

PENGUJIAN FENOMENA UNDERPRICING DENGAN STUDI EKSPERIMEN

Dedhy Sulistiawan*

Universitas Surabaya

Abstract

The purpose of this study is to examine the impact of conflict of interest to the level of IPO price determined by managers. This experiment divides treatment group (the group of participants who have economic benefit from their decision making), and control group (groups with no economic benefit from their decision making). In experiment scenario for treatment group, the managements of IPO companies tend to decrease the price of IPO in order to get financial benefit. Using experimental design, this research shows that participants in treatment group determine lower IPO price than control group. This evidence confirms IPO phenomenon around the world. This research also makes supplementary analysis. The results show that alternative statistical test using GPA and gender of participants as control variable are not statistically significant. It means that the level of IPO price isn't determined by GPA and Gender, but conflict of interest.

Key words: IPO, Conflict of Interest, Underpricing

PENDAHULUAN

Initial Public Offering (IPO) adalah saat pertama kali perusahaan menjual sahamnya kepada publik. Perusahaan mendapatkan kas dari penjualan saham tersebut kepada masyarakat. Secara teknis, IPO terjadi di pasar perdana. Menurut banyak bukti empiris, perusahaan menjual saham IPO dengan harga yang relatif murah jika dibandingkan dengan harga pasar di pasar sekunder. Kejadian ini dinamakan sebagai fenomena *underpricing*. Akibatnya, secara rata-rata pembeli saham IPO hampir bisa dipastikan mendapatkan keuntungan. Hal ini tidak hanya terjadi di Indonesia, namun juga di USA, Inggris, Malaysia, China, Singapura, dan banyak negara lainnya dari waktu ke waktu. Salah satu bukti komprehensif disajikan dalam penelitian Loughran et.al(1994), dengan data yang diupdate sampai dengan tahun 2010, menunjukkan bahwa secara rata-rata, return saham IPO menguntungkan di setiap negara.

Fenomena tersebut dianggap banyak pihak sebagai anomali dalam kebijakan, karena perusahaan seharusnya mengambil kebijakan untuk menjual saham lebih tinggi untuk mendapatkan kas lebih banyak, harga di pasar sekunder cenderung lebih tinggi daripada di pasar perdana dalam jangka pendek. Secara finansial perusahaan tidak mendapatkan manfaat optimal, selain kas yang lebih kecil dari seharusnya, akun tambahan modal disetor (*paid in capital*) juga lebih rendah dari sebelumnya, akibatnya nilai ekuitas lebih rendah, demikian pula dengan nilai bukunya.

Jika pihak perusahaan tidak mendapatkan manfaat, lalu siapa yang mendapatkannya? Penelitian Aggarwal et.al (2002) menunjukkan bahwa secara empiris, *top management* berperan besar dalam fenomena *underpricing*, dan mereka mendapatkan manfaat finansial dari kejadian ini. Hal ini jelas menunjukkan bahwa fenomena *underpricing* dipengaruhi oleh faktor konflik kepentingan.

Jika penelitian sebelumnya (Loughran et.al, 1994, dan Aggarwal et.al, 2002) menggunakan data empiris untuk menguji return IPO dari sudut pandang investor, maka penelitian ini menggunakan desain studi eksperimen. Pengujiannya berfokus pada faktor konflik kepentingan dari tim manajemen perusahaan yang memiliki peran besar dalam penentuan harga IPO. Harga yang mereka tentukan inilah penyebab terjadinya fenomena *underpricing*. Adapun tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk membuktikan bahwa faktor kepentingan (yang ditunjukkan oleh adanya manfaat ekonomis/finansial dari pengambil putusan) akan mempengaruhi harga IPO. Jika kelompok mendapatkan manfaat dari adanya fenomena *underpricing*, maka kelompok tersebut akan menentukan harga IPO yang lebih rendah dari nilai wajarnya.

TINJAUAN TEORITIS

Fenomena Underpricing

Penelitian ini merupakan pengembangan ide penelitian tentang fenomena *underpricing* pada peristiwa IPO seperti yang telah dilakukan oleh Loughran et.al(1994) di banyak negara, Sulistiawan dan Arni (2003) di Indonesia. Hasil penelitian tersebut menunjukkan adanya positif return yang besar di hari pertama perdagangan saham setelah IPO, bahkan di Malaysia, rata-rata *return* IPO sekitar 100% sedangkan di Indonesia sekitar 20%.

Untuk melengkapinya, penelitian ini juga menggunakan penelitian Kumar (2007). Penelitian ini melengkapi adanya fenomena IPO di seluruh dunia. Kumar (2007) merupakan salah satu

penelitian IPO di Afrika. Ia menguji fenomena *underpricing* pada semua perusahaan *go public* yang mulai terdaftar di bursa sejak 1989-2005 di Mauritius. Hasilnya menunjukkan adanya return positif yang besar pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa hanya 1 perusahaan dari 40 perusahaan IPO yang memiliki *initial return* negatif. Lebih dari 50% perusahaan IPO memiliki *initial return* sampai dengan 10% dan lebih dari 20% perusahaan IPO dengan *initial return* sebesar 10-20%. Secara statistispun hasilnya menunjukkan fenomena *underpricing* juga terjadi di Mauritius.

Salah satu pihak yang menentukan harga IPO adalah tim manajemen perusahaan yang melakukan IPO. Sebagai pengelola perusahaan seharusnya mereka tidak membiarkan terjadinya fenomena ini, karena fenomena *underpricing* pada dasarnya membebankan perusahaan, bahkan dianggap kegiatan IPO merupakan upaya perusahaan untuk meninggalkan banyak uang di meja. Artinya, pembeli saham IPO akan mendapatkan uang perusahaan, karena menjual saham yang relatif lebih murah dari seharusnya (Ljungqvist, 2006).

Konflik Kepentingan

Prinsipnya, seseorang mengambil keputusan berdasarkan motivasi tertentu dan motivasi tertentu tersebut cenderung diharapkan memberikan manfaat bagi dirinya sendiri. Artikel Trivedi dan Chung (2006) dalam eksperimennya di India. Hasilnya menunjukkan bahwa aspek kompensasi cenderung mempengaruhi seseorang dalam menyajikan informasi penghasilan. Partisipan dalam eksperimen tersebut cenderung menyajikan informasi penghasilan yang lebih rendah untuk kepentingan pajak untuk meminimasi pembayarannya. Studi tersebut menunjukkan adanya konflik kepentingan seseorang yang mendapatkan manfaat ekonomis dari pilihan keputusannya.

Penelitian sejenis lainnya dilakukan oleh Maroney dan McDevitt (2008). Mereka menunjukkan bahwa lingkungan mempengaruhi keputusan dalam pelaporan keuangan. Eksperimen yang dilakukan pada 74 mahasiswa MBA sebagai proksi dari manajer perusahaan menunjukkan bahwa keputusan dipengaruhi oleh faktor internal (moralitas) dan eksternal (lingkungan). Dalam penelitian ini yang difokuskan bukan faktor internal melainkan aspek eksternal pengambil keputusan, yaitu manfaat ekonomis dari sebuah keputusan, yaitu harga saham IPO.

Dalam konteks IPO, manajer biasanya tidak menjual saham yang mereka miliki saat IPO namun menunggu sampai batas akhir dari *lockup period*. Aggarwal et.al (2002) mengembangkan model riset mengenai bagaimana manajer secara strategis melakukan *underpricing* saat IPO untuk memaksimalkan kesejahteraannya. Menurutnya, hari pertama IPO adalah awalan untuk menarik perhatian investor di bursa sehingga permintaan meningkat dan hal ini dimanfaatkan manajer untuk menjual saham lebih tinggi dari sebelumnya.

Jika memang fenomena konflik kepentingan ini terjadi, maka IPO akan cenderung terjadi dari waktu ke waktu. Jika salah satu pengambilputusan yang dominan untuk menentukan harga IPO, dalam hal ini adalah manajemen, memiliki konflik kepentingan, maka harga IPO cenderung akan dijual lebih rendah dari sebelumnya. Berdasarkan pembahasan tentang konflik kepentingan pada fenomena *underpricing* di atas, maka hipotesis yang ditentukan dalam penelitian ini adalah:

H1: Adanya konflik kepentingan akan mengakibatkan fenomena *underpricing*.

METODA PENELITIAN

Untuk menguji hipotesis, penelitian ini tidak menggunakan *field study*, melainkan menggunakan desain eksperimen. Alasan utamanya adalah penelitian ini bermaksud menguji bahwa dari sudut pandang emiten, diwakili oleh *top management* sebagai pengambil putusan, penentuan harga IPO sangat ditentukan oleh faktor lingkungan berupa konflik kepentingan. Fenomena *underpricing* akan selalu terjadi jika *top management* melakukannya dari waktu ke waktu.

Dalam proses eksperimen ini, peneliti memanipulasi *setting/lingkungan* penelitian dengan membagi dua kelompok partisipan, yaitu Grup 1 dan Grup 2. Grup 1 adalah kelompok yang menjadi kelompok *treatment*, dan Grup 2 adalah kelompok control. Adapun *treatment* utama dari eksperimen ini adalah Grup 1 mendapatkan manfaat finansial dari keputusannya. Informasinya disajikan di Tabel 1.

TABEL 1
INFORMASI PARTISIPAN

Grup 1	Kelompok yang mendapatkan manfaat finansial (<i>treatment group</i>)
--------	--

Grup 2	Kelompok yang tidak mendapatkan manfaat finansial (<i>control group</i>)
--------	--

Pembagian kelompok partisipan merupakan variable independen yang menunjukkan kelompok yang memiliki (dan tidak memiliki) konflik kepentingan. Sedangkan variable dependen dalam penelitian ini adalah penentuan harga IPO oleh partisipan. Partisipan yang memiliki konflik kepentingan dari fenomena *underpricing* ini diharapkan akan menentukan harga IPO lebih rendah dari pada kelompok yang tidak mendapatkan manfaat finansial.

Partisipan yang digunakan dalam penelitian ini adalah mahasiswa S-1 Jurusan Akuntansi Universitas Surabaya. Adapun kelompok mahasiswa yang dipilih adalah mahasiswa yang sedang mengambil mata kuliah Akuntansi Keuangan Lanjutan 1. Mata kuliah ini dipilih dengan dua alasan. Alasan pertama adalah mereka mewakili kelompok mahasiswa yang merepresentasikan idealisme dalam berkarir dan bekerja, sedangkan alasan kedua adalah mereka dianggap merepresentasikan pengambil putusan dalam praktik bisnis mengingat mereka sudah bisa mengambil program magang di berbagai kantor akuntan publik, baik *big four* maupun *non-big four* setelah semester berikutnya. Alasan pertama diungkapkan untuk menunjukkan bahwa faktor konflik kepentingan ini sangat kuat sehingga kalangan yang dianggap idealispun akan cenderung mengambil keputusan yang tidak berbeda dengan pengambil putusan yang riil.

Dalam proses eksperimennya, masing-masing kelompok partisipan, baik *treatment* maupun *control group*, diminta menentukan berapa harga yang harus dijual saat IPO. Hasil yang diharapkan adalah pada kelompok yang mendapatkan manfaat finansial, harga saham IPO yang ditetapkan cenderung lebih rendah karena, sedangkan pada kelompok lainnya harga yang ditetapkan akan cenderung lebih tinggi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Data hasil eksperimen menunjukkan bahwa Grup 1 terdiri dari 18 partisipan, sedangkan Grup 2 terdiri dari 16 partisipan. Adapun harga IPO yang ditentukan oleh grup 1 adalah Rp 1800 per lembar saham, sedangkan Grup 2 menentukan harga IPO sebesar Rp 2050 per lembar saham. Dengan kata lain, Grup 1 cenderung ingin menjual saham perdana dibawah harga

wajarnya, sedangkan Grup 2 cenderung ingin menjual di atas harga wajarnya. Deskripsi jawaban partisipan dalam eksperimen disajikan di Tabel 1.

Tabel 1
Deskripsi Partisipan dan Harga IPO yang Ditentukan Berdasarkan Grup

	GRUP	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
IPO	1.00	18	1800.000 0	227.51858	53.62664
	2.00	16	2050.000 0	182.57419	45.64355

Selanjutnya, di Tabel 2 disajikan hasil pengujian dengan unbalance ANOVA. Hasilnya menunjukkan bahwa Grup mempengaruhi harga IPO, artinya Harga IPO antara Grup 1 dan 2 berbeda secara statistik dengan tingkat keyakinan lebih dari 99%.

Tabel 2
Hasil Pengujian dengan One Way ANOVA

	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	529411.7 65	1	529411.765	12.276	.001
Within Groups	1380000. 000	32	43125.000		
Total	1909411. 765	33			

Untuk melengkapi pengujian, penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol gender (jenis kelamin). Hasilnya menunjukkan bahwa Grup secara statistik mempengaruhi harga IPO, namun gender tidak mempengaruhinya. Hal ini menunjukkan keyakinan bahwa penyebab perbedaan harga IPO adalah Grup, bukan gender.

Tabel 3
Hasil Pengujian Anova dengan Variabel Kontrol Gender

Dependent Variable: IPO

Source	Type III Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.

Corrected Model	571957.219(a)	3	190652.406	4.276	.013
Intercept	87238755.981	1	87238755.981	1956.824	.000
GRUP	235808.612	1	235808.612	5.289	.029
GENDER	8440.191	1	8440.191	.189	.667
GRUP * GENDER	38755.981	1	38755.981	.869	.359
Error	1337454.545	30	44581.818		
Total	126940000.000	34			
Corrected Total	1909411.765	33			

a R Squared = .300 (Adjusted R Squared = .230)

Pengujian suplemen lainnya juga dilakukan, yaitu melakukan uji beda antara harga IPO (IPO), semester yang telah ditempuh oleh partisipan (Semester), Indeks Prestasi Kumulatif (IPK) dan nilai mata kuliah Pengantar Akuntansi (PA) dan Akuntansi Keuangan Menengah 1 (AKM1). Hasilnya menunjukkan bahwa harga IPO antara Grup 1 dan 2 berbeda secara statistis dengan tingkat keyakinan lebih dari 99%, namun variable semester, IPK, AKM1, dan PA antara Grup 1 dan 2 tidak ada perbedaan signifikan secara statistis. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa faktor penentu harga IPO adalah grup. Masing-masing grup juga cenderung homogen, hal ini bisa dilihat dari penyajian di Tabel 4. Grup 1 dan 2 tidak berbeda secara statistis dalam hal pemilihan partisipan. Hal ini bisa dilihat dari (1) kepandaian mahasiswa atau pengambil keputusan, yang ditunjukkan oleh IPK, (2) skill akuntansi partisipan, yang ditunjukkan dari nilai mata kuliah PA dan AKM1, dan (3) lamanya studi partisipan tidak berbeda secara statistis antara Grup 1 dan 2.

Tabel 4
Independent Samples Test Berdasarkan Grup

	Sig. (2-tailed)	Mean Difference
IPO	.001	-250.0000
SEMESTER	.435	.4667
IPK	.132	.1770
AKM1	.710	-.0868

PA	.583	.1636
----	------	-------

PEMBAHASAN

Hasil eksperimen dalam penelitian ini menunjukkan bahwa penentuan harga IPO secara statistik ditentukan oleh keberadaan konflik kepentingan. Pada Grup 1, kelompok partisipan yang mendapatkan manfaat dari kebijakan penentuan harga IPO, cenderung menentukan harga IPO lebih rendah dibandingkan dengan Grup 2, kelompok partisipan yang tidak mendapatkan manfaat dari kebijakannya. Karena pada Grup 1 partisipan diberikan kesempatan untuk mengambil kebijakan yang bisamempengaruhi pendapatannya, walaupun tidak memenuhi kepentingan pemegang saham, cenderung untuk menentukan harga IPO yang murah agar saham dinilai murah oleh pasar yang bisamenyebabkan terjadinya *oversubscribed*, lalu permintaan yang berlebih di pasar sekunder. Kebijakan ini jelas menguntungkan pembeli saham IPO untuk jangka pendek, namun merugikan perusahaan, karena nilai tambahan modal disetor menjadi lebih kecil dibandingkan seharusnya.

Hasil eksperimen ini jelas selaras dengan fenomena IPO di pasar modal. Terjadinya *underpricing* dikarenakan upaya para pengambil keputusan yang berhubungan dengan harga IPO saham menjual di bawah nilai intrinsiknya, yang selanjutnya menjadikan *return* saham IPO sebagai obyek menarik bagi para spekulasi dan investor saham. Grup 2 yang tidak mendapatkan manfaat dari kebijakan penentuan harga IPO mewakili kelompok yang berupaya meningkatkan nilai perusahaan untuk kepentingan pemegang saham. Hasil dari kebijakan Grup 2 memang menghasilkan cash dan additional paid in capital yang lebih besar dari keputusan Grup 1.

Hasil eksperimen yang selaras dengan studi empiris menggunakan data akuntansi dan return saham ini akan memberikan keyakinan lebih kepada para pemegang saham mayoritas untuk mempertimbangkan konflik kepentingan ini dalam hubungannya dengan penentuan harga IPO, sekaligus menjelaskan kenapa fenomena *underpricing* ini ada di setiap negara dari waktu ke waktu.

KESIMPULAN, IMPLIKASI, DAN KETERBATASAN

Kesimpulan utama yang bisa diambil dalam penelitian ini adalah faktor konflik kepentingan adalah hal yang mendasari adanya penentuan harga IPO. Hal ini jelaslah menunjukkan konfirmasi bahwa fenomena *underpricing* akan tetap berlanjut dari waktu ke waktu jika

pengambil keputusan mendapatkan manfaat finansial dari penentuan harga IPO yang terlalu rendah.

Secara teoritis, hasil eksperimen ini mengkonfirmasi fenomena *underpricing* yang terjadi dalam peristiwa IPO. Hasil ini secara praktis juga bisa digunakan sebagai referensi para pemegang saham mayoritas untuk membuat desain kompensasi manajerial yang menguntungkan perusahaan dan pengelola perusahaan agar fenomena *underpricing* ini bisa diminimasi.

Adapun keterbatasan dalam proses eksperimen, penelitian ini tidak memberikan kompensasi riil bagi pengambil keputusan, namun membedakan kelompoknya hanya dengan *setting* dalam skenario eksperimen. Penggunaan kompensasi riil akan lebih mendekati situasi yang sebenarnya terjadi, namun hal ini memang dibutuhkan sumber daya yang lebih besar untuk merealisasikannya. Selain itu, komparasi antara partisipan mahasiswa dan pengelola perusahaan merupakan partisipan yang ideal untuk bisa menguji hipotesis ini dengan lebih reliabel, diharapkan penelitian ini mendasari studi eksperimen IPO berikutnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, Rajesh K., and Krigman, Laurie, and Womack, Kent L., 2002, Strategic IPO underpricing, information momentum, and lockup expiration selling, *Journal of Financial Economics*, Vol. 66 pp. 105–137
- Bundoo, S.K., 2007, An Analysis Of IPO Underpricing In Mauritius, *African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research*, Vol. 1, No. 1
- Damodaran, Aswath, 2001, *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*, Prentice Hall, New Jersey
- Ljungqvist, Alexander, 2006, IPO Underpricing, Working Paper in Centre for Corporate Governance, Tuck School of Business at Dartmouth
- Loughran, Tim, and Ritter, Jay R., and Rydqvist, Kristian, 1994, Initial Public Offerings: International Insights, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 2, pp. 165-199 (data update: February 15, 2010)
- Maroney, James J., and McDevitt, Rosalie E., 2008, The Effects of Moral Reasoning on Financial Reporting Decisions in a Post Sarbanes-Oxley Environment, *Behavioral Research In Accounting*, Vol. 20, pp. 89–110
- Sulistiawan, Dedhy, dan Arni, Felizia, 2003, Klasifikasi IPO Berdasarkan Data Akuntansi, *Akuntansi & Teknologi Informasi*, Vol.2 No.2 hal.57-71
- Trivedi, Viswanath U., and Chung, Janne O.Y., 2006, The Impact of Compensation Level and Context on Income Reporting Behavior in the Laboratory, *Behavioral Research In Accounting*, Volume 18, 2006, pp. 167–183.