

UNDERPRICING, FAKTOR ROBUST IPO PADA BURSA EFEK INDONESIA

Arni Utamaningsih
Dosen Politeknik Negeri Padang
e-mail: utamaningsih_s3ugm@yahoo.com

This study proves that underpricing is a robust factor on the Indonesia Stock Exchange. This research examines the pricing of IPO, the allocation of shares to groups of institutional investors, the underwriter reputation toward underpricing, price stabilization and excess returns in three regression models and some sub models. Regression results provide evidence that the IPO pricing and allocation of shares to groups of institutional investors affect the underpricing. This evidence supports book building models that developed by Benveniste and Spindt (1989). This study provides evidence that underpricing has a positive effect on price stabilization. Underpricing is also a positive effect on excess returns. Expected proceeds are strong support factor explains underpricing as a central factor. Age and expected proceeds are the support factors, together with underpricing explain price stabilization. Partial price adjustment is support factor together with underpricing explain excess returns.

Keywords: *Underpricing*, Penetapan Harga Saham IPO, Alokasi saham, Reputasi Penjamin Emisi, Stabilisasi Harga, *Excess Returns*.

1. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Beberapa bukti empiris menunjukkan bahwa *underpricing* yang terjadi di pasar perdana merupakan gejala umum di setiap pasar modal di dunia. *Underpricing* mengindikasikan adanya penetapan harga terlalu rendah pada emisi saham perdana. Penetapan harga yang terlalu rendah, menyebabkan investor memperoleh *abnormal returns* ketika pertama kali saham diperdagangkan di pasar sekunder (Kim *et al.* 1993). Walaupun *underpricing* merupakan fenomena umum pada saat penawaran saham perdana, tetapi belum ada teori yang mampu menjelaskan apa yang menjadi penyebab utamanya, sehingga kini fenomena ini masih kontroversial. Namun demikian, sejumlah penjelasan mengenai fenomena *underpricing* telah dikemukakan untuk memperjelas proses IPO. Brau dan Fawcett (2006) membentuk delapan sub kelompok *underpricing* yang dikategorikan berdasarkan premis-premis yang mendasarinya. Premis yang mendasari penjelasan mengenai fenomena *underpricing* adalah: informasi asimetri (Baron 1982), informasi asimetri (Rock 1986), proteksi hukum, fungsi *marketing*, likuiditas, *spinning* dan *flipping*, serta premis berbasis teori keperilakuan.

Penelitian ini menjelaskan fenomena *underpricing* berdasar pada premis informasi asimetri Benveniste dan Spindt (1989), yang tidak lain merupakan pengembangan dari premis informasi asimetri Rock (1986). Benveniste dan Spindt (1989) mengembangkan model teoritikal yang menjelaskan tentang IPO *underpricing* dan kaitannya dengan penyesuaian sebagian (*partial adjustment*). Esensi dari model ini adalah: penjamin emisi sudah semestinya memberikan *rewards* kepada investor atas kerelaannya secara jujur menunjukkan minat membeli saham pada masa *book-building*. Benveniste dan Spindt (1989) berargumentasi, bahwa dengan adanya praktek *book-building* memungkinkan bagi penjamin emisi untuk menghimpun informasi dari para *informed investor*. Pada saat kisaran harga penawaran telah ditentukan dalam prospektus ringkas (*preliminary prospectus*), penjamin emisi dan emiten melanjutkan "road show" untuk memasarkan saham perusahaan mereka kepada

investor yang prospektif. Pada saat "road show" berlangsung penjamin emisi menaksir kekuatan permintaan akan saham, yang kemudian mereka tandai sebagai indikasi ketertarikan dari investor yang potensial. Jika terdapat *demand* yang kuat, maka penjamin emisi akan mematok harga penawaran saham yang lebih tinggi lagi. Jika investor potensial mengetahui perubahan harga tersebut dan tetap rela membayar harga yang diminta penjamin emisi, maka sewajarnya penjamin emisi memberikan *returns* yang lebih menarik. Penjamin emisi harus menawarkan beberapa kombinasi keuntungan, meliputi kombinasi pengalokasian atau penjatahan saham-saham IPO dan penetapan harga saham perdana yang "mengundang" *underpricing*. Dalam hal ini ketika penjamin emisi mengetahui bahwa permintaan saham cenderung meningkat, maka harga penawaran akan dikoreksi naik, tetapi tidak pada tingkat nilai pasar yang penuh. Dalam hal ini harga penawaran hanya sebagian saja yang dikoreksi sebagai tanggapan atas munculnya informasi privat. Koreksi harga pada level berikutnya diperkirakan akan membentuk *underpricing* sebagai kompensasi atas informasi yang dimiliki investor.

Untuk pertama kalinya, Hanley (1993) menguji model *book-building* yang dikembangkan oleh Benveniste dan Spindt (1989). Hasil pengujian empirik Hanley (1993) mengemukakan fakta yang mendukung model *book-building*. Perubahan harga penawaran selama periode pendaftaran ke level yang lebih tinggi merupakan penyesuaian harga sebagian (*partial price adjustment*). Bradley dan Jordan (2002) berpendapat, bahwa model *partial price adjustment* yang dikemukakan oleh Benveniste dan Spindt (1989), maupun Hanley (1993) hanya mempertimbangkan harga penawaran akhir secara relatif terhadap kisaran harga mula-mula. Padahal selama periode pendaftaran, sangat mungkin penjamin emisi beberapa kali merevisi kisaran harga. Dalam hal semacam ini, jelas merupakan sinyal bahwa terjadi revisi dalam penilaian saham.

Situasi *information revelation* dapat menjelaskan bagaimana penjamin emisi melakukan penyesuaian harga melalui proses yang berputar-putar dan tarik ulur pada saat mereka menerima informasi yang bersifat privat. Namun, konsep ini tidak menjelaskan bahwa penyesuaian harga tersebut harus kurang dari penyesuaian harga secara penuh (*full adjustment*). Bradley dan Jordan (2002), Loughran dan Ritter (2002), serta Lowry dan Schwert (2002) mempresentasikan fakta, pada sepanjang periode *road show* dilakukan di pasar saham, penjamin emisi tidak secara penuh melakukan penyesuaian atas harga yang telah mereka *setting* (*pricing*). Walaupun demikian, fakta ini tidak mampu secara sendiri menjelaskan sepenuhnya tentang hubungan antara *price adjustment* dan *first-day returns*, demikian pula penjelasan sehubungan dengan peranan *private information extraction* dan *first-day returns*.

Penelitian ini menginvestigasi peran aktif penjamin emisi dalam mengelola informasi pada saat penawaran saham perdana. Peran aktif penjamin emisi itu berlangsung pada masa *book-building* pada periode *premarket*, yang selanjutnya ditengarai sebagai masa krusial dalam menentukan efisiensi penyelenggaraan IPO. Pada masa *book-building*, penjamin emisi tidak sekedar mendistribusikan prospektus kepada para calon investor yang heterogen, melainkan pula mengumpulkan informasi sejauhmana minat beli calon investor atas saham yang ditawarkan (Benveniste dan Spindt 1989). Berdasarkan penggalangan informasi tersebut, penjamin emisi mengindikasikan kelas-kelas investor menjadi investor institusional dan investor individu, dan selanjutnya menaksir harga saham perdana. Penggolongan kelas investor ini dipandang perlu, karena investor institusional berskala besar seringkali memiliki wawasan yang luas mengenai permintaan pasar, prospek perusahaan emiten berikut para pesaingnya. Ketertarikan investor institusional terhadap saham perdana berarti komitmen untuk membeli dan mempertahankan kepemilikan saham untuk jangka waktu yang lebih lama pada periode *aftermarket*. Sebaliknya, hal yang demikian tidak terindikasi pada investor individu. Itulah sebabnya investor institusional menjadi investor favorit bagi penjamin emisi.

Penjamin emisi sebagai tokoh sentral dalam proses penjualan saham perdana, tentunya tidak hanya menyelenggarakan berbagai aktivitas pengelolaan informasi sebagai sumber strategi penetapan harga. Peran penjamin emisi juga meliputi reputasi penjamin emisi di kalangan dunia industri. Reputasi penjamin emisi juga terbukti memberikan pengaruh terhadap *underpricing* (Carter dan Manaster 1990; Michaely dan Shaw 1994).

Penjamin emisi bereputasi tinggi terbukti memberikan pengaruh terhadap terbentuknya *underpricing* dalam nilai yang rendah. Hal ini sangat diharapkan oleh emiten, karena harga sahamnya tidak dinilai terlalu rendah pada saat penjualan saham perdana. Pada bagian berikutnya, penelitian ini juga menguji pengaruh *underpricing* terhadap stabilisasi harga. Pada pasar modal Indonesia, stabilisasi harga pasca perdagangan hari pertama saham IPO di pasar primer, berlangsung hingga 30 hari perdagangan di pasar sekunder. Pengujian pengaruh *underpricing* terhadap stabilisasi harga merupakan pengujian terhadap kinerja saham IPO pada periode pasar sekunder. Penelitian ini juga dilengkapi dengan pengujian *underpricing* terhadap *excess returns* 30 hari perdagangan setelah masa stabilisasi harga saham IPO berakhir.

Penelitian ini menguji *underpricing* sebagai faktor sentral, dan faktor penetapan harga saham IPO, alokasi saham kepada kelompok investor institusional, reputasi penjamin emisi, serta *excess returns* (30 hari) sebagai faktor kuat yang saling mempengaruhi dalam beberapa sub model. Penelitian ini juga dilengkapi dengan pengujian *robust* melalui pengujian faktor umur perusahaan emiten, *expected proceeds*, *preliminary offer price range*, *revenue*, rasio *revenue* terhadap *total Assets*, *partial price adjustment*, secara berturut-turut terhadap faktor *underpricing*, stabilisasi harga, dan *excess returns* (30 hari). Tujuan pengujian *robust* ini adalah untuk memastikan bahwa *underpricing* merupakan faktor sentral dalam penelitian ini, sebagaimana telah dikemukakan dalam penelitian-penelitian terdahulu.

1.2. Permasalahan Penelitian

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, penelitian ini ingin menguji beberapa isu yang relevan sebagai berikut:

1. Apakah penetapan harga saham IPO berpengaruh positif terhadap *underpricing*?
2. Apakah alokasi saham kepada kelompok investor institusional berpengaruh positif terhadap *underpricing*?
3. Apakah reputasi penjamin emisi berpengaruh negatif terhadap *underpricing*?
4. Apakah *underpricing* berpengaruh positif terhadap stabilisasi harga?
5. Apakah *underpricing* berpengaruh positif terhadap *excess returns* 30 hari, setelah masa stabilisasi berakhir?

1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan menguji dan meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing*, stabilisasi harga, dan *excess returns* (30 hari) yang terbentuk sebagai hasil aktivitas pasar yang diselenggarakan oleh penjamin emisi dalam mengelola informasi di seputar periode *premarket* pada penawaran saham perdana. Berikut ini adalah rincian tujuan penelitian tersebut:

1. Menguji bahwa penetapan harga saham IPO berpengaruh positif terhadap *underpricing*.
2. Menguji bahwa alokasi saham kepada kelompok investor institusional berpengaruh positif terhadap *underpricing*.
3. Menguji bahwa reputasi penjamin emisi berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.
4. Menguji bahwa *underpricing* berpengaruh positif terhadap stabilisasi harga.
5. Menguji bahwa *underpricing* berpengaruh positif terhadap *excess returns* 30 hari, setelah masa stabilisasi berakhir.

2. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Bagian landasan teori dan pengembangan hipotesis ini merupakan bagian yang menjelaskan bagaimana logika penelitian ini dibangun. Secara berturut-turut bagian ini akan membahas mengenai penetapan harga saham IPO, alokasi saham kepada kelompok investor, reputasi penjamin emisi, stabilisasi harga, dan *excess returns* (30 hari). Kelima faktor tersebut berpengaruh terhadap *underpricing*, dalam hal ini *underpricing* ditempatkan sebagai faktor sentral dalam penelitian ini.

Seperti telah disampaikan pada bagian latar belakang, beberapa bukti empiris menunjukkan bahwa *underpricing* yang terjadi di pasar perdana merupakan gejala umum di setiap pasar modal. *Underpricing* terjadi karena adanya informasi asimetri antara emiten dan para investor, terutama investor potensial. Pada kondisi informasi asimetri, sangat mungkin bagi penjamin emisi untuk bertindak demi kepentingannya sendiri, terutama sehubungan dengan proses penetapan harga saham. Beatty dan Ritter (1986) berargumen, bahwa ketidakpastian investor mengenai perusahaan IPO membiarkan harga penawaran lebih rendah ketimbang harga pasar yang akan datang yang belum diketahui. Benveniste dan Spindt (1989), Benveniste dan Wilhelm (1990), serta Spatt dan Srivastava (1991) berargumen, bahwa *rewards* dalam bentuk *underpricing* dimaksudkan untuk membujuk para investor agar bersedia membocorkan informasi akurat mengenai minat beli investor yang sesungguhnya sehingga memudahkan valuasi selama proses *book-building*. Konsep inilah yang akan diinvestigasi lebih mendalam pada penelitian ini.

Penelitian ini mengungkap faktor penetapan harga saham IPO yang merupakan proses *pricing* yang terjadi di perioda *premarket*. Pada perioda *premarket*, penjamin emisi akan melakukan "road show" dan menerbitkan prospectus ringkas yang memuat kisaran harga saham perdana. Proses penetapan harga perdana bermula pada tahapan ini. Menurut Hanley (1993) yang sejalan dengan pendapat Benveniste dan Spindt (1989), perubahan harga penawaran selama perioda *premarket* ke level yang lebih tinggi merupakan penyesuaian harga sebagian (*partial price adjustment*). Hal ini terjadi ketika permintaan saham perdana di kalangan investor menguat, namun sebenarnya penjamin emisi tidak melakukan perubahan harga secara penuh. Penjamin emisi melakukan strategi ini untuk menjaga agar harga masih cukup kondusif untuk "mengundang" timbulnya *underpricing*. Hanley (1993) menemukan fakta bahwa ketika penjamin emisi melakukan revisi harga saham ke level yang lebih tinggi dari estimasi awal yang terdapat dalam kisaran harga dalam prospectus ringkas, maka *underpricing* cenderung menjadi lebih tinggi. Bradley dan Jordan (2002) menemukan fakta bahwa perubahan harga sebelum harga benar-benar ditetapkan sebagai harga final terjadi berkali-kali dalam masa *book-building*. Berbasis dari temuan ini, maka penelitian ini menetapkan hipotesa bahwa penetapan harga saham IPO berpengaruh positif terhadap *underpricing*. Menimbang penjelasan tersebut, maka *underpricing* diinterpretasikan sebagai kompensasi untuk membujuk investor agar mau menampakkan permintaan yang sesungguhnya terhadap saham yang sedang ditawarkan.

Pada bagian kedua, penelitian ini menetapkan bahwa alokasi saham kepada kelompok investor institusional berpengaruh positif terhadap *underpricing*. Hipotesa ini dibangun berdasarkan temuan penelitian sebelumnya mengenai adanya diskriminasi terhadap investor minoritas (Bodie *et al.* 2005). Investor institusional merupakan investor favorit bagi penjamin emisi, karena keberadaan investor institusional dalam proses penawaran saham baru dapat menjadikan proses penawaran saham efisien. Stoughton dan Zechner (1998) mengatakan bahwa terjadinya *underpricing* pada saham-saham IPO merupakan *moral hazard*, bukan sekedar masalah *adverse selection* atau informasi asimetri. Perubahan struktur kepemilikan saham merupakan pemicu timbulnya *moral hazard*. Di antara calon investor yang heterogen, investor institusional memiliki berbagai potensi yang besar untuk dapat menguasai penawaran saham-saham baru, terutama saham perdana yang memiliki prospek bagus dalam pandangan investor institusional. Penjamin emisi memiliki kepentingan untuk sukses dalam proses penjualan saham, dan cenderung mendukung keberadaan investor institusional dalam proses perdagangan saham perdana. Dalam kontrak penjaminan saham IPO *full commitment*, penjamin emisi harus membeli sisa saham yang tidak habis terjual, tentu saja risiko ini sangat dihindari oleh penjamin emisi. Husnan (2001) sependapat bahwa penjamin emisi perlu menawarkan sekuritas kepada investor dengan harga yang lebih murah, agar investor tersebut mau berpartisipasi dan membagi informasi. Oleh karena itu, IPO umumnya diberi harga terlalu rendah dari harga pasar yang seharusnya. Binay *et al.* (2007) mengategorikan investor individu sebagai *free-rider*. Binay *et al.* (2007) berpendapat bahwa investor individu tidak memiliki keunggulan dalam informasi, kurang dapat membantu penjamin emisi dalam mengevaluasi harga saham, kurang memiliki pengalaman partisipasi dalam penawaran saham perdana

sehingga tidak dapat memberikan manfaat mutualisma, serta tidak memiliki fasilitas lain sebagai kontribusi terhadap efisiensi proses penawaran saham. Sebagai *free-rider*, investor individu memperoleh manfaat dari transaksi perdagangan saham melalui kepemilikan saham dalam jangka waktu yang singkat atau sering disebut sebagai perilaku spekulasi.

Hipotesa ketiga pada penelitian ini dibangun atas dasar pemikiran bahwa penjamin emisi dalam menyelenggarakan penawaran saham perdana, tentunya tidak hanya mengandalkan aktivitasnya dalam proses menetapkan harga maupun mencari pembeli saham yang potensial. Aktivitas yang diselenggarakan penjamin emisi pada periode *premarket* mestinya juga terkait dengan reputasinya di kalangan industri maupun para pelaku pasar saham. Saham perdana yang dijamin oleh penjamin emisi yang bereputasi baik, tentu akan memberikan pengaruh reputasinya terhadap saham yang sedang ditawarkannya. Bagi perusahaan emiten yang belum memiliki rekam jejak di pasar modal, terutama bagi perusahaan yang kurang memiliki prospek gemilang, reputasi penjamin emisi diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan emiten di kalangan pelaku pasar modal. Perusahaan emiten berharap harga saham IPO tidak dinilai terlalu rendah pada saat penawaran perdana dengan adanya penjamin emisi bereputasi baik, dalam hal ini saham tidak terlalu mengalami *underpricing*, sebagaimana diungkap dalam hasil penelitian Carter dan Manaster (1990) dan Michaely dan Shaw (1994).

Pada pengujian keempat, penelitian ini membangun hipotesa bahwa *underpricing* berpengaruh positif terhadap stabilisasi harga. Hipotesa ini dibangun atas pemikiran bahwa penjamin emisi memberikan *rewards* kepada investor yang memiliki informasi bagus dengan alokasi saham-saham *underpriced* dalam jumlah yang lebih banyak (Benveniste dan Spindt 1989; Benveniste dan Wilhelm 1990; Benveniste, Busaba, dan Wilhelm 1996). Mekanisme ini memungkinkan penjamin emisi memperoleh informasi privat yang tidak tersedia di pasar. Namun di sisi lain, hal ini juga menimbulkan masalah baru. Penjamin emisi sedapat mungkin harus mempertahankan loyalitas investor terhadap saham yang sedang diperdagangkan di pasar sekunder, dan hal ini bukanlah hal yang mudah. Sebagai upaya mengatasi masalah tersebut, penjamin emisi memberi jaminan stabilisasi harga sesuai dengan kesepakatan umum dalam suatu pasar modal. Di pasar modal Indonesia, kesepakatan stabilisasi harga pasca IPO berlangsung dalam 30 hari perdagangan. Dalam hal ini peran stabilisasi harga menjadi sangat penting. Stabilisasi harga merupakan suatu mekanisme untuk memantapkan kredibilitas penjamin emisi terhadap para investor potensialnya. Penjamin emisi akan membeli kembali saham pada harga penawaran guna menanggulangi terjadinya *overpricing* selama 30 hari perdagangan pada perdagangan *aftermarket*.

Mekanisme *book-building* yang dikembangkan oleh Benveniste *et al.* (1989; 1990; 1996) didukung oleh Chowdhry dan Nanda (1996) serta Prabala dan Puri (1999). Mereka menyatakan bahwa stabilisasi harga merupakan komitmen eksplisit oleh penjamin emisi untuk membeli kembali saham-saham IPO pada harga penawaran dalam periode *aftermarket*. Stabilisasi harga merupakan pilihan tindakan untuk menciptakan suatu proses IPO yang lebih efisien. Melalui jaminan adanya stabilisasi harga, jika harga pada periode *aftermarket* turun hingga di bawah harga perdana, akan berhasil mengumpulkan lebih banyak informasi privat dari kalangan investor potensial. Harga saham perdana yang cenderung mendekati batas atas kisaran harga penawaran, akan menghasilkan *underpricing*, dan saham yang *underpricing* akan terhindar dari stabilisasi harga. Hal ini berarti adanya tambahan informasi berharga pada periode *premarket* dapat mengurangi problema *adverse selection* pada tahapan penawaran dan memperbaiki likuiditas pada periode *aftermarket*.

Selanjutnya sebagai pengujian terakhir dalam penelitian ini, dan merupakan konsekuensi logis dari peristiwa *underpricing* serta stabilisasi harga, maka *excess returns* yang terbentuk pada hari perdagangan ke-30 akan menunjukkan nilai yang positif. Dalam hal ini kinerja perdagangan saham IPO dengan *excess returns* yang positif menunjukkan bahwa investor tetap dapat mengambil untung sampai batas berakhirnya masa stabilisasi harga. Melalui pengujian penelitian semacam ini, maka akan dapat diperoleh suatu penjelasan yang utuh dari seluruh rangkaian fenomena krusial yang terjadi pada periode *premarket*, *issue date*, dan *aftermarket*. Penelitian ini juga menguji beberapa faktor yang umumnya diuji

pada beberapa penelitian terdahulu, seperti penelitian yang dilakukan oleh Logue, Rogalski, Seward, dan Johnson (2002) serta Lewellen (2006). Penelitian ini mengembangkan prinsip kehati-hatian untuk memastikan bahwa *underpricing* benar merupakan faktor yang *robust* dalam pasar modal yang sedang berkembang, seperti di Indonesia. Berdasarkan pertimbangan tersebut, maka penelitian ini menguji faktor umur perusahaan emiten, *expected proceeds*, *preliminary offer price range*, *revenue*, rasio *revenue* terhadap *total Assets*, *partial price adjustment* terhadap faktor *underpricing*, stabilisasi harga, dan *excess returns* (30 hari) secara berturut-turut, dan dikembangkan dalam beberapa sub model.

3. METODA PENELITIAN

Penelitian ini dirancang dengan menggunakan pendekatan kuantitatif melalui pengujian hipotesis dan analisis data sekunder. Desain penelitian disusun secermat mungkin untuk menguji hipotesisnya, sebagaimana pendapat Kinney Jr. (1986). Sebelumnya, peneliti telah melakukan pemetaan terhadap penelitian-penelitian mengenai IPO terdahulu untuk memastikan posisi penelitian ini. Rancangan penelitian ini telah melalui proses yang valid, objektif, efisien dan efektif, sebagaimana pendapat Cooper dan Schindler (2001) tentang desain penelitian. Penelitian ini memiliki tingkat generalisasi yang tinggi, karena penelitian ini menangkap fenomena yang terekam dalam data sekunder mulai tahun 2001 sampai tahun 2010, sehingga melibatkan banyak data saham IPO dalam rentang waktu yang cukup panjang.

Penelitian ini menggunakan pasar modal Indonesia sebagai suatu unit analisis. Pasar modal Indonesia merupakan suatu unit analisis yang unik, sebagai gambaran dari suatu pasar modal sedang berkembang di kawasan Asia Pasifik. Harga saham dan penyesuaiannya serta alokasi jumlah saham merupakan unit analisis terkecil dalam penelitian ini. Penelitian ini mengakomodasi peraturan BAPEPAM No. IX.A.2, tanggal 27 Oktober 2000 tentang penawaran umum berbasis *book-building*. Fokus penelitian ini adalah peristiwa IPO di Bursa Efek Indonesia yang terjadi pasca peraturan BAPEPAM No. IX.A.2, yaitu sejak bulan Januari 2001 sampai dengan Desember 2010. Pemilihan perioda sampel telah mempertimbangkan efek *unsynchronuous trading*. Penentuan sampel dilakukan dengan metoda *purposive sampling*. Untuk menghindari distorsi, data yang tidak memenuhi kriteria (*outlier*) akan dikeluarkan dari sampel penelitian.

Metoda pengumpulan data, pengukuran dan definisi operasional variabel mengacu pada data sekunder dalam disertasi Utamaningsih (2012). Data tersebut meliputi: harga penawaran perdana, jumlah saham yang dijual, kisaran harga penawaran, pendapatan, harga penutupan pada hari pertama perdagangan sampai dengan hari perdagangan ke-30, indeks harga saham gabungan (IHSG) dan peringkat reputasi penjamin emisi di Indonesia. *Returns* saham diamati sejak hari perdagangan pertama sampai dengan hari perdagangan ke-30 pasca IPO. Data diperoleh dari berbagai sumber, diantaranya dari *database* PPA UGM, *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), prospektus ringkas, prospektus awal dari Pusat Data Pasar Modal BEI. Data mengenai peringkat reputasi penjamin emisi di Indonesia diperoleh dari laporan transaksi bulanan Bursa Efek Indonesia (*JSX Monthly Statistic*) sepanjang tahun 2001 sampai dengan tahun 2010. Data yang terkumpul kemudian diolah kembali sehingga peneliti memperoleh peringkat penjamin emisi berdasarkan nilai transaksi yang dijamin oleh penjamin emisi. Nilai transaksi yang dapat dijamin oleh penjamin emisi secara tidak langsung mencerminkan *asset* yang dimiliki oleh penjamin emisi.

Penelitian ini berhasil mengumpulkan 165 data sekunder IPO lengkap. Sebelumnya data yang berhasil terkumpul adalah 175 data, namun 7 data di antaranya tergolong data kurang lengkap, dan 3 data tergolong data *outlier*, sehingga harus dikeluarkan dari sampel. Data sekunder yang telah terkumpul, selanjutnya diolah dengan cara regresi yang terbagi dalam sub-sub regresi. Dalam penelitian ini, variabel penetapan harga saham IPO, alokasi saham kepada kelompok investor institusional, dan reputasi penjamin emisi merupakan variabel yang diuji sebagai refleksi dari aktivitas yang dilakukan penjamin emisi pada perioda *premarket*. *Underpricing* merupakan peristiwa sentral yang terjadi pada perioda *issue date*, dan stabilisasi harga serta *excess returns* (30 hari) merupakan dampak peristiwa sentral yang terjadi pada perioda *aftermarket*.

Penelitian ini menyertakan pengujian sebagaimana dikembangkan dalam penelitian Logue *et al.* (2002), serta Lewellen (2006) sebagaimana telah diungkapkan pada bagian landasan teori dan pengembangan hipotesis. Variabel yang dikembangkan dalam penelitian Logue *et al.* (2002), dan Lewellen (2006) diduga mempengaruhi level *underpricing*, stabilisasi harga, dan *excess returns* (30 hari). Beberapa variabel tersebut adalah: umur perusahaan emiten (*AGE*), *expected proceeds* (*EXPRO*), *preliminary offer price range* (% *PRIRNG*), *revenue* (*REV*), rasio *revenue* terhadap *total assets* (*SALES*), Rasio penjumlahan penjualan dan persediaan terhadap *total assets* (*PPE*), dan *partial price adjustment* (*PPA*). Variabel-variabel tersebut diuji dalam formula regresi dalam model yang dikembangkan dalam sub-sub model regresi dengan tujuan sebagai *robustness test*. Formulasi model pengujian variabel-variabel tersebut terhadap variabel independen *underpricing* (*UNDPRI*) adalah sebagai berikut:

$$UNDPRI_i = a_1 + \beta_{11}AJUST_i + \beta_{12}ALOC_i + \beta_{13}RANK_i + \beta_{14}AGE_i + \beta_{15}EXPRO_i + \beta_{16}\%PRIRNG_i + \beta_{17}REV_i + \beta_{18}SALES_i + \beta_{19}PPE_i + \beta_{110}PPA_i + e_i$$

Model regresi tersebut selanjutnya dikembangkan menjadi 3 (tiga) kombinasi sub model. Pengembangan model regresi tersebut dimaksudkan untuk menguji kekuatan menjelaskan masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya. Pengembangan regresi atas variabel independen *underpricing* (*UNDPRI*) menjadi 3 (tiga) sub model adalah sebagai berikut:

$$UNDPRI_i = a_1 + \beta_{11}AGE_i + \beta_{12}EXPRO_i + \beta_{13}\%PRIRNG_i + \beta_{14}REV_i + \beta_{15}SALES_i + \beta_{16}PPE_i + \beta_{17}PPA_i + e_i$$

$$UNDPRI_i = a_1 + \beta_{11}AJUST_i + \beta_{12}ALOC_i + \beta_{13}RANK_i + \beta_{14}EXPRO_i + \beta_{15}\%PRIRNG_i + \beta_{16}REV_i + \beta_{17}PPA_i + e_i$$

$$UNDPRI_i = a_1 + \beta_{11}AJUST_i + \beta_{12}ALOC_i + \beta_{13}RANK_i + \beta_{14}AGE_i + \beta_{15}SALES_i + \beta_{16}PPE_i + e_i$$

Formulasi model pengujian variabel-variabel terhadap variabel independen stabilisasi harga (*PRISTB*) dan *excess returns* (30 hari, *EXRET1*), berturut-turut sebagai berikut:

$$PRISTB_i = a_1 + \beta_{11}AJUST_i + \beta_{12}ALOC_i + \beta_{13}RANK_i + \beta_{14}AGE_i + \beta_{15}EXPRO_i + \beta_{16}\%PRIRNG_i + \beta_{17}REV_i + \beta_{18}SALES_i + \beta_{19}PPE_i + \beta_{110}PPA_i + \beta_{111}UNDPRI_i + e_i$$

$$EXRET1_i = a_1 + \beta_{11}AJUST_i + \beta_{12}ALOC_i + \beta_{13}RANK_i + \beta_{14}AGE_i + \beta_{15}EXPRO_i + \beta_{16}\%PRIRNG_i + \beta_{17}REV_i + \beta_{18}SALES_i + \beta_{19}PPE_i + \beta_{110}PPA_i + \beta_{111}UNDPRI_i + e_i$$

Regresi atas variabel independen stabilisasi harga (*PRISTB*) dikembangkan menjadi 4 (empat) sub model, sebagai berikut ini:

$$PRISTB_i = a_1 + \beta_{11}AGE_i + \beta_{12}EXPRO_i + \beta_{13}\%PRIRNG_i + \beta_{14}REV_i + \beta_{15}SALES_i + \beta_{16}PPE_i + \beta_{17}PPA_i + e_i$$

$$PRISTB_i = a_1 + \beta_{11}AJUST_i + \beta_{12}ALOC_i + \beta_{13}RANK_i + \beta_{14}UNDPRI_i + e_i$$

$$PRISTB_i = a_1 + \beta_{11}AJUST_i + \beta_{12}ALOC_i + \beta_{13}RANK_i + \beta_{14}EXPRO_i + \beta_{15}\%PRIRNG_i + \beta_{16}REV_i + \beta_{17}PPA_i + \beta_{18}UNDPRI_i + e_i$$

$$PRISTB_i = a_1 + \beta_{11}AJUST_i + \beta_{12}ALOC_i + \beta_{13}RANK_i + \beta_{14}AGE_i + \beta_{15}SALES_i + \beta_{16}PPE_i + e_i$$

Arni Utamaningsih

Regresi atas variabel independen *excess returns* (30 hari, EXRET1) dikembangkan menjadi 4 (empat) sub model, sebagai berikut ini:

$$EXRET1_i = a_1 + \beta_{11}AGE_i + \beta_{12}EXPRO_i + \beta_{13}\%PRIRNG_i + \beta_{14}REV_i + \beta_{15}SALES_i + \beta_{16}PPE_i + \beta_{17}PPA_i + e_i$$

$$EXRET1_i = a_1 + \beta_{11}AJUST_i + \beta_{12}ALOC_i + \beta_{13}RANK_i + \beta_{14}UNDPRI_i + e_i$$

$$EXRET1_i = a_1 + \beta_{11}AJUST_i + \beta_{12}ALOC_i + \beta_{13}RANK_i + \beta_{14}EXPRO_i + \beta_{15}\%PRIRNG_i + \beta_{16}REV_i + \beta_{17}PPA_i + \beta_{18}UNDPRI_i + e_i$$

$$EXRET1_i = a_1 + \beta_{11}AJUST_i + \beta_{12}ALOC_i + \beta_{13}RANK_i + \beta_{14}AGE_i + \beta_{15}SALES_i + \beta_{16}PPE_i + e_i$$

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengaruh Variabel Utama dan Pendukung terhadap *Underpricing*

Beberapa variabel diuji secara regresi untuk menguji kepekaan model dan mengurangi kemungkinan terjadinya kesalahan spesifikasi model. Pengujian seluruh variabel, baik variabel utama maupun pendukung diklasifikasi menjadi 4 (empat) sub model. Dalam hal ini variabel utama adalah variabel yang dihipotesiskan, sedangkan variabel pendukung tidak dihipotesiskan untuk keperluan uji *robust*. Hasil pengujian masing-masing sub model ditunjukkan dalam Tabel 1. Hasil pengujian dalam Tabel 1 menunjukkan bahwa koefisien penetapan harga saham IPO (AJUST) bertanda positif dan signifikan pada pengujian regresi sub model 1, sub model 3 maupun sub model 4. Hasil ini berarti penetapan harga saham IPO berpengaruh positif terhadap *underpricing*. Tabel 1 juga menunjukkan bahwa alokasi saham kepada kelompok investor institusional (ALOC) bertanda positif dan signifikan pada pada pengujian regresi sub model 1, sub model 3 maupun sub model 4. Hasil ini menunjukkan bahwa alokasi saham kepada kelompok investor institusional berpengaruh positif terhadap *underpricing*. Hasil pengujian ini konsisten dengan hipotesa 1 dan hipotesa 2 sebagaimana telah diuraikan pada bagian sebelumnya.

Tabel 1
Pengujian *Underpricing* (UNDPRI)
dengan Pengembangan 4 (empat) sub model

Variabel Independen	Sub Model			
	1	2	3	4
Penetapan harga saham IPO (AJUST)	0,341**		0,349**	0,313**
Alokasi saham kepada kelompok investor institusional (ALOC)	0,363**		0,36**	0,349**
Reputasi penjamin emisi (RANK)	-0,035		-0,031	-0,106
Umur perusahaan emiten (AGE)	-0,042	-0,046		-0,113**
<i>Expected proceeds</i> (EXPRO)	-0,238**	-0,165	-0,258**	
<i>Preliminary offer price range</i> (%PRIRNG)	0,073	0,064	0,073	
Revenue (REV)	-0,092	-0,170	-0,078	
Rasio revenue terhadap <i>total Assets</i> (SALES)	0,009	-0,004		-0,035
Rasio penjumlahan penjualan dan persediaan terhadap <i>total assets</i> (PPE)	0,046	0,073		0,041
<i>Partial price adjustment</i> (PPA)	-0,099	-0,031	-0,104	
R2	40,30%	10,90%	40,00%	30,30%

Keterangan: * Signifikan pada a 10%, df = 3, one tailed test.

** Signifikan pada a 5%, df = 3, one tailed test.

Tabel 1 menunjukkan bahwa *expected proceeds* (EXPRO) merupakan variabel pendukung yang sensitif dalam pengujian ini. *Expected proceeds* hanya sensitif berpengaruh terhadap *underpricing* jika ke dalam model juga disertakan pengujian atas variabel utama AJUST dan ALOC. Hasil ini dapat dibaca dalam Tabel 1, sub model 1 dan 3. Pada pengujian sub model 2 yang menguji seluruh variabel pendukung, *expected proceeds* tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Hanya pada sub model 4 variabel pendukung umur perusahaan emiten berpengaruh negatif terhadap *underpricing*, meskipun dalam level signifikansi yang rendah.

Hasil pengujian regresi linear menunjukkan bahwa variabel reputasi penjamin emisi (RANK) tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Namun, hasil pengujian tersebut menunjukkan arah hubungan yang konsisten dengan hipotesa ke-3, dalam hal ini hasil uji regresi linear seluruhnya menunjukkan arah hubungan negatif. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa pengaruh variabel pendukung terhadap *underpricing* relatif tidak sensitif. Hasil pengujian tersebut juga menunjukkan bahwa sub model 1 mempunyai kemampuan menjelaskan terbaik dengan nilai R² 40,30%.

Pengaruh Variabel Utama dan Pendukung terhadap Stabilisasi Harga

Hasil pengujian variabel pendukung terhadap stabilisasi harga dilaporkan dalam Tabel 2 sebagai berikut ini:

Tabel 2
Pengujian Stabilisasi Harga (PRISTB)
dengan Pengembangan 5 (lima) sub model

Variabel Independen	Sub Model				
	1	2	3	4	5
Penetapan harga saham IPO (AJUST)	0,422		0,557	0,333	0,767**
Alokasi saham kepada kelompok investor institusional (ALOC)	9,691		9,655	9,503	9,966
Reputasi penjamin emisi (RANK)	-0,574		-0,237	-0,633	-0,331
Umur perusahaan emiten (AGE)	0,036**	0,024			0,031**
<i>Expected proceeds</i> (EXPRO)	1,060**	0,804**		0,826**	
<i>Preliminary offer price range</i> (%PRIRNG)	-0,02*	-0,013		-0,019**	
Revenue (REV)	-0,124	-0,285		0,236	
Rasio revenue terhadap <i>total assets</i> (SALES)	2,420*	1,553*			2,160**
Rasio penjumlahan penjualan dan persediaan terhadap <i>total assets</i> (PPE)	0,434	0,427			0,204
<i>Partial price adjustment</i> (PPA)	-0,060	0,058		0,057	
<i>Underpricing</i> (UNDPRI)	1,260**		0,267	1,206**	
R²	49,30%	12,50%	35,40%	45,30%	40,30%

Keterangan: * Signifikan pada a 10%, df = 3, one tailed test.

** Signifikan pada a 5%, df = 3, one tailed test.

Tabel 2 menunjukkan hasil pengujian bahwa AJUST merupakan satu-satunya variabel utama yang berpengaruh signifikan terhadap stabilisasi harga pada sub model 5. Pengujian pada sub model 1, 3, dan 4 tidak berhasil membuktikan pengaruh variabel utama tersebut. Pada pengujian variabel pendukung pada sub model 1 dan 5, umur perusahaan emiten terbukti berpengaruh terhadap stabilisasi harga. Pengujian ini juga membuktikan adanya pengaruh

Arni Utamaningsih

expected proceeds terhadap stabilisasi harga pada seluruh sub model pengujian. *Preliminary offer price range* berpengaruh negatif pada pengujian sub model 1 dan 5.

Tabel 2 juga menunjukkan bahwa rasio *revenue* terhadap *total assets* berpengaruh terhadap stabilisasi harga pada pengujian sub model 1 dan 2, pengaruh tersebut semakin menguat pada pengujian sub model 5. Dalam pengujian ini juga terbukti bahwa *underpricing* merupakan faktor yang sangat kuat mempengaruhi terjadinya stabilisasi harga pada pengujian sub model 1 dan 4. Hasil ini mendukung pengujian secara struktural, dalam hal ini *underpricing* merupakan faktor sentral dalam peristiwa perdagangan saham IPO. Tabel 2 membuktikan bahwa pengujian pada masing-masing sub model lebih menunjukkan sensitivitasnya ketika dalam pengujian juga disertakan variabel utama. Pengujian ini menyatakan bahwa pengaruh variabel pendukung terhadap stabilisasi harga relatif lebih sensitif. Hasil pengujian tersebut juga menunjukkan bahwa sub model 1 mempunyai kemampuan menjelaskan terbaik dengan nilai R^2 49,30%.

Pengaruh Variabel Utama dan Pendukung terhadap Excess Returns (30 Hari)

Tabel 3 merangkum hasil pengujian regresi linear seluruh variabel pendukung terhadap *excess returns* (30 hari) yang terdiri atas pengujian 5 sub model. Hasil pengujian dalam Tabel 3 menunjukkan hanya *partial price adjustment* yang berpengaruh signifikan terhadap terjadinya *excess returns* (30 hari). Pengujian variabel pendukung lainnya tidak terbukti berpengaruh terhadap *excess returns* 30 hari. Pengujian variabel utama *underpricing* secara konsisten terbukti berpengaruh terhadap terjadinya *excess returns* (30 hari) pada pengujian regresi linear pada seluruh sub model. Sebagian variabel utama penelitian ini, yaitu AJUST dan ALOC menunjukkan pengaruh terhadap terjadinya *excess returns* (30 hari) pada pengujian sub model 5. Pengujian pada seluruh sub model berhasil memberikan bukti bahwa *underpricing* merupakan faktor sentral yang *robust* dalam peristiwa IPO di Bursa Efek Indonesia.

Tabel 3
Pengujian *Excess Returns* 30 Hari (EXRET1)
dengan Pengembangan 5 (lima) sub model

Variabel Independen	Sub Model				
	1	2	3	4	5
Penetapan harga saham IPO (AJUST)	0,040		0,006	0,033	0,153**
Alokasi saham kepada kelompok investor institusional (ALOC)	0,047		0,054	0,058	0,198**
Reputasi penjamin emisi (RANK)	-0,014		-0,019	-0,015	-0,072
Umur perusahaan emiten (AGE)	0,109	0,089			0,049
<i>Expected proceeds</i> (EXPRO)	-0,023	-0,088		-0,014	
<i>Preliminary offer price range</i> (%PRIRNG)	-0,024	0,003		-0,021	
<i>Revenue</i> (REV)	0,018	-0,067		0,029	
Rasio <i>revenue</i> terhadap <i>total assets</i> (SALES)	-0,017	-0,020			-0,002
Rasio penjumlahan penjualan dan persediaan terhadap <i>total assets</i> (PPE)	-0,030	0,004			-0,039
<i>Partial price adjustment</i> (PPA)	-0,133*	-0,139*		-0,125*	
<i>Underpricing</i> (UNDPRI)	0,437**		0,440**	0,427**	
R2	25,00%	4,30%	22,20%	23,80%	8,80%

Keterangan: * Signifikan pada a 10%, df = 3, one tailed test.

** Signifikan pada $\alpha = 5\%$, $df = 3$, one tailed test.

Hasil pengujian model ini menunjukkan bahwa sub model 1 mempunyai kemampuan menjelaskan terbaik dengan nilai R^2 25%, namun merupakan nilai terendah dibandingkan dengan pengujian model *underpricing* dan stabilisasi harga. Berdasarkan hasil pengujian secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa keseluruhan model relatif tidak sensitif terhadap variabel-variabel pendukung yang dalam penelitian ini berperan sebagai variabel kontrol.

Pembahasan Hasil Uji Robust terhadap Underpricing

Bagian penelitian ini menguji beragam faktor yang mempengaruhi *underpricing*. Faktor-faktor tersebut terdiri dari faktor utama dan faktor pendukung untuk mengetahui sensitivitas masing-masing faktor terhadap *underpricing* yang terbagi dalam 4 (empat) sub model. Tabel 1 melaporkan hasil pengujian masing-masing sub model. Hasil pengujian menunjukkan bahwa penetapan harga saham IPO dan alokasi saham kepada kelompok investor institusional merupakan dua faktor utama yang konsisten mempengaruhi terbentuknya *underpricing*. Hasil ini sesuai dengan harapan teori sebagaimana dikemukakan oleh Benveniste *et al.* (1989; 1990; 1996). Hasil pengujian sub model ke-1, 3, dan 4 dalam Tabel 1 memberikan bukti pengaruh tersebut. Faktor-faktor lain yang memberikan pengaruh terhadap *underpricing* dalam beberapa pengujian sub model adalah *expected proceeds* dan umur perusahaan emiten.

Expected proceeds merupakan produk dari jumlah saham yang dijual dikalikan dengan harga penawaran perdana. Jumlah saham yang akan dijual di pasar modal Indonesia pada umumnya telah ditetapkan lebih dahulu dan dapat diidentifikasi dalam prospektus ringkas. Kondisi ini berbeda dengan pasar modal di US, dalam hal ini jumlah saham yang akan dijual tercantum dalam kisaran sehingga dapat disesuaikan jumlah pastinya tergantung pada situasi yang berkembang pada masa *book-building*. Pola penyesuaian harga saham mengacu pada muatan informasi yang terjadi pada masa *book-building* ditujukan untuk memberi kompensasi kepada investor dalam bentuk premium (sehubungan dengan tingkat ketidakpastian) dan *additional discount* (sehubungan dengan jumlah saham yang ditawarkan). Hal ini berarti, pada masa *book-building* penjamin emisi di pasar modal Indonesia relatif hanya mengelola premium dalam proses penetapan harga perdana terhadap kisaran harga saham.

Semakin kecil jumlah saham yang dijual dibandingkan dengan jumlah total saham yang dimiliki oleh perusahaan emiten, maka semakin tinggi aktivitas penjamin emisi dalam menyesuaikan harga untuk selanjutnya membuat keputusan penetapan harga. Hal tersebut juga terjadi ketika informasi yang berkembang di seputar peristiwa IPO kurang mendukung (*cold IPO*), sehingga penjamin emisi harus menyesuaikan harga ke arah yang lebih rendah dari harga yang diharapkan dalam kisaran harga. *Cold IPO* merupakan suatu situasi dengan tingkat ketidakpastian (*uncertainty*) yang tinggi dan penjamin emisi dihadapkan pada risiko saham perdana tidak terjual habis. Jika kontrak yang disepakati adalah *full commitment*, maka penjamin emisi berkewajiban untuk membeli seluruh sisa saham yang tidak terjual.

Hasil pengujian penelitian ini juga menyatakan bahwa umur perusahaan emiten merupakan faktor yang mempengaruhi *underpricing*. Umur perusahaan yang lebih mapan mampu memperkecil nilai *underpricing*. Perusahaan yang sedang tumbuh, apalagi sudah berdiri lama akan memiliki informasi yang lebih lengkap. Informasi yang diberikan oleh perusahaan emiten merupakan sumber analisis fundamental sebagai dasar penilaian bagi calon investor dan penjamin emisi dalam proses menentukan harga saham perdana (proses *pricing*). Investor memulai analisis fundamental dengan sebuah studi tentang laba masa lalu dan menguji neraca perusahaan. Informasi mengenai laba masa lalu dan neraca hanya dapat diperoleh dari perusahaan yang sudah lama beroperasi, semakin berumur semakin banyak data historis perusahaan yang dapat dipelajari. Investor juga melengkapi analisis itu dengan analisis ekonomi yang lebih terperinci, antara lain dengan mengevaluasi kualitas manajemen, posisi perusahaan dalam industri, serta prospek industri secara keseluruhan. Proses tersebut dilakukan investor dengan harapan mendapatkan gambaran tentang

kinerja perusahaan di masa depan yang belum diakui pasar. Investor yang berpengalaman, yang umumnya adalah investor institusional biasanya mempunyai pandangan yang unik yang sangat berharga dalam melakukan penilaian. Investor berpengalaman melakukan analisis justru bukan untuk menemukan perusahaan yang baik, namun untuk menemukan perusahaan yang lebih baik dibandingkan estimasi banyak orang. Dengan kata lain, perusahaan yang dikelola dengan cara buruk dapat menjadi posisi tawar yang besar jika ternyata perusahaan itu tidak seburuk dari apa yang tercermin pada harga yang ditawarkan (Bodie et al. 2005).

Pembahasan Hasil Uji Robust terhadap Stabilisasi Harga

Tabel 2 menunjukkan hasil pengujian bahwa faktor utama *underpricing* mempengaruhi stabilisasi harga secara signifikan ketika diuji bersama-sama dengan berbagai faktor lainnya. Hasil ini dapat dilihat pada pengujian sub model ke-1 dan 4, namun pada sub model ke-3 hasilnya tidak mendukung, karena *underpricing* hanya diuji bersama-sama dengan faktor utama tanpa ada faktor pendukung. Hal ini berarti, *underpricing* menunjukkan sensitivitas pengaruhnya jika diuji bersama-sama dengan faktor-faktor pendukung. Hasil ini memberi bukti bahwa *underpricing* dan stabilisasi harga merupakan dua faktor yang saling substitusi.

Berdasarkan hasil laporan pengujian pada Tabel 2 dapat diketahui bahwa *expected proceeds* dan umur perusahaan emiten juga merupakan faktor yang konsisten pada pengujian beberapa sub model. Pengaruh *expected proceeds* yang positif terhadap *underpricing* dan stabilisasi harga memberikan bukti bahwa secara tidak langsung penjamin emisi memanfaatkan kesempatan dalam mengalokasikan saham kepada investor potensial dalam rangka untuk memaksimalkan *expected proceeds*. Kesempatan ini ada ketika terjadi *oversubscribe*, dan *proceeds* yang optimum terbentuk melalui kombinasi antara harga saham perdana, jumlah saham yang dijual, dan pengalokasian saham secara diskriminatif.

Besarnya modal yang dibutuhkan oleh perusahaan emiten pada saat IPO merupakan hal yang informatif. Modal yang dibutuhkan perusahaan emiten tidak lain adalah *proceeds*. Kebutuhan modal IPO yang besar seringkali disambut pasar secara *oversubscribe*. Leland dan Pyle (1977), serta Gale dan Stiglitz (1989) mengatakan bahwa perusahaan emiten yang memiliki proyek yang berprospek bagus akan memberi sinyal melalui nilai proyek yang mereka harapkan dapat dibiayai, salah satunya melalui IPO. Hal ini mungkin merupakan alasan yang membenarkan bahwa investor lebih menyukai penawaran IPO dengan nilai *expected proceeds* yang besar dibandingkan dengan IPO dengan *expected proceeds* yang kecil.

Faktor-faktor lain yang memberi pengaruh dengan intensitas yang rendah terhadap stabilisasi harga adalah rasio *revenue* terhadap *total assets* dan prosentase *preliminary offer price range*. Rasio *revenue* terhadap *total assets* merupakan ukuran kinerja operasional perusahaan yang sering digunakan dalam proses penilaian. Semakin besar dan *established* aliran pendapatan, maka akan semakin besar kemungkinan untuk menghasilkan estimasi yang lebih akurat dalam menilai kinerja perusahaan pada masa *aftermarket*. Rasio *revenue* terhadap *total assets* yang tinggi merupakan gambaran kinerja perusahaan yang baik sebagai jaminan terwujudnya kinerja saham *aftermarket* yang baik pula. Kinerja saham *aftermarket* yang baik menghasilkan nilai *returns* yang positif sehingga penjamin emisi tidak perlu melakukan stabilisasi harga. Kim dan Ritter (1999) lebih menyarankan penggunaan rasio ini sebagai dasar analisis fundamental penilaian IPO, karena dapat menekan terjadinya kesalahan prediksi. Pilihan metoda penilaian yang lain adalah dengan menggunakan metoda *comparable firm multiples*, namun kesulitannya adalah masih harus dilakukan berbagai penyesuaian pada setiap periode berikutnya.

Prosentase *preliminary offer price range* (%PRIRNG) merupakan prosentase penyesuaian harga penawaran saham terhadap kisaran harga penawaran yang dapat diidentifikasi pada masa *book-building*. *Preliminary offer price range* merupakan instrumen untuk mengukur respon investor terhadap informasi yang terefleksi dalam pola penyesuaian harga saham terhadap kisaran harga penawarannya. Pola penyesuaian harga saham ini mengacu pada kandungan informasi yang berkembang dalam masa *book-building*.

Penjamin emisi mengelola pola penyesuaian harga ini secara strategis dengan harapan investor akan melakukan *bidding* secara lebih agresif.

Prosentase *preliminary offer price range* merupakan factor penting pada perioda *premarket* yang sangat mempengaruhi kinerja saham *aftermarket*. Pengaruh yang negatif antara *preliminary offer price range* terhadap stabilisasi harga menggambarkan penyesuaian harga di bawah nilai tengah kisaran harga sehubungan dengan rendahnya minat beli investor yang dipicu oleh informasi yang buruk. Kondisi penawaran saham yang buruk pada perioda *premarket* secara tidak langsung membutuhkan kompensasi stabilisasi harga pada perioda *aftermarket*. Dalam hal ini, pengaruh negatif *preliminary offer price range* terhadap stabilisasi harga merupakan refleksi informasi yang buruk yang membentuk *overpricing* pada saat IPO dan membutuhkan stabilisasi harga pada perioda *aftermarket*.

Pembahasan Hasil Uji Robust terhadap Excess Returns (30 Hari)

Hasil pengujian sub model ke-1, 3, dan 4 pada Tabel 3 melaporkan bahwa pengaruh *underpricing* terhadap *excess returns* (30 hari) adalah positif dan signifikan. Hal ini berarti kinerja *aftermarket* saham perdana setelah 30 hari setelah IPO ditentukan oleh nilai *underpricing* yang merupakan refleksi dari faktor alokasi saham IPO dan penetapan harga saham perdana. Stabilisasi harga juga mendukung *excess returns* (30 hari) yang ditujukan untuk mengendalikan harga saham agar harga tidak turun hingga di bawah harga perdananya. Hasil pengujian juga menyatakan bahwa *partial price adjustment* mendukung *excess returns* (30 hari), meskipun dengan intensitas dukungan yang lebih kecil. Hasil ini mendukung pendapat Benveniste dan Spindt (1989). Berdasarkan temuan tersebut tampaknya penjamin emisi berhasil mempengaruhi *supply* dan *demand* pada perioda *premarket* maupun pada perioda *aftermarket* melalui *partial price adjustment* dan *underpricing*, sehingga aktivitas ini sangat berpengaruh terhadap *excess returns* 30 hari.

5. SIMPULAN

Penelitian ini menyatakan bahwa penetapan harga saham IPO dan alokasi saham kepada investor institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap *underpricing*. Hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa penetapan harga saham IPO dan alokasi saham kepada investor institusional merupakan dua faktor yang tidak dapat dipisahkan. Kedua faktor ini merupakan komponen model *book-building* (Benveniste dan Spindt, 1989). Penelitian ini mendukung pendapat Benveniste *et al.* (1989; 1990; 1996), bahwa *underpricing* merupakan insentif (*reward*) kepada investor atas kejujuran informasi yang mereka ungkapkan. Berdasarkan informasi yang jujur itu, penjamin emisi melakukan proses penyesuaian harga dan mengalokasikan saham IPO kepada investor potensial. Investor potensial dalam penelitian ini adalah investor institusional. Ketertarikan investor institusional dipersepsikan sebagai komitmen untuk membeli dan mempertahankan kepemilikan saham untuk jangka waktu yang lebih lama pada perioda *aftermarket*. Sebaliknya, investor individu digolongkan sebagai *free rider* yang tidak memiliki komitmen dan hanya memanfaatkan informasi yang berkembang untuk melakukan spekulasi.

Hasil penelitian ini mendukung temuan Logue *et al.* (2002), bahwa *underpricing* dan stabilisasi harga merupakan aktivitas substitusi dalam suatu mekanisme penyelesaian masalah pengendalian harga saham perdana. Saham yang *underpriced* tidak membutuhkan adanya stabilisasi harga, sebaliknya stabilisasi harga dibutuhkan oleh saham yang sejak awal perdagangan mengalami *overpriced*, atau telah berkinerja buruk. Implikasinya, saham IPO dengan level *underpriced* tinggi sangat mungkin diikuti dengan terjadinya *excess returns* pada hari perdagangan ke-30 pasca perdagangan saham perdana.

Penelitian ini memberikan bukti pengaruh faktor *expected proceeds* terhadap *underpricing* pada dua pengujian sub model yang menyertakan pengujian penetapan harga saham IPO dan alokasi saham kepada investor institusional. Hal ini berarti, *expected proceeds* merupakan faktor yang memperkuat pengaruh penetapan harga saham IPO dan alokasi saham kepada investor institusional terhadap *underpricing*. Penjelasan tambahan

yang diperoleh dari hasil pengujian *expected proceeds* adalah: pada masa *book-building* penjamin emisi hanya mengelola premium dalam proses penetapan harga perdana terhadap kisaran harga saham. Hasil pengujian penelitian juga menyatakan bahwa umur perusahaan emiten merupakan faktor yang mempengaruhi *underpricing*. Umur perusahaan yang lebih mapan mampu memperkecil nilai *underpricing*. Temuan yang paradoks dalam penelitian ini adalah: investor berpengalaman melakukan analisis justru bukan untuk menemukan perusahaan yang dikelola secara baik. Perusahaan yang dikelola dengan cara buruk dapat menjadi posisi tawar yang besar jika ternyata perusahaan itu tidak seburuk dari apa yang tercermin pada harga yang ditawarkan (Bodie *et al.* 2005).

Penelitian ini menemukan pengaruh yang positif dan signifikan antara rasio *revenue* terhadap *total assets* terhadap stabilisasi harga. Semakin besar dan *established* aliran pendapatan, maka akan semakin besar kemungkinan untuk menghasilkan estimasi yang lebih akurat dalam menilai kinerja perusahaan pada masa *aftermarket*. Rasio *revenue* terhadap *total assets* yang tinggi merupakan gambaran kinerja perusahaan yang baik sebagai jaminan terwujudnya kinerja saham *aftermarket* yang baik pula. *Preliminary offer price range* juga merupakan faktor yang berpengaruh terhadap stabilisasi harga. *Preliminary offer price range* mengukur respon investor terhadap informasi yang terefleksi dalam pola penyesuaian harga saham terhadap kisaran harga penawarannya. Pola penyesuaian harga saham ini mengacu pada kandungan informasi yang berkembang dalam masa *book-building*. Penjamin emisi mengelola pola penyesuaian harga ini secara strategis dengan harapan investor akan melakukan *bidding* secara lebih agresif.

Daftar Referensi

- Baron, D. P. 1982. A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *Journal of Finance* 37: 955–976.
- Beatty, R. P. dan J. R. Ritter. 1986. Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics* 15: 213–232.
- Benveniste, L. M. dan P. A. Spindt. 1989. How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues. *Journal of Financial Economics* 24: 343–362.
- Benveniste, L. M. dan W. J. Wilhelm. 1990. A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments. *Journal of Financial Economics* 28: 173–208.
- Benveniste, L.M., W.Y. Busaba, dan W.J. Wilhelm, Jr. 1996. Price Stabilization as a Bonding Mechanism in New Equity Issues. *Journal of Financial Economics* 42: 223-255.
- Binay, M.M., V.A. Gatchev, dan C.A. Pirinsky. 2007. The Role of Underwriter-Investor Relationships in the IPO Process. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42: 785-810.
- Bodie, Z., A. Kane, dan A.J Marcus. 2005. *Investment: International Editions*. Irwin McGraw-Hill.
- Bradley, D., dan B. Jordan. 2002. Partial Adjustment to Public Information and IPO Underpricing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37: 595–616.
- Brau, J.C., dan S.E. Fawcett. 2006. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *Journal of Finance* 61: 399-436.
- Carter, R. B., dan S. Manaster. 1990. Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. *Journal of Finance* 45: 1045–1067.
- Chowdhry, B. dan V. Nanda. 1996. Stabilization, Syndication and Pricing of IPOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31: 25-42.
- Cooper, D.R., dan P.S. Schindler. 2001. *Business Research Methods*. McGraw-Hill.
- Gale, I., dan J.E. Stiglitz. 1989. The Informational Content of Initial Public Offerings. *Journal of Finance* 44: 469-477.
- Hanley, K.W. 1993. The Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon. *Journal of Financial Economics* 34: 231-250.

- Husnan, S. 2001. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN.
- Kim, J.B., I. Krinsky, dan J. Lee. 1993. Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea. *Journal of Business Finance and Accounting* 20: 195-211.
- Kim, M., dan J.R. Ritter. 1999. Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics* 53: 409-437.
- Kinney Jr. W.R. 1986. Empirical Accounting Research Design For Ph.D Students. *The Accounting Review* 61: 338-350.
- Leland., dan D. Pyle. 1977. Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *Journal of Finance* 32: 371-387.
- Lewellen, K. 2006. Risk, Reputation, and IPO Price Support. *Journal of Finance* 61: 613-653.
- Logue, D.E., R.J. Rogalski, J.K. Seward, dan L.F. Johnson. 2002. What is Special about the Roles of Underwriter Reputation and Market Activities in Initial Public Offerings?. *Journal of Business* 75: 213-243.
- Loughran, T., dan J. R. Ritter. 2002. Why Don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs?. *Review of Financial Studies* 15: 413-444.
- Lowery, M., dan G. W. Schwert. 2002. IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?. *Journal of Finance* 57: 1171-1200.
- Michaely, R., dan W. Shaw. 1994. The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-Selection and Signaling Theories. *Review of Financial Studies* 7: 279-319.
- Prabhala, N.R. dan M. Puri. 1999. How Does Underwriter Price Support Effect IPOs?. Empirical evidence. Yale University dan Stanford University Working paper.
- Rock, K.. 1986. Why New Issues are Underpriced. *Journal of Financial Economics* 15: 187-212.
- Spatt, C. S., dan S. Srivastava. 1991. Preplay Communication, Participation Restrictions, and Efficiency in Initial Public Offerings. *Review of Financial Studies* 4: 709-726.
- Stoughton, N. M., dan J. Zechner. 1998. IPO-Mechanisms, Monitoring and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 49: 45-77.
- Utamaningsih, A. 2012. Informasi Asimetri dalam Proses Penjaminan Saham IPO di Pasar Modal Indonesia: Penetapan Harga, Alokasi Saham Perdana, *Underpricing*, dan Stabilisasi Harga. Disertasi Program Doktor FEB UGM. tidak dipublikasi.