

RINGKASAN EKSEKUTIF

VIDYANTI, 2009. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kinerja Jangka Panjang Saham Subsektor Bank Pasca IPO. Dibawah bimbingan **HERMANTO SIREGAR** dan **DJONI TANOPRUWITO**

Perusahaan memiliki berbagai alternatif sumber pendanaan, baik yang berasal dari dalam maupun luar perusahaan. Alternatif pendanaan dari dalam perusahaan umumnya menggunakan laba yang ditahan perusahaan. Sedangkan alternatif pendanaan dari luar perusahaan dapat berasal dari kreditor berupa utang, pembiayaan bentuk lain, penerbitan surat-surat utang, atau pendanaan yang bersifat penyertaan dalam bentuk saham (*equity*). Pendanaan melalui mekanisme penyertaan umumnya dilakukan dengan menjual saham perusahaan kepada masyarakat atau sering dikenal dengan istilah *go public*.

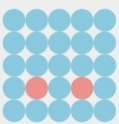
Akan tetapi menurut sejumlah studi terdapat dua fenomena anomali yang seringkali terjadi pada saat perusahaan memperdagangkan sahamnya di pasar perdana (IPO) yaitu, fenomena *short-run underpricing* dan fenomena pasar *hot issue* (Ritter, 1991). Ritter (1991) mencatat adanya fenomena anomali yang ketiga yaitu bahwa dalam jangka panjang saham IPO tampak *overpriced*. Dalam berbagai studi yang kemudian fenomena ini tercatat sebagai fenomena *long run underperformance*.

Terdapat sembilan sektor usaha di Bursa Efek Indonesia (BEI), salah satu sektor usaha tersiernya adalah sektor keuangan. Pentingnya sektor keuangan yang kuat dan terdiversifikasi dengan baik, dengan bank dan Lembaga Keuangan Non Bank (LNKB) yang sehat merupakan kunci pendukung sasaran-sasaran pembangunan yang ditetapkan oleh Pemerintah. Sampai saat ini sub sektor bank adalah sub sektor terbesar dalam sistem keuangan, yang menguasai hampir 80% aset keuangan (Bapepan LK dan Bank Indonesia, 2006).

Penelitian ini dilakukan untuk mengungkap faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja jangka panjang saham pasca IPO pada sektor finansial sub sektor bank, pemilihan sub sektor bank sebagai objek penelitian karena pentingnya peran sub sektor bank sebagai penggerak perekonomian dan besarnya pengaruh sub sektor bank terhadap kondisi perekonomian Indonesia.

Berdasarkan dugaan bahwa fenomena-fenomena tersebut di atas dapat terjadi pada saham-saham IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI), maka beberapa pokok permasalahan yang akan dianalisis pada penelitian kali ini adalah: (1) Faktor-faktor apa saja yang dapat mempengaruhi *adjusted buy-hold return* dua belas bulan pasca-IPO (ABHRT)?; (2) Bagaimana pengaruh faktor-faktor terhadap *adjusted buy-hold return* dua belas bulan pasca-IPO (ABHRT)?; (3) Apakah fenomena *underpricing* dan *long-run underperformance* terjadi pada saham-saham sub sektor bank pasca IPO tahun 2000-2006?.

Berdasarkan permasalahan tersebut, maka tujuan penelitian ini adalah: (1) Menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi *adjusted buy-hold return* dua belas bulan pasca-IPO (ABHRT); (2) Menjelaskan pengaruh faktor-faktor terhadap *adjusted buy-hold return* dua belas bulan pasca-IPO (ABHRT); (3) Menganalisis



fenomena *underpricing* dan *long run underperformance* saham-saham sub sektor bank pasca IPO 2000-2006

Analisis penelitian ini dilakukan terhadap saham-saham emiten sub sektor bank yang melakukan IPO pada periode 2000-2006 yang terdaftar di BEI. Penelitian ini dibatasi hanya pada faktor-faktor yang diduga berdampak pada kinerja jangka panjang saham pasca IPO yaitu kinerja perusahaan pra IPO dan optimisme investor pada awal perdagangan di pasar sekunder; tindakan oportunistik emiten; resiko keuangan perusahaan pra IPO dan divergensi opini investor. Hasil dari penelitian ini akan dibuat suatu implikasi manajerial yang hanya dapat diaplikasikan atau diterapkan pada kasus yang serupa yaitu pada saham-saham sub sektor bank yang melakukan *go public* di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini dilaksanakan di Bursa Efek Indonesia (BEI) Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53 Jakarta Selatan. Waktu penelitian adalah pada bulan Maret hingga Mei 2009. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan pendekatan deskriptif dan ekonometrika. Pendekatan deskriptif memakai dua klasifikasi metode numerik untuk mendeskripsikan data kuantitatif yaitu ukuran tendensi sentral (rata-rata) dan ukuran variabilitas (standar deviasi). Sedangkan pendekatan ekonometrika memakai model regresi berganda. Proses pengujian yang dilakukan adalah pengujian multikolinearitas dengan matriks korelasi dan pengujian heteroskedastisitas dengan *Heteroskedasticity Test Breusch-Pagan-Godfrey*.

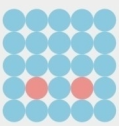
Dari analisis data statistik deskriptif, fenomena *long run underperformance* tampak terjadi pada saham sub sektor bank yang IPO di BEI pada tahun 2000-2006. Fenomena *underpricing* tampak dari rata-rata besarnya *return* awal yang positif yaitu sebesar 31.1%. Sedangkan fenomena *long run underperformance* tampak pada rata-rata besarnya *return* beli simpan saham 12 bulan sebelum dan sesudah dikoreksi *return* pasar (BHRT dan ABHRT) masing-masing sebesar 21.9% dan 7.2%. yang menurun dibanding *return* awalnya.

Dari hasil pemrosesan data dengan EViews diperoleh signifikan F sebesar 0.02481 lebih kecil dari derajat signifikansi ($\alpha = 5\%$), sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *initial return* (IR), *total assets* (TA), rata-rata rasio penjualan per aktiva tetap (ASF), *return on equity* (ROE) dan variabel *dummy* kepemilikan bank (DKB) secara bersama-sama mempengaruhi *return* beli simpan saham selama 12 bulan yang dikoreksi dengan *return* pasar (ABHRT) sebagai proksi dari kinerja jangka panjang saham pasca IPO. Secara umum, model yang dibuat sudah cukup baik. Model memiliki *adjusted R-square* 75.527%, yang berarti 75.527% kinerja jangka panjang saham pasca IPO dapat dijelaskan oleh model sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain diluar variabel bebas dalam model ini.

Nilai signifikan F sebesar 0.02396 lebih kecil dari derajat signifikansi ($\alpha = 5\%$), sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel rata-rata margin laba operasi setahun sebelum IPO (AMLO), rasio hutang terhadap aktiva tetap pada tahun IPO (DTA), pertumbuhan penjualan setahun sebelum IPO (GSL), rasio harga saham perdana terhadap nilai buku ekuitas pada tahun IPO (HSBV) dan variabel *dummy* kepemilikan bank (DKB) secara bersama-sama mempengaruhi ABHRT. Dari hasil regresi diperoleh *adjusted R-Square* sebesar 75.888%. Artinya 75.888% fenomena kinerja jangka panjang saham pasca IPO dapat dijelaskan oleh variabel bebas dalam model ini, sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor lain.

Nilai signifikan F sebesar 0.00989 lebih kecil dari derajat signifikansi ($\alpha = 5\%$), sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel nilai absolut selisih *leverage*

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengummumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

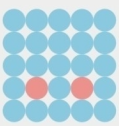


perusahaan sebelum IPO dengan nilai rata-rata *leverage* perusahaan pada umumnya (ALVG), nilai absolut selisih rasio modal kerja netto terhadap penjualan yang dicapai perusahaan sebelum IPO dengan nilai rata-rata modal kerja netto perusahaan pada umumnya (ANWC), lonjakan perdagangan saham (LVP) dan *dummy* kepemilikan bank (DKB) secara bersama-sama mempengaruhi ABHRT. Dari hasil regresi diperoleh *adjusted R-Square* sebesar 76.614%. Artinya 76.614% fenomena kinerja jangka panjang saham pasca IPO dapat dijelaskan oleh variabel bebas dalam model ini, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain diluar variabel bebas penelitian ini.

Implikasi manajerial yang dapat dirumuskan dalam penelitian ini ditujukan bagi tiga pihak yaitu investor, emiten sub sektor bank dan pengelola pasar modal. Bagi Investor: (1) Sebelum memutuskan untuk berinvestasi sebaiknya investor mengumpulkan informasi selengkap mungkin mengenai data-data laporan keuangan jauh sebelum perusahaan akan melakukan *go public*, sehingga investor dapat memperoleh informasi yang lebih akurat; (2) Dalam penelitian ini ditemukan adanya fenomena *long run underperformance*, dimana dalam jangka panjang saham IPO mengalami penurunan kinerja, hal ini dapat dilihat dari ABHRT yang lebih rendah dibanding nilai IR pada saat IPO. Hal ini mengindikasikan bahwa investasi pada saham IPO adalah investasi yang beresiko. Oleh karena itu investor perlu menyadari bahwa investasi pada saham-saham IPO mengandung resiko. Dengan kesadaran ini maka apabila investor menderita rugi dari investasinya, investor akan menganggap sebagai bentuk beban resiko dari keputusan investasi yang telah dievaluasi sebaik-baiknya; (3) Sebelum memutuskan untuk memilih berinvestasi di saham, investor perlu memperhatikan IR, TA, AMLO, rasio HSBV, ANWC, dan LVP karena variabel tersebut berpengaruh signifikan pada derajat signifikansi ($\alpha = 5\%$) terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO; (4) Sebaiknya investor ketika mengambil keputusan untuk berinvestasi pada saham-saham IPO jangan terlalu optimis, karena kinerja jangka panjang saham perusahaan yang IPO belum dapat ditentukan dan dievaluasi secara pasti. Analisis hanya dapat melakukan peramalan tentang kinerja saham-saham IPO yang akan datang. Investasi pada saham-saham IPO berdasarkan kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan yang akan datang, oleh karena itu investor perlu menyadari kondisi dan resiko investasi pada saham-saham IPO. (5) Sebaiknya investor ketika akan berinvestasi, jangan terburu-buru dalam mengambil keputusan untuk memilih investasi pada saham-saham tertentu. Investor jangan terkecoh oleh penilaian-penilaian investor lain yang terlalu optimis mengenai suatu perusahaan. Apabila investor salah mengevaluasi nilai perusahaan, emiten dapat mengambil kesempatan tersebut, yaitu dengan cara menerbitkan sahamnya ketika dinilai investor menilai perusahaan terlalu tinggi.

Bagi emiten: (1) Meskipun pada penelitian kali ini ditemukan adanya fenomena *long run underperformance* yang dilatarbelakangi oleh teori *accounting window dressing* seperti yang telah dijelaskan sebelumnya. Terjadinya fenomena *long run underperformance* merupakan fenomena yang umum terjadi ketika

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



perusahaan melakukan *go public*. Tetapi emiten tidak perlu khawatir untuk melakukan *go public* karena *return* yang diperoleh lebih besar; (2) Peningkatan nilai perusahaan dalam mempersiapkan pelaksanaan IPO saham dengan jalan pemolesan laporan keuangan sebaiknya tidak dilakukan, hal ini hanya dapat meningkatkan kinerja operasi perusahaan untuk jangka pendek, namun hal itu hanya bersifat sementara; (3) Dalam penelitian ini terbukti bahwa *dummy* kepemilikan bank tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO. Ini merupakan informasi yang berguna bagi emiten bahwa dalam berinvestasi pada saham-saham IPO khususnya sub sektor bank, investor tidak mempertimbangkan status kepemilikan bank (milik pemerintah atau swasta) dalam keputusan investasinya.

Kesimpulan dari penelitian ini adalah (1) Faktor-faktor yang berpengaruh signifikan terhadap ABHRT dengan derajat signifikansi ($\alpha = 5\%$) adalah IR, TA, AMLO, HSBV, ANWC) dan LVP; (2) IR berpengaruh negatif terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO. Besarnya IR bergantung pada selisih antara harga saham pada awal perdagangan dengan harga perdana saham tersebut, maka makin besar *return* awal dapat disebabkan karena investor bersedia membeli dengan harga yang makin tinggi. Kesediaan membeli dengan harga tinggi ini merefleksikan optimisme investor mengenai hasil investasi pada saham IPO. Namun ternyata perusahaan tidak dapat mempertahankan kinerjanya tetap tinggi pasca IPO sehingga hasil investasi yang diperoleh investor tidak sesuai dengan harapan (investor terlalu optimis), sehingga dalam jangka panjang saham tersebut kinerjanya dinilai menurun atau rendah. Aktiva merupakan tolak ukur besaran atau skala suatu perusahaan. Dalam penelitian ini semakin besar TA yang dimiliki perusahaan maka keinerja jangka panjang sahamnya pasca IPO akan semakin baik. Secara teoritis perusahaan yang lebih besar mempunyai kepastian (*certainty*) yang lebih besar daripada perusahaan kecil sehingga akan mengurangi tingkat ketidakpastian mengenai prospek perusahaan ke depan. Dengan begitu diharapkan apabila suatu perusahaan memiliki prospek kepastian yang besar maka kinerja jangka panjang sahamnya akan semakin baik pula. AMLO selama dua tahun sebelum IPO berpengaruh positif terhadap kinerja jangka panjang pasca IPO. Perusahaan dalam hal ini sub sektor bank apabila dapat mempertahankan kinerja perusahaan tetap baik setelah IPO, margin laba operasi perusahaan meningkat sesuai dengan ekspektasi investor, sehingga kinerja jangka panjang saham pasca IPO akan semakin membaik. HSBV berhubungan negatif terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO. HSBV digunakan sebagai variabel proksi dari tindakan oportunistik emiten. Semakin tinggi nilai HSBV, emiten akan semakin bertindak oportunistik. Tindakan oportunistik emiten/mengambil keuntungan dengan cara menerbitkan saham baru pada waktu saham-sahamnya dinilai terlalu tinggi (*overvalued*). Investor menyangka nilai perusahaan tersebut akan tetap berlangsung lama, tetapi kenyataannya tidak demikian. Tindakan ini merupakan suatu tindakan memanfaatkan kesalahan pasar dalam menilai perusahaan dan

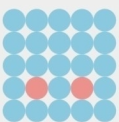
1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengummumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



resiko, yang dalam jangka panjang pasar akan mengoreksi kesalahannya ke arah nilai perusahaan yang sebenarnya lebih rendah. ANWC berhubungan positif terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO. Peningkatan modal kerja netto mengurangi resiko ketidakmampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban yang jatuh tempo. Dengan semakin meningkatnya rasio modal kerja maka resiko ketidakmampuan pelunasan kewajiban akan semakin kecil dengan begitu akan meningkatkan nilai perusahaan dan berdampak pada semakin membaiknya kinerja jangka panjang saham pasca IPO. LVP berhubungan negatif terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO. LVP digunakan sebagai variabel proksi divergensi opini investor. Semakin divergen opini investor maka lonjakan volume perdagangannya akan semakin tinggi. Divergensi opini di antara para investor menyebabkan saham-saham IPO *overvaluation* dalam jangka pendek dan kinerjanya rendah dalam jangka panjang; (3) Fenomena *underpricing* dan *long run underperformance* terbukti terjadi pada saham sub sektor bank yang IPO di BEI pada tahun 2000-2006 pada penelitian ini. Fenomena *underpricing* tampak dari rata-rata besarnya *return* awal yang positif yaitu sebesar 31.1%. Fenomena *long run underperformance* tampak pada rata-rata besarnya BHRT dan ABHRT masing-masing sebesar 21.9% dan 7.2%. yang menurun dibanding *return* awalnya. Kinerja jangka panjang pasca IPO yang rendah terjadi karena pada waktu sebelum IPO perusahaan diduga melakukan *window dress* pada laporan akuntansi perusahaan, yang menyebabkan kinerja perusahaan sebelum IPO *overstated* dan pasca IPO menjadi *understated*.

Saran untuk penelitian selanjutnya adalah memperluas rentang waktu IPO sehingga jumlah perusahaan yang dianalisis juga cukup banyak supaya hasil yang diperoleh cukup mewakili keadaan yang ada; mencoba menggunakan faktor-faktor lain dalam perusahaan yang diduga dapat mempengaruhi kinerja jangka panjang saham pasca IPO seperti jumlah saham yang ditawarkan, umur perusahaan, kondisi perekonomian pada saat melaksanakan IPO, dukungan perusahaan ventura, reputasi penjamin emisi dan lain-lain; dan mengikutsertakan faktor-faktor non-fundamental seperti sentimen pasar, hobi ataupun kesenangan dari investor ke dalam model sehingga hasil yang diperoleh dapat menjelaskan dengan tepat penyebab adanya ekspektasi yang berlebihan dari investor.

Kata kunci : Saham, Sektor Bank, *Initial Public Offering*, *Underpricing*, *Overoptimisme*.



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.