

PERINGKAT PENJAMIN EMISI, *UNDERPRICING*, DAN KINERJA PASAR SEKUNDER SAHAM IPO DI BURSA EFEK INDONESIA

Arni Utamaningsih

Prodi Administrasi Bisnis Politeknik Negeri Padang
Kampus Limau Manis Pauh-Padang, 25166, Indonesia.

Abstract

This study discussed about the underwriters ranking, underpricing, and secondary market performance of IPO in Indonesia Stock Exchange. This study used the IPO prices, market prices, and data of underwriters ranking based on the total value of transactions per year. The data were elaborated with standard deviation approach. These studies provided weak support on finding of Carter and Manaster (1990) that the higher the reputation of underwriter was, the lower the initial return was. This study elaborated the weak support. This study also proved that underpricing had positive and significant effect on the excess returns of 30 days. The evidence of abnormal returns was elaborated for 30 days after the IPO.

Key words: *IPO, secondary market, underpricing, underwriters ranking*

Dalam perdagangan saham IPO, Carter & Manaster (1990) menemukan hubungan yang negatif signifikan antara peringkat reputasi penjamin emisi terhadap *underpricing*. Hasil penelitian Michaely & Shaw (1994) mendukung temuan Carter & Manaster (1990), bahwa semakin tinggi reputasi penjamin emisi, maka semakin rendah *return* awal pada emisi saham perdana. Penjamin emisi bereputasi tinggi berhubungan dengan risiko penawaran saham yang rendah. Penjamin emisi yang memiliki reputasi baik cenderung menghindari emisi saham perdana yang berisiko karena dapat membahayakan reputasi dan kelangsungan perusahaannya. Rendahnya risiko penawaran saham berdampak pada

kurangnya insentif bagi investor untuk menguasai informasi dan memperkecil peluang *informed investors* (Rock, 1986 dan Carter & Manaster, 1990).

Hasil survey Brau & Fawcett (2006) menyatakan bahwa penjamin emisi yang bereputasi tinggi memiliki kemampuan, keahlian, dan mempunyai hubungan koneksitas yang mapan dalam lingkungan industrinya. Brau & Fawcett (2006) juga menyatakan bahwa penjamin emisi yang bereputasi tinggi memiliki kemampuan mengelola *client investor* baik yang berasal dari kalangan institusi maupun dari kalangan individu. Penjamin emisi yang bereputasi tinggi berkemampuan dalam mengelola harga saham dan membuat perjanjian

Korespondensi dengan Penulis:

Arni Utamaningsih: Telp.+62 751 72590; Faks.+62 751 72576

E-mail: Arni6965@gmail.com

untuk keperluan valuasi. Dalam hal ini penunjukkan penjamin emisi yang *reputable* mengurangi kebutuhan untuk melakukan analisis praseleksi secara ekstensif terhadap kapabilitas calon penjamin emisi yang akan diajak untuk bergabung dalam penyelenggaraan IPO.

Berdasarkan rangkaian paparan tersebut, maka tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah *underpricing* semakin rendah ketika peringkat reputasi penjamin emisi semakin tinggi. Harapan pengujian ini adalah *underpricing* semakin rendah ketika peringkat reputasi penjamin emisi semakin tinggi. Jika pengujian reputasi penjamin emisi tidak terbukti, maka dapat disimpulkan bahwa aktivitas pasar yang dikelola oleh penjamin emisi pada periode *premarket* tidak dipengaruhi peringkat penjamin emisi. Dalam hal ini peringkat penjamin emisi tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Utamaningsih (2013) menemukan bahwa peringkat penjamin emisi memberikan pengaruh negatif lemah terhadap *underpricing*. Penelitian ini memberikan elaborasi atas temuan Utamaningsih (2013) terutama tentang derajat *underpricing* dan kinerja saham IPO selama 30 hari pertama di pasar sekunder.

Reputasi Penjamin Emisi dan *Underpricing*

Peringkat reputasi penjamin emisi merupakan penentu kinerja saham IPO, disamping aktivitas aktual yang dilakukan oleh penjamin emisi selama proses pengelolaan saham perdana pada periode *premarket*, *issue date*, maupun *aftermarket*. Carter & Manaster (1990) menggunakan 501 perusahaan sebagai sampel penelitian mereka, yaitu perusahaan yang menerbitkan saham-saham IPO antara 1 Januari 1979 sampai dengan 17 Agustus 1983. Mereka melakukan pemeringkatan atas 117 penjamin emisi yang menjamin perdagangan saham-saham tersebut. Pemeringkatan penjamin emisi dilakukan dengan cara mengkategorikan penjamin emisi ke dalam sepuluh ranking (9-0). Ranking 9 merepresentasikan penjamin emisi de-

ngan prestisius tertinggi, 8 sebagai representasi penjamin emisi dengan ranking yang lebih rendah, demikian berturut-turut sehingga kategori 0 merepresentasikan prestisius yang terendah.

Penelitian Carter & Manaster (1990) menggunakan *linear regression* untuk menguji faktor peringkat reputasi penjamin emisi sebagai refleksi dari nilai perusahaan emiten. Hasil pengujian menunjukkan adanya hubungan yang negatif signifikan antara reputasi penjamin emisi dengan varian *underpricing*. Semakin tinggi level reputasi penjamin emisi maka semakin rendah tingkat *underpricing* saham baru yang ditawarkan. Carter & Manaster (1990) menyatakan bahwa *underpricing* merupakan sesuatu yang menyakitkan bagi perusahaan emiten, karena perusahaan dinilai terlalu rendah dari nilai yang sebenarnya. Perusahaan emiten dengan karakteristik risiko yang rendah akan berusaha mengungkapkan karakteristiknya melalui pemilihan penjamin emisi dengan reputasi baik.

METODE

Data penelitian ini bersumber dari *database BEI*, *database PPA UGM*, dan *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. Data peringkat reputasi penjamin emisi diperoleh dari laporan transaksi tahunan Bursa Efek Indonesia mulai tahun 2001 sampai dengan tahun 2010. Data sekunder penelitian ini meliputi: harga penawaran perdana, jumlah saham yang dijual, harga penutupan pada hari pertama perdagangan, harga penutupan pada 30 hari pertama perdagangan, indeks harga saham gabungan (IHSG), dan nilai transaksi yang dijamin oleh penjamin emisi. Periode pengamatan dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia sejak bulan Januari 2001 sampai dengan Desember 2010. Penelitian ini menggunakan sampel seluruh perusahaan yang melakukan IPO pada periode amatan tersebut.

Instrumen pengukuran peringkat penjamin emisi mengacu pada model pemeringkatan Carter dan Manaster (1990). Nilai total transaksi penjamin

emisi diperingkat ke dalam sepuluh ranking (9-0). Ranking 9 merepresentasikan penjamin emisi dengan prestisius tertinggi, demikian berturut-turut sehingga kategori 0 merepresentasikan prestisius yang terendah. Pada bagian berikutnya peringkat itu digolongkan ke dalam dua kelompok, yaitu penjamin emisi kelompok 5 besar dan penjamin emisi bukan kelompok 5 besar. Penjamin emisi tergolong kelompok 5 besar jika memiliki ranking 9 berturut-turut sampai dengan ranking 5. Penjamin emisi ranking 4 berturut-turut sampai dengan ranking 0 termasuk bukan kelompok 5 besar. Elaborasi dilakukan dengan cara mengklasifikasi deviasi standar derajat *underpricing* berdasarkan kelompok masing-masing penjamin emisi.

Perhitungan *abnormal return* menggunakan *return* pasar (*market adjusted model*). Tahapan perhitungan adalah menghitung *return* saham, *return* pasar, dan selanjutnya menghitung *marketed adjusted abnormal return*. *Abnormal return* merupakan selisih antara *return* sesungguhnya suatu saham dengan *return* yang diharapkan, dengan formula sebagai berikut:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Notasi:

AR_{it} = *Market-Adjusted Abnormal Return* saham i pada periode t

R_{it} = *Return* Saham i pada periode t

R_{mt} = *Return* pasar pada periode t

HASIL

Peringkat Penjamin Emisi

Hasil penelitian disajikan dalam bentuk tabel yang berisi hasil pengujian deviasi standar terhadap *initial returns*. *Initial returns* merupakan gejala *underpricing* dalam perdagangan IPO. Penelitian ini berhasil menggolongkan penjamin emisi dalam kelompok lima besar sebagaimana dilaporkan dalam Tabel 1.

Tabel 1 membagi penjamin emisi bereputasi tinggi dalam dua katagori, yaitu penjamin emisi yang menjamin sebanyak lima atau lebih saham IPO dan penjamin emisi yang menjamin sebanyak empat atau kurang saham IPO. Hasil pengujian deviasi standar terhadap *initial returns*, Utamaningsih (2012) menyimpulkan bahwa tidak semua penjamin

Tabel 1. Deviasi Standar *Underpricing*, Perusahaan Penjamin Emisi yang tergolong Lima Besar

No	Perusahaan Penjamin Emisi	Deviasi Standar <i>Underpricing</i>
Penjamin emisi yang menjamin sebanyak lima atau lebih saham IPO Tahun 2001-2010:		
1	Bahana Securities	0,2377
2	Ciptadana Sekuritas	0,3045
3	CLSA Indonesia	0,1269
4	Danareksa Sekuritas	0,1088
5	Danatama Makmur	0,3369
6	Indo Premier Securities	0,2866
7	Mandiri Sekuritas	0,1233
8	Trimegah Securities	0,7046
Penjamin emisi yang menjamin sebanyak empat atau kurang saham IPO Tahun 2001-2010:		0,4327

Peringkat Penjamin Emisi, *Underpricing*, dan Kinerja Pasar Sekunder Saham IPO di Bursa Efek Indonesia

Arni Utamaningsih

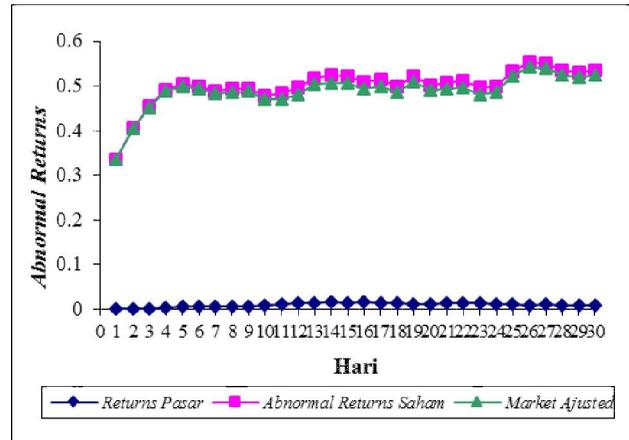
emisi yang bereputasi tinggi (tergolong kelompok lima besar) mampu menghasilkan *initial returns* yang rendah. Dalam hal ini, belum tentu *underpricing* semakin rendah ketika reputasi penjamin emisi semakin tinggi. Tabel 1 memberikan bukti laporan pengujian deviasi standar *initial returns* yang dihasilkan oleh penjamin emisi yang tergolong bereputasi tinggi.

Tabel 1 melaporkan bahwa perusahaan penjamin emisi Danareksa Sekuritas, Mandiri Sekuritas, dan CLSA Indonesia merupakan penjamin emisi bereputasi tinggi yang paling stabil dalam menghasilkan *initial returns* yang rendah. Hasil pengujian deviasi standar terhadap *initial returns* Danareksa Sekuritas, Mandiri Sekuritas, dan CLSA Indonesia sangat rendah, berturut-turut adalah 10,88%, 12,33%, dan 12,69%. Hasil tersebut jauh lebih rendah dibandingkan dengan deviasi standar *initial returns* perusahaan penjamin emisi Trimegah Securities yaitu senilai 70,46%. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa Trimegah Securities merupakan perusahaan penjamin emisi bereputasi tinggi, namun tidak stabil dalam menghasilkan *initial returns* dalam level yang rendah. Pengujian deviasi standar *initial returns* pada kelompok penjamin emisi bereputasi tinggi yang hanya menjamin saham IPO sebanyak empat atau kurang, menunjukkan hasil yang kurang stabil senilai 43,27%.

Perkembangan *Abnormal Returns* Selama 30 Hari pada Pasar Sekunder

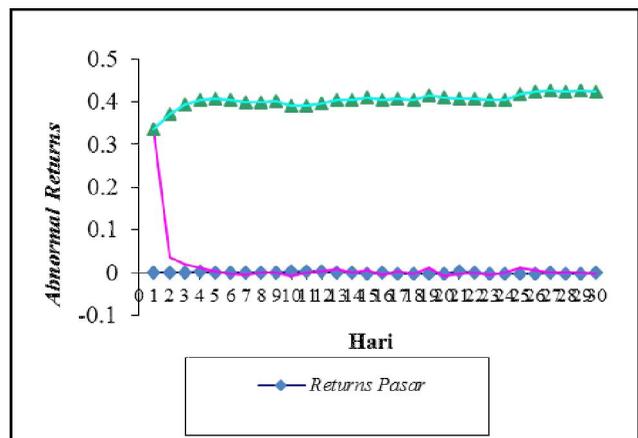
Perkembangan *abnormal returns* selama 30 hari pada pasar sekunder akan dibahas melalui gambar. Gambar 1 dan Gambar 2 menunjukkan perkembangan *abnormal returns* emisi saham baru tahun 2001 sampai dengan 2010, berbasis pada harga perdana dan hari t-1. Perkembangan *abnormal returns* pada kedua gambar tersebut merupakan *abnormal returns* mulai dari hari ke-1 sampai dengan hari ke-30. Gambar 1 memuat perkembangan *ab-*

normal returns, yang terdiri dari *abnormal returns* saham IPO, *returns* pasar, dan *abnormal returns* saham IPO yang telah disesuaikan dengan *returns* pasar (*market adjusted*).



Gambar 1. Perkembangan *Abnormal Returns* IPO Tahun 2001-2010 Berbasis Harga Perdana

Gambar 2 juga menunjukkan perkembangan data *abnormal returns* yang sama, namun berbasis pada harga saham harian t-1. Gambar 2 menunjukkan perkembangan *returns* pasar, *market adjusted*, dan *cummulative abnormal returns* berbasis pada harga saham harian t-1.



Gambar 2. Perkembangan *Abnormal Returns* IPO Tahun 2001-2010 Berbasis Hari t-1

Hasil pengujian yang disajikan dalam gambar 1 dan 2 akan didukung secara detil dalam rincian yang dimuat dalam Tabel 2.

Tabel 2 memberikan informasi yang lebih jelas mengenai data perkembangan *abnormal returns* secara keseluruhan yang dapat membantu analisis kinerja emisi saham baru. Sebagaimana telah dibahas pada bagian sebelumnya, perkembangan *abnormal returns* ini menggambarkan kinerja saham IPO tahun 2001 sampai dengan 2010 di pasar modal Indonesia setelah sistem *book-building* diterapkan.

Pengamatan terhadap Gambar 1 dan Gambar 2, serta Tabel 2 akan menghasilkan hasil analisis yang lebih baik. Berdasarkan pengamatan perkembangan *abnormal returns* dari hari ke hari selama 30 hari pertama perdagangan saham IPO, dapat disimpulkan bahwa investor tidak selalu memperoleh *abnormal returns* positif pada pasar sekunder. Namun, kinerja saham baru pada periode 2001-2010 masih jauh lebih baik dibandingkan dengan kinerja saham baru pada periode 1989-1994 sebagaimana ditemukan oleh Hanafi (2002). Hanafi

Tabel 2. Perkembangan *Abnormal Returns (Market Adjusted)* IPO Tahun 2001-2010, Hari ke-1 Sampai dengan ke-30

Periode Hari	Rata-Rata	Deviasi Standar	Kumulatif <i>Abnormal Returns</i>	Nilai t Rata-Rata	Signifikansi
1	0,33764	0,41372	0,33764	10,415	Signifikan 1%
2	0,03697	0,12797	0,37243	3,711	Signifikan 1%
3	0,02046	0,10025	0,39289	2,621	Signifikan 1%
4	0,01112	0,07794	0,40401	1,832	Signifikan 10%
5	0,00208	0,06325	0,40608	0,422	Tidak signifikan
6	-0,00217	0,07140	0,40391	-0,391	Tidak signifikan
7	-0,00609	0,04856	0,39782	-1,611	Signifikan 10%
8	0,00053	0,05065	0,39835	0,134	Tidak signifikan
9	0,00167	0,06718	0,40002	0,319	Tidak signifikan
10	-0,00855	0,05229	0,39147	-2,100	Signifikan 5%
11	-0,00021	0,05476	0,39126	-0,049	Tidak signifikan
12	0,00421	0,05300	0,39546	1,019	Tidak signifikan
13	0,00877	0,08675	0,40424	1,299	Signifikan 10%
14	-0,00049	0,04485	0,40375	-0,140	Tidak signifikan
15	0,00558	0,05877	0,40933	1,220	Tidak signifikan
16	-0,00535	0,05469	0,40397	-1,257	Tidak signifikan
17	0,00388	0,05764	0,40785	0,865	Tidak signifikan
18	-0,00283	0,06326	0,40503	-0,574	Tidak signifikan
19	0,01110	0,05340	0,41612	2,669	Signifikan 1%
20	-0,00744	0,05772	0,40868	-1,655	Signifikan 10%
21	-0,00173	0,05055	0,40695	-0,440	Tidak signifikan
22	0,00093	0,04544	0,40788	0,262	Tidak signifikan
23	-0,00425	0,04055	0,40362	-1,347	Signifikan 10%
24	0,00136	0,06003	0,40499	0,292	Tidak signifikan
25	0,01203	0,10032	0,41702	1,541	Signifikan 10%
26	0,00708	0,04395	0,42410	2,068	Signifikan 5%
27	0,00080	0,06093	0,42489	0,168	Tidak signifikan
28	-0,00066	0,05641	0,42423	-0,151	Tidak signifikan
29	0,00054	0,03847	0,42477	0,180	Tidak signifikan
30	-0,00069	0,04288	0,42408	-0,207	Tidak signifikan

Sumber: Utamaningsih, 2012

(2002) mengatakan bahwa *initial returns* emisi saham baru periode tahun 1989-1994 adalah sebesar 15,08%. Pada periode tersebut, Bursa Efek Jakarta (BEJ) masih belum menerapkan sistem *book-building*. Perbedaan tersebut dapat dikaji melalui laporan pada Tabel 2.

Temuan *initial returns* Hanafi (2002) tersebut jauh lebih rendah dari pada *initial returns* yang berhasil ditemukan dalam penelitian ini, sebesar 33,80%. Hanafi (2002) juga menyatakan bahwa kinerja *aftermarket* adalah negatif, dengan rata-rata *abnormal returns* yang negatif sejak hari ke-2 sampai dengan ke-30 pada periode *aftermarket*. Fakta ini dapat memberikan kesimpulan bahwa penerapan sistem *book-building* di pasar modal Indonesia dapat memberikan kinerja *aftermarket* yang lebih baik. Namun, kesimpulan tersebut tidak sepenuhnya konklusif, dengan mempertimbangkan periode emisi saham baru pada tahun 1989-1994 merupakan tahun-tahun pertama beroperasinya pasar modal Indonesia, yang kemungkinan besar masih belum sepenuhnya stabil.

PEMBAHASAN

Stabilitas *Initial Returns* Saham IPO

Hasil pengujian secara lebih dalam terhadap perolehan *initial returns* oleh kelompok penjamin emisi lima besar memberikan penjelasan yang lebih baik mengenai hipotesis peringkat penjamin emisi yang secara empiris kurang mendukung. Laporan yang dimuat dalam Tabel 1 menunjukkan kenyataan bahwa tidak seluruh perusahaan penjamin emisi dengan reputasi tinggi mampu menghasilkan *initial returns* yang stabil. Fakta ini merupakan argumen yang menjawab logika penelitian bahwa *underpricing* akan semakin rendah ketika reputasi penjamin emisi semakin tinggi, yang secara empiris signifikan dalam level yang rendah. Hasil ini juga memberi argumen atas pertanyaan mengenai mengapa perusahaan penjamin emisi bereputasi tinggi tidak berbeda secara signifikan dengan per-

usahaan penjamin emisi bereputasi rendah dalam menghasilkan *initial returns* yang rendah.

Argumen perusahaan emiten cenderung memilih penjamin emisi bereputasi tinggi tidak terbatas pada kemampuannya dalam menghasilkan *initial returns* yang rendah secara stabil, namun juga keterampilannya dalam mengelola harga saham perdana dengan mempertimbangkan informasi pasar. Beatty & Ritter (1986), Benveniste & Spindt (1989), dan Aggarwal *et al.* (2002), mengatakan bahwa modal yang diperoleh perusahaan emiten diperoleh melalui pengelolaan tinggi rendahnya harga perdana dengan mempertimbangkan perkembangan informasi pasar. Pengelolaan harga perdana tersebut dikombinasikan dengan penyesuaian jumlah saham yang akan dijual pada perdagangan perdana. Namun dalam konteks perdagangan saham IPO di Indonesia, umumnya tidak terjadi penyesuaian jumlah saham yang akan dijual pada perdagangan perdana. Hal ini disebabkan adanya peraturan pasar modal yang mengharuskan pencantuman jumlah saham yang akan dijual di dalam prospektus ringkas. Pencantuman jumlah saham yang akan dijual ke publik harus dicantumkan dalam prospektus ringkas, sebagaimana diatur dalam peraturan Bapepam No.IX.C.2. Dalam hal mempertimbangkan peraturan ini, penjamin emisi harus mempunyai keterampilan dalam mengelola informasi. Keterampilan ini masih harus ditambah lagi jika emiten menghendaki untuk tetap mempertahankan pengendalian oleh orang dalam perusahaan pasca IPO. Berdasarkan penjelasan ini, tampaknya reputasi penjamin emisi di Indonesia tidak cukup hanya mempertimbangkan nilai kapitalisasi pasar yang dimilikinya saja, namun juga tingkat stabilitas dalam mengelola *initial returns*, pengelolaan harga saham perdana berbasis informasi pasar, pangsa pasar penjamin emisi, serta informasi tambahan lain yang semuanya membutuhkan data historis masing-masing penjamin emisi.

Hasil penelitian ini memberikan jawaban atas pertanyaan apakah *underpricing* akan semakin ren-

dah pada saat semakin tinggi peringkat reputasi penjamin emisi? Hasil uji *path analysis* mengindikasikan bahwa peringkat reputasi penjamin emisi berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Arah pengaruh kedua faktor yang diuji konsisten dengan logika penelitian, namun data hanya memberikan dukungan yang lemah (α 10%, *one tailed test*) terhadap pengaruh tersebut.

Carter & Manaster (1990) dan Benveniste *et al.* (1996) menyatakan bahwa penjamin emisi yang bereputasi tinggi mempunyai kemampuan merepresentasikan kualitas saham IPO dan pada umumnya mampu mengundang tingginya permintaan akan saham (*oversubscribe*). Penjamin emisi yang bereputasi tinggi mampu menyediakan akses informasi yang lebih baik mengenai saham yang ditawarkan dan kondisi perusahaan emiten. Hal ini akan memperoleh timbal balik berupa informasi yang lebih baik pula mengenai calon investor. Berbekal informasi yang lebih baik, penjamin emisi akan lebih mudah menetapkan harga perdana secara strategis untuk membentuk *underpricing* dan mengantisipasi kerugian perdagangan saham IPO. Dalam hal ini penjamin emisi yang bereputasi tinggi lebih dianggap mampu untuk menjaga kepentingan perusahaan emiten yang berharap harga saham tidak terlalu *underpricing* sehingga perusahaan emiten tidak terlalu rugi.

Logue *et al.* (2002) berpendapat bahwa penjamin emisi bereputasi tinggi lebih baik dalam memenuhi sejumlah modal yang dibutuhkan oleh perusahaan emiten saat IPO. Itulah sebabnya perusahaan emiten lebih suka menyewa jasa penjamin emisi yang bereputasi tinggi ketimbang penjamin emisi yang bereputasi rendah (Logue *et al.*, 2002). Utamaningsih (2012) menunjukkan data yang mendukung gagasan tersebut, dimana 13,30% sampel perusahaan emisi menyewa penjamin emisi bereputasi rendah dan menghasilkan *underpricing* senilai 48,90%, sedangkan 86,70% sampel perusahaan emisi menyewa penjamin emisi bereputasi tinggi, dan menghasilkan *underpricing* senilai 31,40%. Hasil

tersebut menunjukkan bahwa perusahaan penjamin emisi yang bereputasi rendah dan tinggi yang diuji dalam penelitian kurang berimbang (13,30% dan 86,70%). Data memberi dukungan yang lemah terhadap pengaruh tersebut, dari data tersebut dapat diketahui bahwa perusahaan emiten pada umumnya akan menyewa penjamin emisi yang bereputasi tinggi dengan nilai *underpricing* yang sedikit lebih rendah dari rata-rata *underpricing* secara agregat yang bernilai 33,80% (31,40% < 33,80%).

Underpricing dan Excess Returns 30 Hari

Hasil pengujian Utamaningsih (2012) memberikan jawaban atas pertanyaan: apakah semakin *underpriced* saham IPO maka akan semakin kuat pengaruhnya terhadap *excess returns* pada hari perdagangan ke-30 pasca IPO? Utamaningsih (2012) menunjukkan bahwa *underpricing* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *excess returns* 30 hari. Hasil pengujian ini juga memberikan jawaban atas pertanyaan: Apakah ketika harga saham IPO tidak membutuhkan stabilisasi harga karena tidak terjadi penurunan harga saham sampai di bawah harga perdananya, maka semakin tinggi *excess returns* pada hari ke-30 pasca IPO? Hasil pengujian *path analysis* menyatakan bahwa stabilisasi harga berpengaruh positif dan signifikan terhadap *excess returns* 30 hari.

Underpricing dan stabilisasi harga merupakan aktivitas substitusi dalam suatu mekanisme penyelesaian masalah pengendalian harga saham perdana pada periode *aftermarket*. Implikasinya, saham IPO dengan level *underpriced* tinggi sangat memungkinkan diikuti dengan terjadinya *excess returns* setelah 30 hari perdagangan saham (Logue *et al.*, 2002). Dalam hal saham IPO kurang *underpriced* atau mengalami *overpriced*, maka penjamin emisi akan melakukan stabilisasi harga yang ditujukan agar harga yang turun di bawah harga perdananya naik kembali menjadi di atas harga perdananya. Keberhasilan stabilisasi harga akan ber-

dampak pada terbentuknya *excess returns* yang positif sepanjang masa dilakukannya stabilisasi harga selama 30 hari pasca perdagangan saham perdana. Penelitian ini menggunakan pengukuran 30 hari, karena kurun waktu bagi penjamin emisi melakukan stabilisasi harga dibatasi oleh peraturan BAPEPAM-LK sampai dengan 30 hari setelah perdagangan perdana. Penelitian ini membuktikan saham IPO dengan nilai *underpricing* lebih tinggi mempunyai kinerja *aftermarket* lebih baik setelah kurun waktu 30 hari setelah perdagangan saham perdana.

Jika dirunut kembali sejak perioda *premarket*, maka fenomena *aftermarket* ini akan menunjukkan pola sebab akibat yang tidak bisa dipisahkan. Logue *et al.* (2002) menemukan fakta adanya *initial returns* yang tinggi pada saham yang harga penawaran akhirnya cenderung mendekati batas atas kisaran harga penawarannya. Kinerja saham tersebut akan bertahan dalam kurun waktu jangka panjang. Hanley (1993) menguji kinerja jangka panjang saham IPO dengan mengacu pada pola penyesuaian harga saham terhadap kisaran harga sahamnya sehingga berdampak pada pembentukan nilai *underpricing*. Analisis Hanley (1993) dimotivasi oleh hasil temuan Ritter (1991) yang mengatakan bahwa perusahaan dengan *initial returns* yang tinggi (*underpricing*), cenderung memiliki kinerja *aftermarket* yang buruk. Ritter (1991) mengindikasikan hasil temuannya sebagai fenomena *overreaction* yang potensial yang terjadi di pasar saham IPO. Ritter (2011) mengkoreksi pendapatnya tersebut, Ritter (2011) menyatakan dukungannya pada temuan empiris yang tidak menemukan cukup bukti bahwa saham IPO dalam jangka panjang menunjukkan kinerja yang buruk. Kinerja *aftermarket* IPO yang buruk relatif terjadi pada perusahaan-perusahaan yang memiliki karakteristik serupa. Namun, Ritter (2011) tetap berpendapat bahwa perusahaan kecil yang memasuki pasar IPO rata-rata memiliki *initial returns* yang tinggi dan diikuti oleh kinerja saham jangka panjang yang buruk.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah *underpricing* semakin rendah ketika peringkat reputasi penjamin emisi semakin tinggi. Tidak seluruh penjamin emisi yang bereputasi tinggi memiliki kemampuan dalam menjaga stabilitas *initial returns*. Jika motivasi investor berorientasi jangka pendek, maka dapat diprediksi tidak akan selalu memperoleh *returns* yang tinggi jika hanya mempertimbangkan reputasi penjamin emisi. Dalam hal ini, perusahaan IPO juga tidak selayaknya menjadikan penjamin emisi sebagai satu-satunya harapan dalam menjual saham baru. Utamaningsih (2012) menyatakan bahwa alokasi saham perdana dan kisaran harga penawaran adalah faktor signifikan yang lebih relevan untuk dipertimbangkan. Penelitian ini memberikan kontribusi pada bidang Manajemen Keuangan, khususnya bidang investasi dalam saham perdana. Kontribusi hasil penelitian ini dapat dimanfaatkan oleh para investor saham perdana di Indonesia, terutama dalam mempertimbangkan penjamin emisi yang melaksanakan proses penjaminan saham baru.

Saran

Penelitian ini memiliki kelebihan dan juga kekurangan. Kelebihan penelitian ini terletak pada pembahasannya yang dalam, berusaha untuk mengelaborasi fenomena yang tampak pada permukaan menjadi lebih detil dan konklusif. Namun, penelitian ini juga memiliki keterbatasan. Penelitian ini menggunakan data nilai total transaksi perdagangan per tahun sebagai dasar untuk menentukan ranking penjamin emisi sebagai proksi peringkat reputasi penjamin emisi. Penelitian yang akan datang perlu mempertimbangkan tingkat keberhasilan penjamin emisi dalam menjamin emisi saham perdana pada masa lalu. Dalam hal ini tingkat keberhasilan penjamin emisi dapat diidentifikasi melalui frekuensi terjadinya *underpricing*

dan *overpricing* pada saat menjamin emisi saham perdana pada masa lalu. Rekam jejak sejarah IPO tersebut mungkin dapat memberikan informasi tambahan yang sangat berguna, sehingga dapat menjelaskan *underpricing* secara lebih baik.

Kejadian saham yang *overpriced* dapat mengancam dan merusak reputasi penjamin emisi di masa yang akan datang. Hal ini dapat menurunkan pendapatan penjamin emisi di masa yang akan datang sehubungan dengan penjaminan saham perdana. Beatty & Ritter (1986) serta Dunbar (2000) memberikan bukti bahwa penjamin emisi yang menetapkan harga saham secara tidak akurat, maka akan kehilangan pangsa pasar pada kesempatan IPO berikutnya. Nanda & Yun (1997) juga membuktikan bahwa penawaran saham yang *overpriced* berpengaruh terhadap penurunan nilai pasar perusahaan penjamin emisi secara beruntun.

DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, R., Prabhala, N.R., & Puri, M. 2002. Institutional Allocation in Initial Public Offerings: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, 57(3): 1421-1442.
- Beatty, R.P., & Ritter, J.R. 1986. Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(3): 213–232.
- Benveniste, L.M. & Spindt, P.A. 1989. How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues. *Journal of Financial Economics*, 24(2): 343–362.
- Benveniste, L.M., Busaba, W.Y., & Wilhelm, W.J.Jr. 1996. Price Stabilization as a Bonding Mechanism in New Equity Issues. *Journal of Financial Economics* 42(2): 223-255.
- Brau, J.C. & Fawcett, S.E. 2006. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *Journal of Finance*, 61(1): 399-436.
- Carter, R. & Manaster, S. 1990. Initial Public and Underwriter Reputation. *Journal of Finance* 45(4): 1045–1067.
- Dunbar, C.G. 2000. Factors Affecting Investment Bank Initial Public Offering Market Share. *Journal of Financial Economics*, 55(1): 3-41.
- Hanafi, M. 2002. *Efisiensi Emisi Saham Baru di Bursa Efek Jakarta 1989-1994*. Yogyakarta: BPF.
- Hanley, K.W. 1993. The Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon. *Journal of Financial Economics*, 34(2): 231-250.
- Logue, D.E., Rogalski, R.J., Seward, J.K., & Johnson, L.F. 2002. What is Special About the Roles of Underwriter Reputation and Market Activities in Initial Public Offerings? *Journal of Business*, 75(2): 213-243.
- Michaely, R. & Shaw, W.H. 1994. The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-Selection and Signaling Theories. *The Review of Financial Studies*, 7(2): 279–319.
- Nanda, V. & Yun, Y. 1997. Reputation and Financial Intermediation: An Empirical Investigation of the Impact of IPO Mispricing. *Journal of Financial Intermediation*, 6(1): 39-63.
- Ritter, J.R. 1991. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 46(1): 3–27.
- Ritter, J.R. 2011. Equilibrium in the IPO Market. *Annual Review of Financial Economics*, 3(1): 347-374.
- Rock, K. 1986. Why New Issues are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(2): 187–212.
- 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 Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta.
- Utamaningsih, A. 2013. Underpricing, Faktor Robust IPO pada Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*, 6(3): 153-168.