel, Wijaya Karya, dan Bank Mandiri dan tiga saham perusahaan BUMS paling *underpricing* adalah MNC Land, Centrin Online, dan Akbar Indo Makmur Stimec.

Uji normalitas

Tabel uji normalitas saham perusahaan BUMN

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
first_day_return_BUMN_short	.165	11	.200 [*]	.913	11	.261

*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Nilai sig Shapiro Wilk 0,261 berada di atas sig α . Keputusan H0 tidak ditolak : data berdistribusi normal.

Tabel uji normalitas saham perusahaan BUMS

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
first_day_return BUMS_short	.172	97	.000	.811	97	.000

a. Lilliefors Significance Correction

Nilai sig Kolmogorov Smirnov 0,000 berada di bawah sig α . Keputusan H0 ditolak : data tidak berdistribusi normal.

Uji beda nonparametric Mann-Whitney U Test

Test Statistics ^a	
	<i>return short run</i>
Mann-Whitney U	273.500
Wilcoxon W	339.500
Z	-2.641
Asymp. Sig. (2-tailed)	.008

a. Grouping Variable: jenis perusahaan

Nilai Asymp Sig 2 tailed 0,008 berada di bawah sig α . Putusan H0 ditolak : terdapat perbedaan fenomena *short-term underpricing* pada saham perusahaan BUMN dan BUMS yang melakukan IPO tahun 2000--2010 secara signifikan.

Analisis Perbedaan Fenomena Long-Term Underperformance

Tabel perbedaan WR saham perusahaan BUMN dan BUMS yang mengalami *long-term underperformance*.

Keterangan	
WR saham perusahaan BUMN yang mengalami <i>underperformance</i>	0.6778
WR saham perusahaan BUMS yang mengalami <i>underperformance</i>	0.4774
Selisih	0.2004

Terdapat perbedaan fenomena *long-term underperformance* yang ditandai dengan selisih yang cukup jauh. Saham perusahaan BUMS lebih mengalami *underperformance* dibandingkan saham perusahaan BUMN (lebih menjauhi 1). Tiga saham perusahaan BUMN paling *underperformance* adalah Perusahaan Gas Negara, Indofarma, dan Krakatau Steel dan tiga saham perusahaan BUMS paling *underperformance* adalah Inti Agri Resource, Bumi Teknokultural Unggul, dan Alam Karya Unggul.

Uji normalitas

Tabel uji normalitas saham perusahaan BUMN

	Tests of Normality					
	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
selisih_BaH_BUMN_long	.221	7	.200 [*]	.864	7	.134

*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Nilai sig Shapiro Wilk 0,134 berada di atas sig α . Putusan H0 tidak ditolak : data berdistribusi normal.

Tabel uji normalitas saham perusahaan BUMS

	Tests of Normality					
	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
selisih_BaH BUMS_long	.112	91	.007	.958	91	.005

a. Lilliefors Significance Correction

Nilai sig Kolmogorov Smirnov 0,007 berada di bawah sig α . Putusan H0 ditolak: data tidak berdistribusi normal.

Uji beda non parametric Mann-Whitney U Test

	selisih_BaH
Mann-Whitney U	3.000
Wilcoxon W	4189.000
Z	-4.352
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000

a. Grouping Variable: group

Nilai Asymp Sig 2 tailed 0,000 berada di bawah sig α . Putusan H0 ditolak: terdapat perbedaan fenomena *long-term underperformanc* pada saham perusahaan BUMN dan BUMS yang melakukan IPO tahun 2000--2010 secara signifikan.

PEMBAHASAN

Berdasarkan uji beda nonparametrik *Mann-Whitney U test* yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat dilihat bahwa terdapat perbedaan fenomena *short-term underpricing* terhadap saham perusahaan BUMN dan BUMS yang melakukan IPO pada tahun 2000--2010. Hal ini sejalan dengan hipotesis konseptual yang diajukan dalam penelitian ini.

Jika dilihat hasil perhitungan *average first-day return* yang telah dilakukan pada dua kelompok data tersebut, saham perusahaan BUMS memiliki nilai *average first-day return* yang lebih besar daripada saham perusahaan BUMN, yakni sebesar 51,2216%. *Average first-dayreturn* saham perusahaan BUMN hanya sebesar 17,4948%. Dengan demikian, investor mendapat lebih banyak keuntungan bila mereka membeli saham perusahaan BUMS pada pasar perdana, kemudian menjualnya kembali pada awal perdagangan di pasar sekunder. Besaran keuntungan yang didapatkan investor dengan membeli saham perdana perusahaan BUMS dapat mencapai hampir tiga kali lipat keuntungan yang didapatkan jika membeli saham perdana perusahaan BUMN. Namun, besar tingkat *underpricing* yang dialami oleh perusahaan BUMS tersebut dapat mengakibatkan dana yang dikumpulkan melalui IPO menjadi lebih sedikit dan mungkin tidak mampu memenuhi kebutuhan dananya. Sebenarnya, emiten dan *underwriter* dapat menentukan harga lebih tinggi lagi (sesuai) dengan nilai perusahaan, tetapi ada faktor lain yang membuat perusahaan tetap menetapkan harga saham perdana secara *underpriced*. Salah satu faktor yang paling memungkinkan adalah untuk menarik *investor* agar mau membeli sahamnya.

Dilihat melalui teori-teori hipotesis yang telah diungkapkan oleh para ahli sebelumnya, terdapat beberapa kemungkinan penyebab sebagian besar saham perusahaan BUMN dan BUMS yang IPO di Indonesia pada tahun 2000--2010 mengalami *underpricing*. Menurut Welch (1989) mengenai *The Signaling Hypothesis*, mungkin saja perusahaan BUMS ingin menyiratkan bahwa perusahaan ini dalam keadaan kondisi keuangan yang baik sehingga perusahaan BUMS menawarkan harga saham dengan harga yang murah. Sementara itu, menurut Rock (1986) mengenai *The Winner's Curse Hypothesis*, terjadi perbedaan informasi yang didapatkan oleh para investor, yaitu investor yang mengetahui informasi dan membeli pada saat harga *underpricing* dan investor yang tidak memiliki informasi akan membeli saham pada saat harga *underpricing* atau *overpricing*. Oleh karena itu, *underpricing* dilakukan untuk menarik kedua jenis investor tersebut. Selain itu, jika dikaitkan dengan *The Wealth Distribution Hypothesis* dalam Duque dan Almeida (2000), saham perusahaan BUMN sepertinya tidak digunakan untuk menciptakan distribusi kelayakan. Karena jika dibandingkan dengan saham IPO perusahaan BUMS, saham BUMN jauh tingkat *underpricing*-nya.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Duque & Almeida (2000) di Bursa Portugal. Mereka menemukan hasil bahwa pada jangka pendek, saham perusahaan BUMN yang melakukan IPO lebih menguntungkan jika dibandingkan dengan saham IPO perusahaan BUMS. Dalam penelitian ini saham perusahaan BUMS mengalami lebih *underpricing* dibandingkan saham perusahaan BUMN.

Berdasarkan uji beda nonparametrik *Mann-Whitney U test* yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat dilihat bahwa terdapat perbedaan fenomena *long-term underperformance* terhadap saham perusahaan BUMN dan BUMS yang melakukan IPO pada tahun 2000--2010. Hal itu sejalan dengan hipotesis konseptual yang diajukan dalam penelitian ini.

Jika dilihat pada hasil perhitungan *wealth relative* (WR) pada dua kelompok data tersebut, terlihat secara jelas bahwa saham perusahaan BUMN memiliki nilai yang lebih mendekati satu dibandingkan dengan WR saham perusahaan BUMS. WR saham perusahaan BUMN adalah sebesar 0,6778, sementara WR saham perusahaan BUMS adalah sebesar 0,4774. Menurut Ritter (1991), nilai WR yang berada di bawah satu menunjukkan kinerja jangka panjang saham yang kurang baik, sementara nilai WR yang berada di atas satu menunjukkan kinerja jangka panjang saham yang baik. Dengan demikian, melalui hasil perhitungan WR di atas dapat dilihat bahwa saham perusahaan BUMN yang mengalami *underperformance* memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan kinerja saham

perusahaan BUMS yang mengalami *underperformance*. Pada jangka panjang, lebih baik bagi investor untuk berinvestasi pada saham perusahaan BUMN.

Kecenderungan bahwa saham perusahaan BUMN lebih menguntungkan bagi investor untuk jangka panjang karena beberapa faktor. Menurut Sukamdiyo (1996) karena pemilik modal terbesar (lebih dari 51%) adalah negara, putusan manajerialnya sangat dipengaruhi oleh pemerintah dan sarat akan kecenderungan kebijakan yang bersifat politik. Hal itu karena BUMN memproduksi barang atau jasa yang digunakan untuk kepentingan kesejahteraan masyarakat dan pemerataan hasil pembangunan. Oleh karena itu, kelangsungan operasional perusahaan sangat disokong oleh negara yang dalam hal ini pemerintah.

Jika dikaitkan dengan teori-teori yang telah diungkapkan oleh para ahli sebelumnya, sebagian besar saham perusahaan BUMN dan BUMS yang mengalami *underperformance* memiliki kemungkinan terjadi akibat adanya *The Divergence of Opinion Hypothesis*, yang diungkapkan oleh Miller (1997), diacu dalam Duque dan Almeida (2000), yaitu bahwa terdapat perbedaan jenis investor yang ada di pasar: investor yang optimis dan pesimis. Investor optimis akan membaca prospektus dan membeli saham, sementara investor pesimis tidak. Namun, setelah berjalannya waktu dan bertambahnya informasi dari emiten, harga berada di posisi yang lebih rendah sehingga menyebabkan saham berada pada kinerja *underperformance*.

Hasil penelitian ini juga tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Duque dan Almeida (2000). Mereka menyatakan bahwa saham IPO perusahaan BUMS lebih baik dibandingkan dengan saham perusahaan BUMN untuk jangka panjang sehingga berinvestasi pada saham BUMN menjadi lebih menguntungkan bagi investor di Portugal.

4. SIMPULAN

Terkait fenomena *short-term underpricing* yang terjadi pada saham perusahaan BUMN dan BUMN yang melakukan IPO pada tahun 2000--2010, melalui analisis deskriptif dapat dikatakan bahwa untuk kegiatan investasi jangka pendek, investor akan lebih mendapat keuntungan hingga hampir tiga kali lipat untuk saham perusahaan BUMS. Dari uji statistik disimpulkan bahwa H_0 ditolak dengan nilai Asymp. Sig (2-tailed) menunjukkan angka 0,008, sehingga dikatakan terdapat perbedaan *short-term underpricing* antara saham perusahaan BUMN dan BUMS yang melakukan IPO pada tahun 2000--2010 secara signifikan.

Terkait fenomena *long-term underperformance* yang terjadi pada saham perusahaan

BUMN dan BUMS yang melakukan IPO pada tahun 2000--2010, saham perusahaan BUMS terlihat lebih menguntungkan pada investasi jangka pendek, sedangkan untuk kegiatan investasi jangka panjang, terlihat investor akan lebih mendapat keuntungan pada investasi saham perusahaan BUMN. Hal tersebut dapat dilihat melalui perbedaan nilai WR pada 7 saham perusahaan BUMN dan 91 saham perusahaan BUMS yang secara berturut-turut sebesar 0,6778 dan 0,4774. Saham perusahaan BUMS lebih mengalami *underperformance* (menjauhi angka satu) dibandingkan saham perusahaan BUMN. Dengan uji statistik yang dilakukan peneliti, H_0 terpaksa ditolak dengan nilai Asymp. Sig (2-tailed) karena menunjukkan angka 0,008, sehingga dikatakan terdapat perbedaan fenomena *long-term underperformance* antara saham perusahaan BUMN dan BUMS yang melakukan IPO pada tahun 2000--2010 secara signifikan.

Adapun saran dari hasil penelitian ini adalah sebagai berikut. Apabila ingin mendapatkan keuntungan yang besar, investor harus memberikan perhatian lebih kepada saham BUMS. Namun, sebaiknya investor tidak menyimpan saham perusahaan BUMS dalam jangka waktu yang lama (tiga tahun), karena terkait hasil simpulan mengenai fenomena *long-term underperformance*, bahwa saham perusahaan BUMN memiliki kinerja yang lebih baik. Lebih baik bagi investor untuk berinvestasi pada saham perusahaan BUMN, sehingga risiko kerugian jangka panjang akibat *underperformed*-nya saham IPO dapat diminimalisasi. Selain itu, sebaiknya emiten mencari dan menggunakan jasa *underwriter* dengan kredibilitas yang baik, agar *underwriter* dapat dengan sungguh-sungguh menilai harga penawaran yang pantas bagi emiten dan tidak mengalami *underpricing* bagi saham IPO-nya. Untuk jangka panjang, emiten seharusnya memiliki strategi yang baik dalam menghadapi harga saham yang kian menurun pada jangka panjang setelah dilakukannya proses IPO. Misalnya, memberikan citra yang baik bagi perusahaan sehingga preferensi dan opini masyarakat terbentuk untuk kembali percaya pada perusahaan tersebut dan mau membelinya.

DAFTAR RUJUKAN

- Ang, R. (1997). *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesia Capital Market)*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Allen, F. & Faulhaber, G.R. (1989). *Signaling by underpricing in the IPO market*. *Journal of Economics*, 23, 303-323
- Duque, J. & Almeida, M. (2000) Ownership structure and initial public offering in small

- economies - The case of portugal. *Paper for the ABN-AMBRO International Conference on Initial Public Offerings*.
- Fuadillah, M. & Harjito, D.A. (2009). Long-run IPO performances and its influencing factors: The case of Indonesian stock exchange. *Jurnal Siasat Bisnis*, 13 (2), 151–17.
- Ghasemi, A. & Zahediasl, S. (2012). Normality tests for statistical analysis: a guide for non-statisticians. *International Journal of Endocrinology and Metabolis*, 10(2), 486-489.
- Haryani, I. & Purnomo, S. D. (2010). *Buku Pintar Hukum Bisnis Pasar Modal: Strategi Tepat Investasi Saham, Obligasi, Waran, Right, Opsi, Reksadana, dan Produk Pasar Modal Syariah*. Jakarta: visimedia.
- Husnan, S. (2001). *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Seluritas di Pasar Modal*. Yogyakarta: UPP-AMP YKPN.
- Kementerian Keuangan (1989). *Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor : 740/Kmk.00/1989 Tanggal 28 Januari 1989 tentang Peningkatan Efisiensi dan Produktivitas Badan Usaha Milik Negara*. Jakarta: Departemen Keuangan Republik Indonesia.
- Kementerian Keuangan Republik Indonesia Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan. (2011). *Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor Kep- /Bl/2011 tentang Pedoman Akuntansi*. Jakarta: Departemen Keuangan Republik Indonesia.
- Lampuri, K. (2011). *Analisis fenomena short-term underpricing dan long-term underperformance padasaham IPO periode 2000--2004*. Skripsi tidak diterbitkan, Universitas Katolik Atma Jaya Jakarta.
- Lukiastuti, F. & Hamdani, M. (2012). *Statistika Non Parametris: Aplikasinya dalam Bidang Ekonomi dan Bisnis*. Yogyakarta: CAPS.
- Loughran, T. & Ritter, J.R. (1995). The new puzzle. *The Journal of Finance*, 50 (1).
- Priyatno, D. (2012). *Belajar Cepat Olah Data Statistik dengan SPSS*. Yogyakarta: Andi
- Razali, N. M. & Wah, Y. B. (2011). *Power comparison of sapiro-wilk, kolmogorov-smirnov, liliefors and Anderson-darling test*. *Journal of Statistical Modeling and Analytics*, 2(1), 21-33
- Ritter, J.R. (1991). Long run underperformance IPO. *Journal of Finance*, Volume 46 (10), 3-27.
- Ritter, J.R. & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The Journal Of Finance*, 57 (4).
- Santoso, S. 1999. *SPSS Mengolah Data Statistik secara Profesional*. Jakarta: Gramedia.
- Santosa, S. 2001. *Buku Latihan Statistik Non Parametrik*. Jakarta: Gramedia.

- Sukamdiyo, I. (1996). *Manajemen Korporasi*. Jakarta: Erlangga.
- Surakhmad, W. (1998). *Pengantar Penelitian Ilmiah: Dasar, Metode dan Teknik*, Ed. 8. Bandung: Tarsito.
- Supranto, J. (1997). *Statistik: Teori dan Aplikasi* Jilid 2 ed. 5. Jakarta: Erlangga.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced? *Journal of Financial Economics* 15, 187-212.
- Trihendradi, C. (2013). *Langkah Praktis Menguasai Statistik untuk Ilmu Sosial dan Kesehatan + Konsep dan Penerapannya Menggunakan SPSS*. Jakarta: Andi Publisher.
- Undang-undang Nomer 19 Tahun 2003 (2003). *Undang-Undang No. 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara*. Jakarta: Kementerian BUMN.
- UU Nomor 8 Tahun 1995 (1995). *Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal*. Jakarta: Departemen Keuangan Republik Indonesia.
- Wen, W. (2005). *What has explained IPO underpricing?*. Thesis tidak diterbitkan. Simon Fraser University New York.
- Database Thompson Reuters Pusat Data Ekonomi dan Bisnis Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.