

UNDERPRICING **PENGARUHNYA TERHADAP** **IPO** AFTERMARKET LIQUIDITY

Nilmawati

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Yogyakarta
Jl. SWK (Ringroad Utara) Condong Catur Yogyakarta, 55283

Abstract: *The purpose of the research was to analyze and find empirical evidence of underpricing on IPO aftermarket liquidity in the listed companies in Indonesian Stock Exchange. Independent sample t-test and multiple linier regression were used for instrument analysis. Results showed that IPO aftermarket liquidity between firm with high underpricing and low underpricing were not different. The results also indicated that initial return was positively related to turnover ratio and negatively related to percentage spread (weak effect) by controlling variables such as: size, volume, and risk in short time.*

Key words: *IPO, underpricing, aftermarket liquidity*

Salah satu sumber dana yang dapat dimanfaatkan perusahaan adalah pasar modal. Di pasar modal, perusahaan dapat mencari tambahan dana dengan cara menerbitkan obligasi atau menjual kepemilikan perusahaan dengan cara menerbitkan saham. Pasar modal merupakan salah satu sumber dana jangka panjang bagi perusahaan.

Jika pilihan perusahaan adalah penerbitan saham, untuk penerbitan pertama kalinya di pasar modal disebut dengan *Initial Public Offering* (IPO) dan diperdagangkan di pasar perdana, setelah itu baru diperdagangkan di pasar sekunder. Harga saham pada pasar perdana ditentukan berdasarkan kesepakatan antara perusahaan penerbit saham (emiten) dengan penjamin emisi (*underwriter*). Sedangkan di pasar sekunder ditentukan oleh mekanisme pasar.

Dalam penentuan harga saham, ada tiga kemungkinan yang terjadi, pertama, harga di pasar sekunder lebih rendah dari harga di pasar perdana (*overpricing*). Kedua, harga di pasar sekunder sama

besar dengan harga di pasar perdana (*truepricing*). Kemungkinan terakhir, harga di pasar sekunder lebih besar dibanding harga di pasar perdana (*underpricing*).

Jika kemungkinan pertama yang terjadi, maka emiten akan diuntungkan karena dana yang masuk ke perusahaan akan besar. Akan tetapi dalam kenyataannya rata-rata harga pada saat IPO lebih rendah dari harga pasarnya (*underpricing*). Menurut Baron & Hamstrong (1980) dalam Martani (2003), konflik kepentingan antara *underwriter* dan emiten, menyebabkan *underwriter* menetapkan harga di bawah yang seharusnya. Hal ini dimaksudkan untuk menjamin agar saham IPO dapat terjual secara keseluruhan, sehingga risiko yang ditanggung *underwriter* akan berkurang jika ada saham yang tidak terjual. Tetapi *underpricing* juga bisa terjadi dikarenakan keinginan dari *issuer* sendiri, dikarenakan mereka menginginkan agar sahamnya likuid diperdagangkan setelah IPO (Booth & Chua, 1996). Semakin likuid suatu saham menunjukkan

Korespondensi dengan Penulis:

Nilmawati: Telp. +62 274 486 733 Ext.260

E-mail: nilmaoke@yahoo.com



semakin menarik saham perusahaan yang dimaksud bagi investor.

Teori likuiditas menyebutkan bahwa *underpricing* akan meningkatkan likuiditas perdagangan saham setelah IPO. Menurut Booth & Chua (1996), *underpricing* merupakan sebuah fungsi yang terkait dengan *ownership dispersion* dan *secondary-market liability*. Logikanya, *underpricing* dan *oversubscription* secara positif berhubungan, karena semakin *underpriced* suatu penawaran, semakin menarik bagi investor. Hal senada juga disampaikan oleh Ellul & Pagano (2006), Zheng, Ogden, & Frank (2005), Ramirez, Cabestre, & Aquilue (2006).

Pham, Kalev, & Steen (2003) meneliti *underpricing*, *stock allocation*, *ownership structure* dan *aftermarket liquidity* dengan menggunakan 113 perusahaan yang melakukan IPO di Australia. Mereka menemukan bukti yang mendukung hubungan yang positif antara *underpricing*, *shareholder distribution* dan *aftermarket liquidity*. Penelitian oleh Li, Zheng, & Melancon (2005) juga menunjukkan bahwa *underpricing* berpengaruh signifikan terhadap likuiditas saham perusahaan setelah IPO dan tingkat likuiditas semakin tinggi untuk perusahaan yang memiliki *underpricing* lebih besar. Kemudian, penelitian yang dilakukan oleh Pham et al. (2003) yang menunjukkan adanya hubungan yang positif signifikan antara *underpricing*, *shareholder distribution*, terhadap likuiditas. Tetapi Field & Sheehan (2004) menemukan bahwa *underpricing* dan *ownership structure* memiliki hubungan yang lemah, dan pengaruh *underpricing* terhadap likuiditas masih menjadi pertanyaan.

Penelitian ini mencoba untuk menguji kembali pengaruh *underpricing* terhadap likuiditas saham perusahaan setelah melakukan IPO, dengan juga memasukkan beberapa faktor lain yang secara teori diduga mempengaruhi tingkat likuiditas saham perusahaan sebagai variabel kontrol. Faktor-faktor lain yang dimaksud adalah harga saham setelah IPO, tingkat risiko perusahaan, *volume* saham yang diperdagangkan dan ukuran perusahaan.

INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO)

Menurut Jogiyanto (1998), ketika perusahaan berkembang dengan pesat, maka kebutuhan akan modal sangat dirasakan. Oleh karena itu perusahaan harus menambah sejumlah modal untuk kelangsungan usahanya. Keputusan untuk *go public* atau tetap menjadi perusahaan privat merupakan keputusan yang harus dipikir dengan matang. Jika perusahaan memutuskan untuk *go public* dan melempar sahamnya di pasar perdana (IPO), isu pertama yang timbul adalah apa tipe saham yang akan dilempar, berapa harga saham yang harus ditetapkan untuk selebar sahamnya dan kapan waktu yang paling tepat.

Pada umumnya perusahaan menyerahkan permasalahan yang berhubungan dengan IPO kepada *underwriter*, karena lebih mempunyai keahlian dalam penjualan sekuritas. Penjualan saham baru perusahaan yang melibatkan *underwriter* ini akan dilakukan di pasar perdana atau pasar primer. Digunakannya jasa *underwriter*, dikarenakan saham perusahaan belum pernah diperdagangkan di pasar sekunder, sehingga tidak terdapat patokan harga saham yang digunakan. Sebagai akibatnya terdapat ketidakpastian harga yang lebih besar dibandingkan jika perusahaan publik melakukan penjualan tambahan (Horne, 1998 dalam Waharjo, 2004).

Beberapa hal yang menjadi alasan digunakannya *underwriter*, sebagai berikut: (a) adanya anggapan bahwa *underwriter* mampu menaikkan harga saham. Penggunaan *underwriter* akan meningkatkan kepercayaan masyarakat dan sekaligus kualitas yang melakukan IPO. Selain itu adanya sindikasi penjamin emisi akan memperkuat daya jual saham yang sekaligus akan mendongkrak permintaan dan harga saham. (b) Adanya jaminan keberhasilan penjualan saham. *Underwriter* akan mengalami kerugian bila saham yang ditawarkan tidak laku di pasar. Penggunaan *underwriter* mengandung unsur peningkatan terhadap besarnya



tingkat *underpricing*, karena *underwriter* akan menetapkan harga yang menurut mereka mampu diserap oleh pasar dan akan menghindari kerugian atas tidak lakunya saham. Bagi *underwriter*, tipe penjaminan yang berisiko tinggi adalah tipe penjaminan *full commitment*, yaitu *underwriter* menjamin penjualan seluruh saham yang ditawarkan. Tipe inilah yang berlaku di Indonesia. (c) *Issuer* akan dapat menerima hasil penawaran segera setelah terjadinya transaksi atau kesepakatan dengan *underwriter*. (d) Jasa konsultasi *underwriter* akan sangat membantu *issuer* dalam melakukan IPO.

TEORI UNDERPRICING

Dalam proses *go public* sebelum saham diperdagangkan di pasar sekunder, terlebih dahulu saham diperdagangkan di pasar perdana. Dalam menentukan harga saham, umumnya pada saat IPO lebih rendah dibandingkan dengan harga yang terjadi di pasar sekunder (*underpricing*).

Underpricing merupakan suatu kondisi dimana secara rata-rata, harga pasar saham perusahaan yang baru *go public*, biasanya dalam hitungan hari atau mingguan, lebih tinggi dibandingkan dengan harga penawarannya. Penetapan *underpricing* pada harga perdana didasari beberapa tujuan, yaitu untuk membangun citra investor terhadap kualitas perusahaan dan memberikan sinyal yang berisi informasi tentang nilai perusahaan yang sebenarnya.

Menurut Baron & Hamstrong (1980) dalam Martani (2003), konflik kepentingan antara *underwriter* dan emiten menyebabkan *underwriter* menetapkan harga di bawah yang seharusnya. Diskon tersebut dimaksudkan untuk menjamin agar saham IPO dapat terjual secara keseluruhan, sehingga secara tidak langsung penurunan harga tersebut dapat mengurangi biaya dan mengurangi kegiatan pemasaran serta pendistribusian. Pada akhirnya akan meningkatkan keuntungan penjamin emisi (*underwriter*).

TEORI LIKUIDITAS

Menurut Booth & Chua (1996), *issuer* menginginkan adanya likuiditas setelah IPO yang akan mendorong terjadinya *underpricing*. Menurut mereka, bahwa *oversubscription* pada penawaran baru akan mempengaruhi *initial ownership* perusahaan, yang pada gilirannya akan meningkatkan likuiditas di pasar sekunder. *Initial ownership* perusahaan meningkatkan biaya informasi yang ditanggung investor, yang akan diganti dengan adanya *underpricing*. Oleh karena itu mereka mengatakan bahwa, *underpricing* merupakan sebuah fungsi yang terkait dengan *ownership dispersion* dan *secondary-market liability*. Zheng, Ogden, & Frank (2005), juga mengungkapkan bahwa *underpricing* mendorong *volume* perdagangan yang lebih tinggi baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Senada dengan Ramirez, Cabestre, & Aquilue (2006), bahwa semakin tinggi ukuran usaha, komposisi perusahaan, dan *underpricing* semakin tinggi likuiditas dan aktivitas perdagangan.

Penelitian yang dilakukan oleh Li, *et al.* (2005) yang menguji pengaruh antara *underpricing* dan *aftermarket liquidity* menunjukkan keduanya berpengaruh terhadap *aftermarket liquidity*. Dengan menggunakan dua ukuran likuiditas, yaitu persentase dari *spread* dan rasio *turn-over*, dan menggunakan dua ukuran *underpricing* yaitu *initial return* dan *share retention* ditemukan hasil: (a) proporsi saham yang dipegang pemilik sebelum IPO secara positif berpengaruh terhadap rasio *turn-over* dan secara negatif berpengaruh terhadap persentase dari *spread*. Hal ini menunjukkan *signaling effect* dari *share retention* terhadap *share floatation*. Semakin tinggi retention rate menarik lebih banyak perdagangan setelah IPO dan meningkatkan likuiditas pasar. (b) *Initial return* secara positif berpengaruh terhadap likuiditas, yang mendukung teori likuiditasnya Booth & Chua

(1986). (c) *Firm size, volume* perdagangan, harga saham memiliki pengaruh yang signifikan terhadap likuiditas. Perusahaan besar, aktif diperdagangkan, memiliki *spread* yang lebih kecil, rasio *turn-over* yang lebih besar, dan likuiditas yang lebih tinggi. (d) Pengaruh *underpricing*, ukuran perusahaan, *volume* perdagangan saham, risiko, dan harga saham terhadap likuiditas

Penelitian yang dilakukan oleh Zheng & Li (2008) mendukung hasil penelitian Booth & Chua (1996), dengan menggunakan sampel 1179 saham Nasdaq yang melakukan IPO, ditemukan bahwa *underpricing* secara positif berhubungan dengan jumlah *non-block institutional shareholders after* IPO, tetapi berhubungan negatif dengan perubahan jumlah pemegang saham. Perusahaan dengan banyak *non-block institutional shareholders* cenderung memiliki likuiditas tinggi di pasar sekunder.

HIPOTESIS

Penelitian yang dilakukan Li, *et al.* (2005), dengan membagi sampelnya menjadi empat bagian berdasarkan tingkat *underpricing*, mulai dari yang paling kecil sampai paling besar, menunjukkan bahwa tingkat likuiditas semakin tinggi untuk perusahaan yang memiliki *underpricing* lebih besar dan sebaliknya. Dari penjelasan ini maka hipotesis yang diajukan adalah:

H₁ : Kelompok perusahaan dengan *underpricing* yang lebih tinggi dibanding kelompok perusahaan dengan *underpricing* lebih rendah mempunyai likuiditas yang lebih tinggi setelah IPO.

Untuk mengukur *underpricing* dapat digunakan *initial return* saham suatu perusahaan yang dihitung dengan menselisihkan harga penawaran dan harga penutupan pada saat IPO dibagi dengan harga penawaran pada hari itu. Semakin tinggi *initial return* maka likuiditas akan semakin tinggi pula (Li,

et al., 2005). Likuiditas dapat diukur dengan dua proxy yaitu *spread* dan *turn-over*. *Spread* yang kecil mengindikasikan likuiditas yang tinggi dan *turn-over* yang tinggi mengindikasikan likuiditas yang tinggi pula. Dari penjelasan ini maka hipotesis yang diajukan adalah:

H₂ : *Underpricing* (UP) mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham setelah IPO (diharapkan UP berpengaruh negatif terhadap *spread* dan berpengaruh positif terhadap *turn-over*).

Perusahaan yang berskala besar umumnya lebih dikenal masyarakat daripada perusahaan yang berskala kecil (Lee *et al.*, 1996, dalam Wenny, 2004). Informasi yang memadai akan bisa mengurangi tingkat ketidakpastian investor akan prospek kedepannya, sehingga perusahaan besar lebih menarik bagi investor. Dari penjelasan ini maka hipotesis yang diajukan adalah :

H₃ : Ukuran perusahaan (SIZE) mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham setelah IPO (diharapkan SIZE berpengaruh negatif terhadap *spread* dan berpengaruh positif terhadap *turn-over*)

Volume perdagangan merupakan rata-rata jumlah saham yang diperdagangkan setiap harinya. Lebih banyak jumlah yang diperdagangkan maka akan dapat dikatakan perusahaan yang bersangkutan lebih likuid (Li, *et al.*, 2005). Dari penjelasan ini maka hipotesis yang diajukan adalah:

H₄ : *Volume* perdagangan saham perusahaan (*VOLUME*) mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham setelah IPO (diharapkan *VOLUME* berpengaruh negatif terhadap *spread*)

Risiko mencerminkan penyimpangan *return* yang dihasilkan terhadap rata-rata *return* dari suatu saham. Risiko diukur dengan standar deviasi dari *return* berdasarkan *closing price* saham yang diperdagangkan setiap harinya. Semakin kecil risiko

saham, semakin menjanjikan *return* yang diperoleh investor, semakin tinggi likuiditasnya (Li, *et al.*, 2005). Dari penjelasan ini maka hipotesis yang diajukan adalah:

H₅ : Risiko (RISK) mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham setelah IPO (diharapkan RISK berpengaruh positif terhadap *spread* dan berpengaruh negatif terhadap *turn-over*)

Price mencerminkan biaya perdagangan dari suatu saham disini dihitung berdasarkan selisih antara *bid-ask price* harian setelah IPO. Semakin tinggi harga, semakin rendah likuiditas suatu saham (Li, *et al.*, 2005), karena semakin besar biaya yang harus ditanggung. Dari penjelasan ini maka hipotesis yang diajukan adalah :

H₆ : Harga mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham setelah IPO (diharapkan *PRICE* negatif terhadap *turn-over*)

METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia periode tahun 1999-2005. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang mengalami *underpricing* pada saat IPO. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel dengan kriteria-kriteria tertentu yang dikehendaki oleh peneliti. Adapun kriteria-kriteria yang diajukan sebagai berikut: (a) tanggal IPO tercatat di BEI dan data diperoleh lengkap; (b) perusahaan yang mengalami *underpricing* pada saat IPO-nya

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini antara lain: (a) tanggal perusahaan melakukan IPO; (b) harga saham perdana dan harga penutupan pada saat IPO; (c) harga penawaran, permintaan dan penutupan saham harian; (d) *volume* perdagangan saham setelah IPO; (e) jumlah

saham yang beredar setelah IPO. Data-data tersebut terutama diperoleh dari Bursa Efek Indonesia, *Indonesian Capital Market Directory, Jakarta Stock Exchange Monthly Statistic*.

Untuk menguji hipotesis yang ada dalam penelitian ini, maka variabel-variabel yang digunakan adalah:

Underpricing

Proxy yang digunakan adalah *initial return* dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Initial Return} = \frac{P_t - P_0}{P_0} \times 100\%$$

Keterangan:

P_t : Harga penutupan pada saat IPO

P₀ : Harga penawaran pada saat IPO

Semakin tinggi angka *initial return* maka semakin besar tingkat *underpricing* saham perusahaan yang melakukan IPO.

Likuiditas

Menggunakan dua proxy untuk mengukur likuiditas, *spread* dan *turn-over*. Persentase *spread*, dengan rumus :

$$\text{Spread} = \frac{\text{ask-bid price}}{\text{Rata-rata bid-ask price}} \times 100\%$$

Semakin kecil persentase *spread* diharapkan semakin tinggi tingkat likuiditas saham. Rasio *turn-over*, dengan rumus :

$$\text{Turn-over} = \frac{\text{jumlah saham yang diperdagangkan harian}}{\text{Jumlah saham yang ditawarkan}} \times 100\%$$

Semakin besar angka rasio ini, diharapkan semakin tinggi tingkat likuiditas saham perusahaan yang melakukan IPO.



Ukuran Perusahaan

Size = jumlah lembar saham yang beredar setelah IPO

Perusahaan yang berskala besar umumnya lebih dikenal masyarakat daripada perusahaan yang berskala kecil (Lee, *et al.*, 1996, dalam Wenny, 2004). Informasi yang memadai akan bisa mengurangi tingkat ketidakpastian investor akan prospek kedepannya, sehingga perusahaan besar lebih menarik bagi investor, yang pada gilirannya akan meningkatkan likuiditas perusahaan.

Volume Perdagangan Saham

Vol = rata-rata dari jumlah saham harian yang diperdagangkan

Lebih banyak jumlah yang diperdagangkan maka akan dapat dikatakan perusahaan yang bersangkutan lebih likuid.

Risiko

Merupakan standar deviasi dari *return* harian berdasarkan *closing price*. Rumus yang digunakan adalah :

$$\text{Risk} = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R})^2}{n-1}}$$

Keterangan:

Ri : *return* harian saham ke-i

$$R_i = \frac{\text{Harga penutupan hari ini} - \text{harga penutupan hari sebelumnya}}{\text{Harga penutupan hari sebelumnya}}$$

R : rata-rata *return* saham

n : banyaknya jumlah pengamatan

Semakin kecil risiko saham, semakin menjanjikan *return* yang diperoleh investor, semakin tinggi likuiditasnya.

Harga

Mencerminkan biaya perdagangan dari suatu saham, rumus yang digunakan:

Price = Rata-rata selisih bid-ask *price* setelah IPO

Semakin tinggi harga, semakin rendah likuiditas suatu saham karena semakin besar biaya yang harus ditanggung.

Untuk menguji hipotesis pertama, dilakukan uji beda dua rata-rata. Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah ada perbedaan rata-rata likuiditas suatu kelompok terhadap kelompok lainnya. Pembagian kelompok dalam penelitian ini di dasarkan pada tingkat *underpricing* saham perusahaan yang melakukan IPO. Perusahaan dikatakan mengalami *underpricing* tinggi jika *initial return*-nya lebih besar atau sama dengan nilai rata-rata *initial return* dan sebaliknya dikatakan mengalami *underpricing* rendah jika memiliki nilai *initial return* yang lebih kecil dari nilai rata-ratanya

Untuk menguji hipotesis kedua digunakan regresi linier berganda. Uji ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh *underpricing* terhadap likuiditas dengan mengontrol variabel-variabel lain (*Size*, *Vol*, *Risk*, *Price*) yang secara teoretis diduga juga mempengaruhi likuiditas saham perusahaan yang melakukan IPO. Untuk analisis ini akan digunakan alat statistik SPSS for Window. Model regresi yang diajukan sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{Liquidity (spread/turn-over)} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{ Underpricing} \\ & + \alpha_2 \text{ Size} + \alpha_3 \text{ Vol} \\ & + \alpha_4 \text{ Risk} + \alpha_5 \text{ Price} + e \end{aligned}$$

Sebagai catatan, *Price* tidak dimasukkan ke dalam persamaan regresi ketika variabel dependennya adalah *spread*, karena *spread* sudah menjadi kontrol untuk *price*. Demikian pula dengan *Volume* tidak dimasukkan dalam persamaan regresi ketika variabel dependennya adalah *turn-over*. Uji beda dua rata-rata dan uji regresi linier berganda dilakukan untuk periode 20 hari perdagangan

dan 240 hari perdagangan, dengan tujuan untuk mendapatkan hasil yang *robust*.

HASIL

Selama tahun 1999-2005 terdapat 100 perusahaan yang melakukan IPO. Dari 100 perusahaan ini, ada 2 perusahaan yang tidak mempunyai data lengkap sehingga tidak dapat dilakukan perhitungan *initial return*, sehingga sampel tersisa 98 perusahaan. Dari 98 perusahaan ini terdapat 15 perusahaan tidak mengalami *underpricing*, sehingga tersisa 83 perusahaan. Delapan puluh tiga perusahaan inilah yang akhirnya menjadi sampel keseluruhan penelitian.

Tabel 1. Hasil Uji Beda Tingkat Likuiditas dengan Ukuran *Spread* untuk Perusahaan dengan *Underpricing* Tinggi dan *Underpricing* Rendah Periode 20 Hari dan 240 Hari

Tingkat <i>Underpricing</i>	N	Mean	Mean Difference	t	p value
Periode 20 hari					
<i>Underpricing</i> Tinggi	38	-0,019	0,1020924	-1,489	0,141
<i>Underpricing</i> Rendah	45	0,0829			
Periode 240 hari					
<i>Underpricing</i> Tinggi	38	28,11395	8,5734138	-0,907	0,368
<i>Underpricing</i> Rendah	45	36,67737			

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2008.

Dari Tabel 1 diketahui untuk periode pengamatan 20 hari rata-rata *spread* untuk kelompok perusahaan yang mengalami *underpricing* tinggi adalah -0,019 sedangkan rata-rata *spread* untuk kelompok perusahaan yang mengalami *underpricing* rendah adalah 0,0829 sehingga perbedaan rata-rata *spread*-nya adalah 0,1020924. Hasil ini menunjukkan bahwa dalam waktu 20 hari setelah IPO perusahaan yang mengalami *underpricing* tinggi mengalami likuiditas yang lebih tinggi dibanding perusahaan yang mengalami *underpricing* rendah (semakin kecil *spread* semakin tinggi likuiditas). Untuk periode pengamatan 240 hari diketahui rata-rata *spread*

Uji Hipotesis Pertama

Hipotesis pertama diajukan untuk menguji apakah perusahaan yang mengalami tingkat *underpricing* tinggi dibanding perusahaan yang mengalami tingkat *underpricing* rendah mempunyai tingkat likuiditas yang lebih tinggi. Setelah dilakukan perhitungan diperoleh 38 perusahaan mengalami *underpricing* tinggi dan 45 perusahaan mengalami *underpricing* rendah. Ukuran likuiditas yang digunakan ada dua yaitu *spread* dan *turn over*, pengujian dilakukan dalam dua periode pengamatan 20 hari dan 240 hari setelah IPO. Ringkasan hasil uji beda dua rata-rata dengan *independent sample t-test* dapat dilihat pada Tabel 1 dan Tabel 2.

untuk kelompok perusahaan yang mengalami *underpricing* tinggi adalah 0,1647805 sedangkan rata-rata *spread* untuk kelompok perusahaan yang mengalami *underpricing* rendah adalah 0,1527971 sehingga perbedaan rata-rata *spread*-nya adalah 0,01198. Hasil ini menunjukkan bahwa dalam waktu 240 hari setelah IPO perusahaan yang mengalami *underpricing* tinggi mengalami likuiditas yang lebih tinggi dibanding perusahaan yang mengalami *underpricing* rendah (semakin kecil *spread* semakin tinggi likuiditas). Akan tetapi, perbedaan yang terjadi pada 20 hari pengamatan maupun 240 hari pengamatan ini secara statistik tidak signifikan (p

$value$ lebih besar dari α yang ditentukan $0,141 > 0,05$ dan $0,837 > 0,05$), sehingga dianggap tidak terjadi perbedaan likuiditas antara perusahaan yang

mengalami *underpricing* tinggi dengan perusahaan yang mengalami *underpricing* rendah.

Tabel 2. Hasil Uji Beda Tingkat Likuiditas dengan Ukuran *Turn-over* untuk Perusahaan dengan *Underpricing* Tinggi dan *Underpricing* Rendah Periode 20 Hari dan 240 Hari

Tingkat <i>Underpricing</i>	N	Mean	Mean Difference	t	p value
Periode 20 hari					
<i>Underpricing</i> Tinggi	38	67,03692	20,037693	0,866	0,389
<i>Underpricing</i> Rendah	45	46,99923			
Periode 240 hari					
<i>Underpricing</i> Tinggi	38	28,11395	8,5734138	-0,907	0,368
<i>Underpricing</i> Rendah	45	36,67737			

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2008.

Pada Tabel 2 untuk periode pengamatan 20 hari diketahui rata-rata *turn-over* untuk kelompok perusahaan yang mengalami *underpricing* tinggi adalah 67,03692 sedangkan rata-rata *turn-over* untuk kelompok perusahaan yang mengalami *underpricing* rendah adalah 46,99923 sehingga perbedaan rata-rata *turn-over*-nya adalah 20,037693. Hasil ini menunjukkan bahwa dalam waktu 20 hari setelah IPO perusahaan yang mengalami *underpricing* tinggi mengalami likuiditas yang lebih tinggi dibanding perusahaan yang mengalami *underpricing* rendah (semakin besar *turn-over* semakin tinggi likuiditas). Sedangkan untuk pengamatan 240 hari, rata-rata *turn-over* untuk kelompok perusahaan yang mengalami *underpricing* tinggi adalah 28,11395 sedangkan rata-rata *turn-over* untuk kelompok perusahaan yang mengalami *underpricing* rendah adalah 36,67737 sehingga perbedaan rata-rata *turn-over*-nya adalah 8,5734138. Hasil ini menunjukkan bahwa dalam waktu 240 hari setelah IPO perusahaan yang mengalami *underpricing* tinggi mengalami likuiditas yang lebih rendah dibanding perusahaan yang mengalami *underpricing* rendah (semakin besar *turn-over* semakin tinggi likuiditas)

Akan tetapi, kedua perbedaan ini secara statistik tidak signifikan (p value lebih besar dari α yang ditentukan $0,389 > 0,05$ dan $0,368 > 0,05$), sehingga dianggap tidak terjadi perbedaan likuiditas antara perusahaan yang mengalami *underpricing* tinggi dengan perusahaan yang mengalami *underpricing* rendah.

Uji Hipotesis Kedua

Uji hipotesis kedua dilakukan untuk mengetahui apakah variabel *underpricing* (UP) mempengaruhi likuiditas setelah dilakukan IPO dengan mengontrol variabel-variabel harga saham setelah IPO (*PRICE*), tingkat risiko perusahaan (*RISK*), *volume* saham yang diperdagangkan (*VOL*) dan ukuran perusahaan (*SIZE*) yang diduga juga dapat mempengaruhi likuiditas setelah IPO. Untuk itu dilakukan uji regresi linier berganda. Uji ini dilakukan baik dengan variabel dependen *spread* maupun *turn over* sebagai proxy dari likuiditas, dan dilakukan dalam dua periode pengamatan, 20 hari dan 240 hari setelah IPO. Ringkasan hasil uji regresi linier berganda dapat dilihat pada Tabel 3 dan Tabel 4.



Tabel 3. Ringkasan Hasil Uji Regresi Linier Berganda Variabel *Spread* dengan Variabel *Underpricing*, Ukuran Perusahaan, Volume Saham, dan Risiko Periode 20 hari dan 240 hari

Keterangan	Konstanta	UP	LnSIZE	LnVOL	RISK
Periode 20 hari					
Koefisien Regresi	0,351	-0,186	-0,107	0,108	-23,107
t	0,527	-1,557	-1,275	2,102**	0,191
p value	0,600	0,124	0,206	0,039	0,950
R ²	0,074				
F	1,548				
Sig. F	0,197				
Periode 240 hari					
Koefisien Regresi	-0,550	0,04559	0,131	-0,0749	12.128,185
t	-0,946	0,436	1,809*	-1,827*	1,575
p value	0,347	0,664	0,074	0,072	0,119
R ²	0,082				
F	1,736				
Sig. F	0,151				

Ket: ** sig 5%, * sig 10%

Sumber: data sekunder yang diolah

Dari Tabel 3 untuk periode pengamatan 20 hari, dapat diketahui bahwa *underpricing* (UP) mempunyai pengaruh negatif terhadap *spread*, artinya semakin tinggi *underpricing* yang dialami suatu perusahaan maka semakin rendah *spread*. Dengan kata lain semakin tinggi *underpricing* maka semakin tinggi tingkat likuiditas saham yang diperdagangkan (*spread* yang rendah mengindikasikan likuiditas yang tinggi). Arah koefisien *underpricing* yang negatif ini sesuai dengan teori yang diharapkan. Tetapi secara statistik tidak signifikan ($p\text{-value} > \alpha$ yang ditetapkan). Kemudian untuk variabel kontrol, hanya variabel *volume* saham yang diperdagangkan (VOL) yang berpengaruh signifikan pada *spread* ($p\text{-value} < \alpha$ yang ditetapkan, $0,039 < 0,05$) tetapi dengan arah yang berbeda dari teori yang diharapkan (diharapkan *volume* saham yang diperdagangkan berpengaruh negatif terhadap *spread*).

Untuk periode pengamatan 240 hari, arah pengaruh *underpricing* terhadap mengalami perubahan dari yang diharapkan menjadi positif artinya semakin tinggi *underpricing* yang dialami suatu perusahaan maka semakin tinggi *spread*,

tetapi secara statistik tidak signifikan. Sedangkan untuk variabel kontrol yang berpengaruh adalah ukuran perusahaan (SIZE) dan *volume* saham yang diperdagangkan. Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *spread* ($p\text{-value} < \alpha$ yang ditetapkan, $0,074 < 0,10$), tetapi arah ini tidak sesuai dengan teori yang diharapkan. *Volume* saham yang diperdagangkan berpengaruh negatif signifikan terhadap *spread* ($p\text{-value} < \alpha$ yang ditetapkan, $0,072 < 0,10$), arah ini sesuai dengan teori yang diharapkan.

Nilai F tes untuk periode pengamatan 20 hari dan 240 hari masing-masing sebesar 1,548 dengan tingkat signifikansi 0,197 dan 1,736 dengan tingkat signifikansi 0,151, menunjukkan secara bersama seluruh variabel independen tidak berpengaruh pada variabel dependen. Hal ini menunjukkan model regresi yang diajukan lemah.



Tabel 4. Ringkasan Hasil Uji Regresi Linier Berganda dengan Variabel *Turn-over* dengan *Underpricing*, Ukuran Perusahaan, Risiko, dan Harga Saham Periode 20 hari dan 240 hari

Keterangan	Konstanta	UP	LnSIZE	RISK	PRICE
Periode 20 hari					
Koefisien Regresi	214.903	3,015	-18,017	-72.296,3	0,055
t	0,861	0,069	-0,650	-0,536	0,439
p value	0,392	0,945	0,518	0,593	0,662
R ²	0,010				
F	0,202				
Sig. F	0,937				
Periode 240 hari					
Koefisien Regresi	-208.088	-6,749	27.988	614.069,5	0,02241
t	-2,175	-0,392	2,635***	0,484	0,803
p value	0,033	0,696	0,010	0,630	0,425
R ²	0,107				
F	2,344				
Sig. F	0,062*				

Ket: ** *sig 1%, * sig 10%

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2008.

Pada Tabel 4 untuk periode pengamatan 20 hari diketahui *underpricing* mempunyai pengaruh positif terhadap *turn-over*, artinya semakin tinggi *underpricing* yang dialami suatu perusahaan maka semakin tinggi *turn-over*. Dengan kata lain semakin tinggi *underpricing* maka semakin tinggi tingkat likuiditas saham yang diperdagangkan (*turn-over* yang tinggi mengindikasikan likuiditas yang tinggi). Arah koefisien *underpricing* yang positif ini sesuai dengan teori yang diharapkan, tetapi secara statistik tidak signifikan ($p\ value > \alpha$ yang ditetapkan).

Sedangkan untuk periode pengamatan 240 hari *underpricing* mempunyai pengaruh negatif terhadap *turn-over*, artinya semakin tinggi *underpricing* yang dialami suatu perusahaan maka semakin rendah *turn-over*. Dengan kata lain semakin tinggi *underpricing* maka semakin rendah tingkat likuiditas saham yang diperdagangkan. Arah koefisien *underpricing*

yang negatif ini tidak sesuai dengan teori yang diharapkan, tetapi secara statistik tidak signifikan ($p\ value > \alpha$ yang ditetapkan). Untuk variabel kontrol hanya ukuran perusahaan yang berpengaruh pada *turn-over*. Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan ($p\ value < \alpha$ yang ditetapkan, $0,01 < 0,05$) pada *turn-over*, arah pengaruh ini sesuai dengan teori yang diharapkan.

Nilai F tes untuk periode pengamatan 20 hari sebesar 0,202 dengan tingkat signifikansi 0,937 menunjukkan secara bersama seluruh variabel independen tidak berpengaruh pada variabel dependen. Hal ini menunjukkan model regresi yang diajukan lemah. Sedangkan untuk periode pengamatan 240 hari nilai F tes sebesar 2,344 dengan tingkat signifikansi 0,062 menunjukkan secara bersama seluruh variabel independen berpengaruh pada variabel dependen.

PEMBAHASAN

Hasil uji beda menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan tingkat likuiditas saham antara kelompok perusahaan yang mengalami *underpricing* tinggi dengan kelompok perusahaan yang mengalami *underpricing* rendah baik untuk periode pengamatan 20 hari maupun 240 hari. Hal ini berarti *underpricing* yang lebih tinggi tidak menyebabkan perusahaan mengalami tingkat likuiditas yang lebih tinggi setelah melakukan IPO. Kemungkinan yang terjadi adalah data yang digunakan antara kelompok perusahaan yang mengalami *underpricing* tinggi jumlahnya cukup jauh berbeda dibanding kelompok perusahaan yang mengalami *underpricing* rendah, sehingga hasil tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil yang diperoleh oleh Li, *et al.* (2005) maupun penelitian Zheng, Ogden, & Frank (2005).

Hasil uji regresi linier berganda menunjukkan bahwa koefisien regresi *underpricing* menunjukkan arah yang diharapkan secara teoretis yaitu berpengaruh negatif pada *spread* dan berpengaruh positif pada *turn-over* dalam jangka pendek (20 hari pengamatan setelah IPO). Akan tetapi hal ini secara statistik tidak signifikan. Dalam jangka panjang (240 hari pengamatan setelah IPO) koefisien yang dimaksud berubah dari arah yang diharapkan, yaitu menjadi berpengaruh positif pada *spread* dan berpengaruh negatif pada *turn-over* dan secara statistik juga tidak signifikan. Hasil penelitian ini tidak mendukung temuan Li, *et al.* (2005) yang menemukan bahwa *underpricing* secara positif berpengaruh pada *turn-over* dan secara negatif berpengaruh pada *spread*. Serta temuan Booth & Chua (1986), bahwa *initial return* (*i*) berpengaruh positif terhadap likuiditas. Demikian pula untuk variabel kontrol yang dimasukkan dalam persamaan regresi belum dapat menjelaskan pengaruhnya secara konsisten terhadap tingkat likuiditas saham.

Secara parsial *volume* perdagangan saham dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap likuiditas, tetapi arah yang diharapkan tidak sesuai dengan teori yang diajukan dan berubah arahnya dari periode pengamatan 20 hari ke periode pengamatan 240 hari.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini menguji kembali pengaruh *underpricing* terhadap likuiditas saham perusahaan setelah melakukan IPO, dengan juga memasukkan beberapa faktor lain yang secara teori diduga mempengaruhi tingkat likuiditas saham perusahaan sebagai variabel kontrol. Faktor-faktor lain yang dimaksud adalah harga saham setelah IPO, tingkat risiko perusahaan, *volume* saham yang diperdagangkan dan ukuran perusahaan. Berdasarkan hasil yang diperoleh dari uraian sebelumnya maka kesimpulan yang diambil dari penelitian ini adalah bahwa secara keseluruhan tidak ditemukan perbedaan tingkat likuiditas yang signifikan antara perusahaan yang mengalami *underpricing* tinggi dengan perusahaan yang mengalami *underpricing* rendah. Ini berarti tingkat likuiditas saham yang diperdagangkan untuk perusahaan yang mengalami *underpricing* setelah IPO adalah sama.

Pengujian pengaruh *underpricing* terhadap likuiditas (dengan proxy *turn-over* dan *spread*) dengan mengontrol ukuran perusahaan, risiko dan harga dalam jangka pendek (20 hari pengamatan) menunjukkan bahwa *underpricing* mempengaruhi likuiditas dengan arah yang diharapkan secara teoretis (berpengaruh negatif pada *spread* dan berpengaruh positif pada *turn-over*). Akan tetapi pengaruh ini secara statistik lemah, karena tidak signifikan.



Saran

Dikarenakan hasil temuan empiris dari penelitian ini masih belum dapat memberi penjelasan yang kuat tentang pengaruh *underpricing* terhadap likuiditas saham setelah IPO, maka bagi penelitian selanjutnya disarankan untuk melakukan penelitian ulang dengan memperpanjang periode pengamatan, sehingga dapat diperoleh sampel yang lebih proporsional sehingga dapat diketahui perbedaan tingkat likuiditas antara kelompok perusahaan yang mengalami *underpricing* tinggi dengan yang rendah. Selain itu dapat melakukan pengembangan dengan memasukkan variabel-variabel lain yang bisa mempengaruhi likuiditas saham, seperti *retention rate*, *insider trading*, dan lain-lain.

DAFTAR PUSTAKA

- Ellul, A. & Pagano, M. 2006. IPO Underpricing and After-market Liquidity. *Review Financial Studies*, Vol.19, No.2. pp.381-421.
- Booth, J. & Chua, L. 1996. Ownership Dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing. *Journal of Financial Economics*, Vol.41, No.2, pp.291-310.
- Brennan, M. & Frank, J. 1997. Underpricing, Ownership, and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in The UK. *Journal of Financial Economic*, Vol.45, No.3, pp.391-413.
- Martani, D. 2003, Pengaruh Informasi Selama Proses Penawaran terhadap Initial Return Perusahaan yang Listing di BEJ Tahun 1990-2000. *Simposium Nasional Akuntansi VI*, Surabaya, 16-17 Oktober.
- Field, L. & Sheehan, D. 2004. IPO Underpricing and Outside Blockholdings. *Journal of Corporate Finance*, Vol.10, No.2, pp.263-280.
- Li, M., Zheng, S.X., & Melancon, M.V. 2005. Underpricing, Share Retention, and the IPO Aftermarket Liquidity. *International Journal of Managerial Finance*, Vol.1, No.2, pp.76-94.
- Pham, P., Kalev, V., & Steen, A. 2003. Underpricing, Stock Allocation, Ownership Structure and Post Listing Liquidity of Newly Listed Firms. *Journal of Banking and finance*, Vol.27, No.5, pp.919-924.
- Ramirez, M.A.A., Cabestre, Fco. JR., & Aquilue, R.S. 2006. Does Initial Public Offering Have Influence on Liquidity and Trading Activity. *Finance and Accounting*, pp.84-98.
- Kusumawati, R. & Sudento, A. 2005. Analisis Pengaruh Profitabilitas (ROE), Ukuran Perusahaan (Size), dan Leverage Keuangan terhadap Tingkat Underpricing pada Penawaran Perdana (Initial Public Offering) di Bursa Efek Jakarta. *Utilitas*, Vol.13, No1, Januari 2005.
- Wenny, R.W. 2004. Analisis faktor-faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpriced pada Perusahaan Go Public di BEJ. *Skripsi*. Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta.
- Zheng, S. X. & Li, M. 2008. Underpricing, Ownership Dispersion, and Aftermarket Liquidity of IPO Stocks. *Journal of Empirical Financial*, Vol.15, Issue 3, pp.436-454.
- Zheng, S.X., Ogden, P.J., & Frank, C.J. 2005. Pursuing Value Through Liquidity in IPOs: Underpricing, Share Retention, Lockup, and Trading Volume Relationships. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol.25, No.3, (Nov), pp.293-312.