

KINERJA JANGKA PANJANG DAN LIKUIDITAS PASCA IPO DI PAPAN UTAMA DAN PENGEMBANGAN BURSA EFEK INDONESIA

Suherman

Prodi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta
Jl.Rawamangun Muka No.1 Rawamangun, Jakarta Timur, 13220, Indonesia.

Abstract

The purposes of this study were to examine and to compare the long-term performance of IPO firms on main and development boards and to determine and to compare the liquidity of IPO firms on main and development boards. The sample of this study covered 59 IPO firms consisting of 32 firms listed on main board and 27 firms listed on development board between 2010 and 2012. The results showed that one, two and three-years after IPO, the long-term performance of IPO firms on the main and development boards were not statistically different, and one year after IPO, the liquidity of IPO firms on the main and development boards were not statistically different.

Keywords: *development board, firm performance, IPO, liquidity, main board*

Salah satu motivasi perusahaan memilih *listing* di pasar utama atau di pasar kedua adalah adanya perbedaan penilaian apakah pasar modal tidak terintegrasi dengan sempurna. Dengan memilih *listing* di pasar yang lebih terintegrasi, perusahaan diharapkan berkomitmen terhadap tata kelola yang lebih baik dan keterbukaan informasi yang lebih tinggi. Oleh karena itu, pemegang saham akan menghadapi *trade off* biaya perlindungan investor dan *monitoring* pasar terhadap peluang-peluang pendanaan yang lebih baik yang diharapkan dari pasar (Doidge *et al.*, 2009). *Superior regulation hypoth-*

esis mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki Tobin's Q yang lebih tinggi cenderung akan *listing* di pasar utama, karena perusahaan yg memiliki pertumbuhan yang lebih besar menginginkan peluang-peluang tersebut, dan karena komitmen yang lebih besar terhadap regulasi akan menghasilkan nilai Tobin's Q yang lebih tinggi. Dengan demikian, perusahaan yang tercatat di pasar utama diharapkan lebih bernilai.

Di Indonesia pasar modal dikategorikan ke dalam 2 segmen, yaitu papan utama (pasar utama) dan papan pengembangan (pasar kedua). Per-

Korespondensi dengan Penulis:
Suherman: Telp. +62 21 4721 227
E-mail: suherman@feunj.ac.id

usaha IPO yang masuk kedalam masing-masing papan tersebut tentunya memiliki karakteristik-karakteristik yang berbeda. Misalnya, perusahaan IPO yang memiliki aset kecil, usianya muda, dan kinerja keuangan yang kurang baik diharuskan tercatat di papan pengembangan. Sebaliknya, perusahaan IPO yang memiliki aset tetap bersih minimal 100 milyar rupiah, sudah beroperasi minimal 3 tahun, dan memiliki kinerja keuangan yang baik diperbolehkan mencatatkan diri ke papan utama. Pengklasifikasian papan perdagangan menjadi 2 papan ini bukan berarti semua perusahaan IPO yang masuk papan pengembangan tidak memiliki kinerja yang baik.

Masing-masing papan mempunyai pasarnya sendiri. Ada investor yang fanatik dan lebih suka bertransaksi pada papan utama, tapi ada pula investor yang gemar bertransaksi pada papan pengembangan. Lagipula, saham yang tercatat di papan pengembangan bisa pindah ke papan utama jika kriterianya sudah terpenuhi. Sebaliknya, saham yang tercatat di papan utama bisa saja turun ke papan pengembangan jika tidak bisa mempertahankan diri. Bagi perusahaan IPO yang tercatat di papan pengembangan, kemudahan-kemudahan syarat yang dikenakan memungkinkan perusahaan IPO mendapatkan dana dari pasar modal. Sedangkan bagi investor, mereka mempunyai pilihan untuk menginvestasikan uangnya selain di papan utama. Sedangkan bagi bursa efek, mereka mendapatkan pendapatan dari biaya *listing* dan komisi perdagangan baik di papan utama maupun papan pengembangan.

Salah satu fenomena IPO adalah kinerja jangka panjang mengalami *underperformance* (Ritter, 1991). Namun kebanyakan penelitian mengenai kinerja jangka panjang IPO tidak mengelompokkan sampel kedalam pasar utama dan pasar kedua, diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Ritter (1991), Brav & Gompers (1997), Gompers & Lerner (2003), Soepriyono (2006), Suherman & Bughdadi (2011), Brau *et al.* (2012), Wen & Cao

(2013), dan Boissin & Sentis (2014). Penelitian kinerja jangka panjang IPO di Indonesia khususnya, sepanjang pengetahuan penelitiannya Suherman *et al.* (2012) yang memisahkan dan mengukur kinerja jangka panjang IPO di papan utama dan papan pengembangan. Suherman *et al.* (2012) dan Vismara *et al.* (2012) mengungkapkan bahwa kinerja jangka panjang IPO di papan utama/pasar utama lebih baik dibandingkan dengan di papan pengembangan/pasar kedua. Sebaliknya, Ahmad-Zaluki *et al.* (2007) menemukan bahwa kinerja jangka panjang IPO di papan kedua lebih baik daripada di papan utama. Perbedaan *listing requirements* diduga menyebabkan terjadinya perbedaan tersebut dimana Bursa Malaysia tidak mewajibkan perusahaan yang lebih berisiko untuk *listing* di papan kedua.

Salah satu keuntungan bagi perusahaan mencatatkan diri di bursa efek ialah memberikan likuiditas bagi saham-saham perusahaan IPO. Semakin likuid perusahaan, semakin menarik perusahaan IPO (Vismara *et al.*, 2012 dan Ellul & Pagano, 2006). Vismara *et al.* (2012) mengungkapkan bahwa likuiditas perusahaan IPO di pasar utama berbeda signifikan dengan IPO di pasar kedua. Saham perusahaan IPO di pasar utama lebih likuid. Dalam konteks di pasar modal negara berkembang, khususnya di Indonesia, belum pernah dilakukan penelitian terkait likuiditas pasca IPO di papan utama dan pengembangan. Pada penelitian ini, peneliti lebih jauh menginvestigasi likuiditas pasca IPO baik di papan utama maupun papan pengembangan di Bursa Efek Indonesia dan kemudian menguji perbedaan likuiditas perusahaan IPO di kedua papan tersebut.

Penelitian ini memiliki kontribusi sebagai berikut: (1) dalam konteks di Indonesia, sepengetahuan penulis, penelitian ini adalah penelitian kedua yang membedakan kinerja jangka panjang IPO di papan utama dan pengembangan. Dengan menggunakan data yang terbaru, penelitian ini akan mendukung atau menentang hasil riset pertama

yang pernah dilakukan di Indonesia oleh Suherman *et al.* (2012). Sedangkan dalam konteks luar negeri penelitian mengenai perbedaan kinerja jangka panjang IPO di papan utama dan kedua masih sedikit, diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Vismara *et al.* (2012) dan Ahmad-Zaluki *et al.* (2007); dan (2) dalam konteks di Indonesia, penelitian ini adalah kali pertama yang mengukur likuiditas pasca IPO baik di papan utama maupun di papan pengembangan. Sedangkan di luar Indonesia, masih sangat sedikit termasuk Vismara *et al.* (2012).

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Salah satu fenomena IPO yang banyak diteliti adalah kinerja jangka panjang IPO mengalami *underperformance*. Fenomena ini terjadi baik di pasar modal maju maupun berkembang. Selama ini penelitian kinerja jangka panjang IPO hanya berfokus pada *financial firms* IPOs, *non-financial firms* IPOs, *privatized* IPOs, dan *non-privatized* IPOs. Sangat sedikit penelitian kinerja jangka panjang IPO berfokus pada IPO di papan utama dan pengembangan, diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Suherman *et al.* (2012) dan Vismara *et al.* (2012).

Baik penelitian di Indonesia maupun di Eropa dan Amerikaseperti yang dilakukan oleh Vismara *et al.* (2012) dan Doidge *et al.* (2009), regulator mengenakan persyaratan yang berbeda bagi perusahaan yang akan melakukan IPO di papan utama (pasar utama) atau papan pengembangan (pasar kedua). Perusahaan yang kecil, muda usia, dan belum memiliki kinerja yang baik diwajibkan mencatatkan diri di papan pengembangan. Sedangkan perusahaan besar, lebih tua dan mempunyai kinerja keuangan yang baik diperbolehkan mencatatkan diri di papan utama. Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki risiko yang lebih tinggi diharuskan mencatatkan diri di papan utama.

Vismara *et al.* (2012) meneliti kinerja jangka panjang IPO di pasar utama dan kedua di 4 negara

eropa yaitu Inggris, Jerman, Italia, dan Perancis. Hasilnya menunjukkan bahwa kinerja jangka panjang IPO di pasar utama di negara-negara tersebut lebih bagus dibandingkan dengan di pasar kedua. Suherman *et al.* (2012) menunjukkan bahwa kinerja jangka panjang IPO di papan utama lebih baik daripada di papan pengembangan di Bursa Efek Indonesia. Martarina (2010) meneliti kinerja perusahaan non IPO di pasar sekunder di Bursa Efek Indonesia. Hasilnya ialah kinerja perusahaan non IPO yang tercatat di papan utama memiliki kinerja yang lebih bagus daripada di papan pengembangan. Dari uraian tersebut diformulasikan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H₁: kinerja jangka panjang IPO di papan utama lebih baik daripada di papan pengembangan (ada perbedaan kinerja jangka panjang IPO di papan utama dan papan pengembangan).

Salah satu motivasi perusahaan menjual sahamnya ke masyarakat (*going public*) adalah likuiditas. Dengan dijualnya saham perusahaan di pasar modal, maka semakin likuid saham perusahaan. Pemilik saham dapat dengan mudah menjual sahamnya ke investor lain (Ellul & Pagano, 2006 dan Vismara *et al.*, 2012). Vismara *et al.* (2012) mengungkapkan bahwa likuiditas pasca IPO perusahaan yang tercatat di pasar utama lebih baik dibandingkan dengan perusahaan IPO yang tercatat di pasar kedua. Adapun hipotesis kedua penelitian ini diformulasikan sebagai berikut:

H₂: likuiditas pasca IPO perusahaan yang tercatat di papan utama lebih tinggi daripada di papan pengembangan (ada perbedaan likuiditas pasca IPO perusahaan yang tercatat di papan utama dan papan pengembangan).

METODE

Sampel diambil dari perusahaan yang melakukan IPO tahun 2010-2012. Total 71 perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana

selama 3 tahun periode penelitian dengan rinciannya adalah 23 IPO di tahun 2010, sebanyak 25 IPO di tahun 2011, dan 23 IPO di tahun 2012. Beberapa IPO tidak ditemukan datanya sejumlah 12 sehingga final sampel adalah 59.

Kinerja jangka panjang adalah *return* perusahaan jangka panjang pasca IPO. Periode pengamatan yang digunakan adalah 1, 2, dan 3 tahun setelah perusahaan melakukan penawaran umum perdana. Kinerja jangka panjang diukur dengan BHAR. BHAR dipakai untuk mengurangi bias statistik dalam mengukur kinerja kumulatif jangka panjang pada metode CAR. *Market adjusted buy-and-hold return* perusahaan *i* pada bulan *t* dihitung sebagai berikut:

$$BHAR_{i,t} = \prod_{t=1}^T (1 + r_{i,t}) - \prod_{t=1}^T (1 + r_{m,t}) \dots\dots\dots (1)$$

Keterangan:

$r_{i,t}$: *return* mentah bulanan perusahaan *i* pada bulan *t*

$r_{m,t}$: *return* pasar pada bulan *t*

T : bulan ke 12, 24, dan 36

Metode ini mengukur *total return* dari strategi *buy-and-hold* dimana saham dibeli pada harga penutupan di hari *listing* dan ditahan sampai pada tahun 1, 2, dan Setelah mendapatkan $BHAR_{i,t}$ kemudian menghitung *mean buy-and-hold abnormal return* untuk period *t* sebagai berikut:

$$\overline{BHAR}_t = \sum_{i=1}^n \omega_i BHAR_{i,t} \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan:

Ketika *return* dihitung secara tertimbang rata-rata (*equally-weighted*), $\omega_i = 1/n$

Likuiditas memiliki beberapa dimensi antara lain biaya, kecepatan, dan banyaknya jumlah saham

yang diperdagangkan. Pada penelitian ini peneliti menggunakan likuiditas dari aspek kecepatan perdagangan saham. Peneliti mengukur likuiditas dengan *turn over*. *Turn over* adalah rata-rata rasio jumlah saham yang diperdagangkan setiap bulan dibagi dengan jumlah saham yang beredar.

Data dianalisis dengan menggunakan metode uji beda2 kelompok sampel yang berbeda. Dimana 2 kelompok pertama ialah kinerja jangka panjang IPO di papan utama dan di papan pengembangan. Dan 2 kelompok kedua adalah likuiditas pasca IPO di papan utama dan di papan pengembangan.

Untuk mengetahui apakah kinerja papan utama maupun papan pengembangan mengalami *underperformance* maupun *overperformance* secara signifikan/tidak signifikan baik selama satu, dua dan tiga tahun dilakukan uji *one sample t-test*. Untuk menguji hipotesis tersebut digunakan rumusan *t-test* sebagai berikut:

$$t = \frac{(x - \mu)}{\left(\frac{s}{\sqrt{n}}\right)} \dots\dots\dots (3)$$

Dengan *degree of freedom* (df) = $n_1 - 1$.

Keterangan:

\bar{X} = nilai rata-rata sampel

μ = nilai rata-rata populasi

s/\sqrt{n} = *standard error of the mean*

Untuk menguji hipotesis penelitian, dilakukan uji beda2 kelompok independen (*two independent sample t-test*). Kelompok yang berbeda pertama ialah kinerja jangka panjang IPO di papan utama dan pengembangan dan kelompok yang berbeda kedua adalah likuiditas di papan utama dan pengembangan.

Untuk menguji hipotesis 1 dan 2 digunakan rumusan *t-test* sebagai berikut:

$$t = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{\sqrt{\frac{S_{x_1}^2}{n_1 - 1} + \frac{S_{x_2}^2}{n_2 - 1}}} \dots\dots\dots (4)$$

Tabel 1. Return Awal dan Gross Proceeds IPO di Papan Utama dan Pengembangan

	IPO di Papan Utama	IPO di Papan Pengembangan
Rata-rata <i>return</i> awal	23,67%	25,72%
<i>Return</i> awal tertinggi	70%	70%
<i>Return</i> awal terendah	-17,33%	-16%
Standar deviasi <i>return</i> awal	0,251	0,24
Rata-rata <i>gross proceeds</i>	784.873.272.500	555.628.692.881
<i>Gross proceeds</i> tertinggi	4.751.803	5.174.910.000.000
<i>Gross proceeds</i> terendah	63.000.000.000	30.100.000.000
Standar deviasi <i>gross proceeds</i>	965.022.077.453	1.045.136.058.188

Tabel 2. Hasil Perhitungan Kinerja Papan Utama (BHARs dalam %)

Kode IPO	BHR (1 year)	BHR (2 year)	BHR (3 year)	IHSG (1 year)	IHSG (2 year)	IHSG (3 year)	BHAR (1 year)	BHAR (2 year)	BHAR (3 year)
BSIM	105,8	90,1	96	101,9	117	113	3,9	-26,8	-16,9
WINS	102,8	123,9	186	101,5	118,9	117,2	1,2	4,9	68,7
APLN	81,7	87,8	63,4	100,9	115,7	114	-19,2	-27,9	-50,6
TBIG	82,5	198,9	227	102,3	118,7	125,3	-19,8	80,2	101,7
HRUM	127,5	102,7	53,6	95,5	119,6	121,8	31,9	-16,8	-68,1
BRAU	121,3	62,9	31,4	123,7	133,9	138,9	-2,3	-71	-107,4
IPOL	93,6	48,5	48	136	135,3	149,5	-42,3	-86,8	-101,5
GREN	50	38,2	49,4	136	135,3	149,5	-86	-97,1	-100,1
BJBR	134,4	104,4	131,1	137,3	139	152	-2,8	-34,6	-20,9
EMTK	160,2	414,3	547,9	133,6	146,9	161,9	26,6	267,3	386
ERAA	265,1	101	-	114,8	111,2	-	150,2	-10,2	-
ABMM	79	67,9	-	114,3	111,4	-	-35,3	-43,4	-
VIVA	140	64,4	-	117,3	117,5	-	22,6	-53,1	-
GEMS	88	64,5	-	114,7	114,3	-	-26,6	-49,7	-
STAR	36,2	36,2	-	100,9	116,3	-	-64,7	-80,1	-
PTIS	94	90	-	101,1	117,6	-	-7,1	-27,6	-
JAWA	68,6	70,7	-	102,3	134	-	-33,7	-63,3	-
BULL	36,1	31,9	-	105,3	135,5	-	-69,2	-103,6	-
HDFA	130,4	115,2	-	108,7	134,3	-	21,6	-19,1	-
SRAJ	290	130	102,5	110,2	131,4	128,5	179,7	-1,4	-26
MBSS	84,7	71,7	59,1	111,7	132,1	130,3	-27	-60,3	-71,1
GIAA	100	104,8	77,5	115,3	132,7	131,7	-15,3	-27,9	-54,2
WIIM	86,2	-	-	97,5	-	-	-11,3	-	-
IBST	260	-	-	103,3	-	-	156,6	-	-
BJTM	86,3	-	-	116,2	-	-	-29,9	-	-
ALTO	196,8	-	-	111,6	-	-	85,1	-	-
TOBA	35,7	-	-	113,5	-	-	-77,7	-	-
RANC	143,2	-	-	126,6	-	-	16,6	-	-
BEST	329,8	205,5	-	117,5	120,2	-	212,2	85,3	-
ESSA	329,6	184,2	-	113	119,6	-	216,6	64,6	-
TELE	193,8	198,8	-	110,1	114,9	-	83,7	83,8	-
PADI	189	532	-	112,1	111,2	-	76,9	420,8	-
MEAN	135	128,4	128,6	112,7	124,4	133,3	22,3	4	-4,6

Dengan *degree of freedom* (df) = (n₁-1) + (n₂-1).

Keterangan:

n₁ dan n₂ = sampel 1 dan 2

S²_{x₁} dan S²_{x₂} = varian sampel 1 dan 2

\bar{X}_1 dan \bar{X}_2 = rata-rata nilai sampel 1 dan 2

Setelah t hitung ditentukan, maka t tabel dicari. Bila t hitung lebih besar (kecil) daripada t tabel, maka perbedaan signifikan (tidak signifikan) terjadi. Tingkat signifikansi adalah 1%, 5%, dan 10%.

HASIL

Statistik Deskriptif

Pada Tabel 1 diketahui bahwa rata-rata perusahaan papan utama lebih sukses mendapatkan dana pada pasar IPO daripada perusahaan papan pengembang. Chemmanur & He (2011) mengatakan bahwa salah satu keuntungan *go public* adalah mendapatkan modal pada biaya modal yang rendah. *Initial return* perusahaan papan utama lebih tinggi daripada papan pengembangan. Tingginya *Initial return* terjadi karena harga saham yang dijual pada saat IPO adalah murah (*underpricing*). Fenomena *underpricing* dapat terjadi karena asimetri informasi antara emiten, penjamin emisi, maupun investor mengenai harga yang pantas diperdagangkan. Kondisi *underpricing* merugikan perusahaan sebab dana yang diperoleh dari publik tidak maksimal.

Dalam melakukan penelitian ini, peneliti mengamati kinerja (*market adjusted buy-and-hold return*) dan likuiditas (*turnover*) perusahaan-perusahaan IPO pada periode 2010–2012, dimana peneliti mengamati kinerja perusahaan selama kurun waktu 12, 24, 36 bulan dan likuiditas selama kurun waktu 12 bulan pasca IPO. Jika *return* saham perusahaan lebih besar dari *return* pasar berarti saham perusahaan tersebut mengalami *overperformance*, sebaliknya bila *return* saham perusahaan lebih kecil dari *return* pasar berarti perusahaan mengalami *underperformance*.

Tabel 3. Perhitungan Kinerja Papan Utama

	12 bulan	24 bulan	36 bulan
Adjusted BHAR (%)	22,3	4	-4,6
t-stat (hitung)	1,541	0,181	-0,126
Sig. (2-tailed)	0,133	0,858	0,902

Ket: Tidak satupun hasil t-test signifikan

Pengujian Hipotesis

Tabel 3 menunjukkan bahwa kinerja perusahaan IPO di papan utama adalah sebesar 22,3%, 4%, dan -4,6% selama 1 tahun, 2 tahun, dan 3 tahun berturut-turut. Hasil tersebut berbeda dengan Suherman *et al.* (2012) yang menemukan kinerja jangka panjang perusahaan IPO di papan utama sebesar 70,92%, -24,12%, dan -43,04% selama 1 tahun, 2 tahun, dan 3 tahun berturut-turut. Walaupun sama-sama mengalami penurunan kinerja dari tahun ke tahun, tingkat *overperformance* dan *underperformance* pada penelitian ini lebih rendah dibandingkan dengan Suherman *et al.* (2012). Sedangkan Tabel 5 memperlihatkan bahwa kinerja perusahaan IPO di papan pengembangan ialah sebesar 15,4%, 33,1%, dan 75,7% selama 1 tahun, 2 tahun, dan 3 tahun berturut-turut (semuanya *overperformed*). Hasil ini berbeda dengan Suherman *et al.* (2012) yang mengatakan bahwa kinerja jangka panjang perusahaan IPO di papan pengembangan sebesar -27,13%, -71,97%, dan -89,69% selama 1 tahun, 2 tahun, dan 3 tahun berturut-turut (semuanya *underperformed*).

Kinerja Perusahaan IPO di Papan Utama Selama Setahun

Tabel 3 menunjukkan hasil pengujian *one-sample t-test* bahwa nilai t-test sebesar 1,541 < dari t-tabel t_{0,005(31)} = 2,744, t-tabel t_{0,025(31)} = 2,040, dan t-tabel t_{0,05(31)} = 1,696. Sedangkan pengujian tambahan dengan menggunakan sig. (2-tailed) diperoleh hasil 0,133 > 0,10. Dengan demikian dapat disimpulkan kinerja papan utama selama 1 tahun mengalami *overperformance* tidak signifikan.

Kinerja Perusahaan IPO di Papan Utama Selama Dua Tahun

Tabel 3 menunjukkan hasil pengujian *one-sample t-test* bahwa nilai *t-test* sebesar $0,181 <$ dari *t-tabel* $t_{0,005(25)}=2,787$, *t-tabel* $t_{0,025(25)}=2,060$, dan *t-tabel* $t_{0,05(25)}=1,708$. Sedangkan pengujian tambahan dengan menggunakan *sig. (2-tailed)* diperoleh hasil $0,858 > 0,10$. Dengan demikian disimpulkan kinerja papan utama selama 2 tahun mengalami *overperformance* tidak signifikan.

Kinerja Perusahaan IPO di Papan Utama Selama Tiga Tahun

Tabel 3 menunjukkan hasil pengujian *one-sample t-test* bahwa nilai *t-test* sebesar $-0,126 <$ dari *t-tabel* $t_{0,005(12)}=3,055$, *t-tabel* $t_{0,025(12)}=2,179$, dan *t-tabel* $t_{0,05(12)}=1,782$. Sedangkan pengujian tambahan dengan menggunakan *sig. (2-tailed)* diperoleh hasil $0,902 > 0,10$. Dengan demikian dapat disimpulkan kinerja papan utama selama 3 tahun mengalami *underperformance* tidak signifikan.

Tabel 4. Hasil Perhitungan Kinerja Papan Pengembangan (BHARs dalam %)

Kode IPO	BHR (1 year)	BHR (2 year)	BHR (3 year)	IHSG (1 year)	IHSG (2 year)	IHSG (3 year)	BHAR (1 year)	BHAR (2 year)	BHAR (3 year)
MFMI	70,3	60,9	56,2	103,5	118,0	114,2	-33,1	-57,0	-57,9
BRMS	77,1	43,5	28,2	99,3	113,3	111,3	-22,1	-69,7	-83
MIDI	107,3	195,1	113,4	105,2	121,0	120,5	2,1	74,0	-7,1
BORN	62,5	47,6	15,0	99,8	120,1	116,2	-37,3	-72,4	-101,1
BUVA	156,4	135,4	120,9	133,1	134,6	156,5	23,3	0,8	-35,6
SKYB	112,5	89,2	89,2	135,7	139,7	158,6	-23,2	-50,4	-69,3
GOLD	76,9	73	75,9	135,7	139,7	158,6	-58,8	-66,6	-82,6
TOWR	649,6	831,2	1656	136,3	151	185,5	513,3	680,1	1470,4
BIPI	45,5	115,1	80,6	135,2	156	193,5	-89,7	-40,8	-112,9
PTPP	98,2	98,2	155,1	137,2	159,8	180,4	-39	-61,5	-25,2
BAJA	161,2	364,5	-	112,0	110,5	-	49,2	253,9	-
ARII	73,6	52,7	-	112,9	116,7	-	-39,2	-64	-
SUPR	128,7	223,2	-	121,3	127,9	-	7,4	95,3	-
SMRU	54,6	30,7	-	124,0	130	-	-69,4	-99,2	-
SDMU	122,9	125	-	101,1	117,6	-	21,7	7,3	-
ALDO	140	280	-	101,1	117,6	-	38,8	162,3	-
TIFA	67,7	74,1	-	101,2	110,7	-	-33,5	-36,5	-
EMDE	77,5	62,9	57,5	109,9	121,1	119,6	-32,4	-58,2	-62,1
ASSA	56,1	-	-	101,4	-	-	-45,3	-	-
TAXI	223,8	-	-	102,1	-	-	121,6	-	-
NELY	90,2	-	-	104,7	-	-	-14,4	-	-
PALM	85,1	-	-	103,8	-	-	-18,7	-	-
SKBM	158,7	-	-	103,7	-	-	54,9	-	-
NIRO	112,5	-	-	104,9	-	-	7,5	-	-
GAMA	207,8	-	-	111,4	-	-	96,4	-	-
GLOB	124,3	-	-	111,6	-	-	12,6	-	-
TRIS	147,5	-	-	123,9	-	-	23,5	-	-
MEAN	129,2	161,2	222,6	113,8	128,1	146,8	15,4	33,1	75,7

Ket: Tidak satupun hasil *t-test* signifikan

Tabel 5. Perhitungan Kinerja Papan Pengembangan

	12 bulan	24 bulan	36 bulan
Adjusted BHAR (%)	15,4	33,1	75,7
t-stat (hitung)	0,725	0,754	0,542
Sig, (2-tailed)	0,475	0,461	0,600

Ket: Tidak satupun hasil t-test signifikan

Kinerja Perusahaan IPO di Papan Pengembangan Selama Setahun

Tabel 5 menunjukkan hasil pengujian *one-sample t-test* bahwa nilai *t-test* sebesar $0,725 <$ dari *t*-tabel $t_{0,005(26)} = 2,779$, *t*-tabel $t_{0,025(26)} = 2,056$, dan *t*-tabel $t_{0,05(26)} = 1,706$. Sedangkan pengujian tambahan dengan menggunakan *sig. (2-tailed)* diperoleh hasil $0,475 > 0,10$. Dengan demikian disimpulkan kinerja papan pengembangan selama 1 tahun mengalami *overperformance* tidak signifikan.

Kinerja Perusahaan IPO di Papan Pengembangan Selama Dua Tahun

Tabel 5 menunjukkan hasil pengujian *one-sample t-test* bahwa nilai *t-test* sebesar $0,754 <$ dari *t*-tabel $t_{0,005(17)} = 2,898$, *t*-tabel $t_{0,025(17)} = 2,110$, dan *t*-tabel $t_{0,05(17)} = 1,740$. Sedangkan pengujian tambahan dengan menggunakan *sig. (2-tailed)* diperoleh hasil $0,461 > 0,10$. Dengan demikian dapat disimpulkan kinerja papan pengembangan selama 2 tahun mengalami *overperformance* tidak signifikan.

Kinerja Perusahaan IPO di Papan Pengembangan Selama Tiga Tahun

Tabel 5 menunjukkan hasil pengujian *one-sample t-test* bahwa nilai *t-test* sebesar $0,542 <$ dari *t*-tabel $t_{0,005(10)} = 3,169$, *t*-tabel $t_{0,025(10)} = 2,228$, dan *t*-tabel $t_{0,05(10)} = 1,812$. Sedangkan pengujian tambahan dengan menggunakan *sig. (2-tailed)* diperoleh hasil $0,600 > 0,10$. Dengan demikian maka dapat disimpulkan kinerja papan pengembangan selama 3 tahun mengalami *overperformance* tidak signifikan.

Tabel 6. Hasil Uji Beda Kinerja Papan Utama dengan Papan Pengembangan

	Levene's Test	Sig. (2-tailed)	Asumsi
12 bulan	0,20	0,783	Equal Variance
24 bulan	1,935	0,526	Equal Variance
36 bulan	2,319	0,555	Equal Variance

Ket: Tidak satupun hasil t-test signifikan

Uji Beda Kinerja di Papan Utama dan Papan Pengembangan

Pada uji-t 2 sampel independen, SPSS melakukan uji hipotesis *Levene's test* untuk mengetahui apakah asumsi kedua *variance* sama besar terpenuhi atau tidak terpenuhi dengan hipotesis $H_0: \sigma_1^2 = \sigma_2^2$ terhadap $H_1: \sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$ dimana σ_1^2 merupakan *variance* dari grup 1 dan σ_2^2 merupakan *variance* dari grup 2. Pada Tabel 6 terlihat bahwa hasil dari *Levene's test* untuk kinerja selama 1, 2, dan 3 tahun menunjukkan nilai *p-value* yang lebih besar dari $\alpha = 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa asumsi *varians* kedua kelompok adalah sama besar. Dengan demikian, tabel *equal variance assumed* digunakan untuk melihat hasil dari uji-t. Pada tabel tersebut terlihat bahwa *sig. (2-tailed)* selama 1, 2, dan 3 tahun lebih besar dari $\alpha = 0,10$. Kesimpulan yang dapat diambil adalah kinerja jangka panjang IPO *firms* di papan utama dan papan pengembangan baik selama 1, 2, dan 3 tahun setelah IPO adalah tidak berbeda. Dengan demikian hipotesis 1 ditolak.

Tabel 7. Hasil Perhitungan Likuiditas Papan Utama (%)

Kode IPO	Turnover	Kode IPO	Turnover
BSIM	0,260557	JAWA	0,464131
WINS	1,181026	BULL	0,377114
APLN	0,675475	HDFA	0,958244
TBIG	0,590149	SRAJ	0,007288
HRUM	5,279644	MBSS	0,143582
BRAU	0,554316	GIAA	0,287917
IPOL	1,150707	WIIM	0,789502
GREN	1,500549	IBST	0,041984
BJBR	0,481252	BJTM	0,366103
EMTK	0,065628	ALTO	0,364288
ERAA	0,530592	TOBA	0,091991
ABMM	0,193451	RANC	0,661261
VIVA	0,064309	BEST	0,197757
GEMS	0,038861	ESSA	0,181638
STAR	1,115634	TELE	0,214328
PTIS	0,343764	PADI	2,146704
Mean			0,666242073

Tabel 8. Hasil Perhitungan Likuiditas Papan Pengembangan (%)

Kode IPO	Turnover	Kode IPO	Turnover
MFMI	0,135147	SDMU	0,239309
BRMS	0,403693	ALDO	1,657399
MIDI	0,388172	TIFA	0,283437
BORN	0,83436	EMDE	0,344699
BUVA	1,220846	ASSA	0,636649
SKYB	0,696772	TAXI	2,103337
GOLD	0,217052	NELY	0,788481
TOWR	0,471132	PALM	0,085182
BIPI	0,468378	SKBM	0,000754
PTPP	0,585322	NIRO	0,184973
BAJA	0,069573	GAMA	0,442244
ARII	0,003983	GLOB	0,243439
SUPR	0,154763	TRIS	0,476885
SMRU	0,113892		
<i>Mean</i>			0,490736055

Tabel 9. Hasil Uji Beda Likuiditas Papan Utama dengan Papan Pengembangan

	Levene's Test	Sig. (2-tailed)	Asumsi
12 bulan	1,613	0,399	<i>equal variance</i>

Likuiditas Perusahaan IPO di Papan Utama dan Papan Pengembangan Selama Satu Tahun

Pada Tabel 7 dan Tabel 8 diketahui bahwa rata-rata perusahaan yang berada pada papan utama mempunyai tingkat likuiditas yang lebih tinggi daripada perusahaan pada papan pengembangan yaitu sebesar $0,66 > 0,49$. Pada Tabel 9 terlihat bahwa hasil dari Levene's test menunjukkan nilai *p-value* sebesar $1,613 > 0,05$. Tabel *equal variance assumed* digunakan untuk melihat hasil dari uji-t. Pada tabel tersebut terlihat bahwa *sig. (2-tailed)* sebesar $0,399 > 0,10$. Kesimpulan yang dapat diambil adalah likuiditas papan utama dengan papan pengembangan baik adalah tidak berbeda signifikan. Dengan demikian, hipotesis kedua tidak diterima.

PEMBAHASAN

Tabel 3 menunjukkan bahwa kinerja perusahaan IPO di papan utama adalah sebesar 22,3%, 4%, dan -4,6% selama 1 tahun, 2 tahun, dan 3 tahun berturut-turut. Sedangkan Tabel 5 memperlihatkan bahwa kinerja perusahaan IPO di papan pengembangan adalah sebesar 15,4%, 33,1%, dan 75,7% selama 1 tahun, 2 tahun, dan 3 tahun berturut-turut. Walaupun perbedaan kinerja antara perusahaan papan utama dengan papan pengembangan secara statistik tidak terbukti signifikan pada tahun pertama, kedua dan ketiga pada penelitian ini, ada beberapa argumen yang mungkin dapat menjelaskan mengapa kinerja jangka panjang di papan pengembangan lebih baik daripada di papan utama.

Menurut Vismara *et al.* (2012), perusahaan papan pengembangan memiliki kesempatan kesuksesan yang lebih baik dalam mendapatkan dana dari pasar IPO, dimana dana tersebut dapat digunakan untuk meningkatkan kinerja perusahaan seperti merekrut staf ahli, pelatihan karyawan, dan penerapan teknologi canggih. Menurut Teoh *et al.* (1998), perusahaan yang melakukan manajemen laba pada saat IPO akan berdampak pada berkurangnya kinerja perusahaan jangka panjang. Seditinya informasi pasar mengenai perusahaan pada saat IPO akan memotivasi manajer untuk melakukan manajemen laba agar kinerja perusahaan terlihat lebih baik. Akan tetapi semakin tinggi sebuah perusahaan membuat labanya menjelang IPO, semakin jauh harga saham akan jatuh pada jangka panjang dan menyebabkan semakin besar *under-performance*. Hal tersebut terjadi pada papan utama dimana perusahaan unggul pada tahun pertama akan tetapi kinerja menurun dan berada dibawah papan pengembangan pada tahun berikutnya.

Himmelberg *et al.* (1999) mengatakan perusahaan besar adalah perusahaan yang memiliki biaya agensi yang besar daripada perusahaan kecil. Dalam penelitian ini, perusahaan besar masuk

kedalam papan utama sedangkan papan pengembangan adalah perusahaan kecil. Hasil penelitian tersebut tidak sesuai dengan Vismara *et al.* (2012) yang menyatakan bahwa kinerja perusahaan papan utama dengan papan pengembangan adalah berbeda. Hasil penelitian tersebut juga tidak mendukung Suherman *et al.* (2012) yang mengungkapkan bahwa kinerja jangka panjang IPO di papan utama lebih baik daripada di papan pengembangan di Bursa Efek Indonesia, dan Martarina (2010) yang menemukan kinerja perusahaan non IPO yang tercatat di papan utama memiliki kinerja yang lebih bagus daripada di papan pengembangan.

Walaupun hasil perhitungan di Tabel 7 dan Tabel 8 menunjukkan bahwa saham di papan utama lebih likuid dibanding dengan saham di papan pengembangan, tapi secara statistik tidak berbeda signifikan (lihat Tabel 9). Penelitian ini tidak sesuai dengan Vismara *et al.* (2012) yang menemukan likuiditas perusahaan papan utama lebih tinggi daripada likuiditas perusahaan papan pengembangan dengan signifikan. Dari hasil perhitungan, secara rata-rata likuiditas saham perusahaan papan utama lebih tinggi daripada likuiditas perusahaan saham pengembangan dengan selisih sebesar 0,17% (0,66% vs 0,49%). Wira & Santi (2012) mengemukakan bahwa kinerja perusahaan berpengaruh terhadap likuiditas saham, sebab salah satu alasan investor menanamkan modalnya adalah kinerja perusahaan. Perusahaan dengan kinerja yang tinggi tentu akan menarik bagi investor. Vismara (2012) mengatakan perusahaan-perusahaan dengan karakteristik berteknologi tinggi lebih menarik diperdagangkan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana (IPO) di Indonesia dihadapkan 2 pilihan, yaitu apakah masuk atau tercatat di papan utama atau papan pengembangan. Masing-masing

papan (pasar) memiliki persyaratan *listing* yang berbeda. Pada penelitian ini, peneliti menginvestigasi bagaimana kinerja jangka panjang IPO dan likuiditas pasca IPO baik di papan utama maupun di papan pengembangan. Hasil menunjukkan bahwa kinerja jangka panjang IPO di papan utama Bursa Efek Indonesia mengalami penurunan selama 3 tahun. Bahkan, kinerja tersebut mengalami *underperformance* pada tahun ketiga. Sebaliknya, kinerja jangka panjang IPO di papan pengembangan mengalami kenaikan selama 3 tahun dan semuanya mengalami *outperformance*. Akan tetapi, uji statistik menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan kinerja jangka panjang IPO di papan utama dan pengembangan baik 1, 2, dan 3 tahun pasca IPO. Salah satu alasan perusahaan melakukan IPO baik di papan utama maupun di papan pengembangan adalah likuiditas. Perusahaan yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia dapat dengan mudah diperjual belikan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas satu tahun pasca IPO di papan utama lebih tinggi dibandingkan dengan di papan pengembangan, namun tidak signifikan.

Saran

Saran untuk pengembangan ilmu adalah agar menambahkan pengukuran kinerja jangka panjang seperti metode *cumulative abnormal returns* (CARs) dan *fama-french three factor model*. Kemudian menghitung *return* berdasarkan *value-weighted*, tidak hanya *equally-weighted*. Selanjutnya yang dapat dilakukan adalah menggunakan pengukuran likuiditas *amihud illiquidity* dan memperbanyak sampel penelitian.

Walaupun secara statistik menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan signifikan antara kinerja jangka panjang IPO di papan utama dan pengembangan, peneliti menyarankan kepada (calon) investor untuk memilih berinvestasi pada saham-saham yang tercatat di papan pengembangan karena *return* jangka panjangnya lebih tinggi daripada *re-*

turn saham-saham yang *listing* di papan utama. Banyak perusahaan yang kinerjanya baik lebih memilih untuk *listing* di papan pengembangan daripada di papan utama dengan alasan-alasan tertentu. Peneliti menyarankan agar menambahkan pengukuran kinerja jangka panjang seperti metode CARs dan *fama-french three factor model*, serta menggunakan pengukuran likuiditas lain seperti *amihud liquidity* dan *bid-ask spread*.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad-Zaluki, N.A., Campbell, K., & Goodacre, A. 2007. The Long Run Share Price Performance of Malaysian Initial Public Offerings (IPOs). *Journal of Business Finance and Accounting*, 34(1&2): 78-110.
- Boissin, R. & Sentis, P. 2014. Long-Run Performance of IPOs and the Role of Financial Analysts: Some French Evidence. *The European Journal of Finance*, 20(2): 125–149.
- Brau, J.C., Couch, R.B., & Sutton, N.K. 2012. The Desire to Acquire and IPO Long-Run Underperformance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(3): 493-510.
- Brav, A. & Gompers, P.A. 1997. Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Non-Venture Capital-Backed Companies. *Journal of Finance*, 56(5): 1791-1821.
- Chemmanur, T.J. & He, J. 2011. IPO Waves, Product Market Competition, and the Going Public Decision: Theory and Evidence. *Journal of Financial Economics*, 101(2): 382-412.
- Doidge, C., Karolyi, G.A., & Stulz, R.M. 2009. Has New York Become Less Competitive than London in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices Over Time. *Journal of Financial Economics*, 91(3): 253-77.
- Ellul, A. & Pagano, M. 2006. IPO Underpricing and After-Market Liquidity. *Review of Financial Studies*, 19(2): 381-421.
- Gompers, P.A. & Lerner, J. 2003. The Really Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Pre-NASDAQ Evidence. *Journal of Finance*, 58(10): 1355-1392.
- Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G., & Palia, D. 1999. Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3): 353-384.
- Soepriyono, G. 2006. Hubungan antara Imbal Hasil IPO dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kinerja IPO di BEJ. *Usahawan*, 35(3): 14-26.
- Martarina, L. 2010. Evaluasi Kinerja Saham pada Papan Utama (*Main Board*) dan Papan Pengembangan (*Second Board*) yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) Menggunakan Model Sharpe Periode 2003-2007. *Tesis*. Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga.
- Ritter, J.R. 1991. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 46(1): 3-27.
- Suherman & Buchdadi, A.D. 2011. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings (IPOs): Comparison between Shari'ah and Non Shari'ah-Based Firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, 61(10): 74-84.
- Suherman, Rizkiyah, W., & Buchdadi, A.D. 2012. Kinerja Jangka Panjang IPO di Papan Utama dan Pengembangan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 100-116.
- Teoh, S.H., Welch, I., & Wong, T.J. 1998. Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 53(6): 1935-1974.
- Vismara, S., Paleari, S., & Ritter, J.R. 2012. Europe's Second Markets for Small Companies. *European Financial Management*, 18(3): 352-388.
- Wen, Y. & Cao H.M. 2013. Short-run and Long-run Performance of IPOs: Evidence from Taiwan Stock Market. *Journal of Finance and Accounting*, 1(2): 32-40.
- Wira, V. & Santi, E. 2012. Pengaruh Kinerja Perusahaan terhadap Likuiditas Saham Menggunakan Trading Turnover. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 3(2): 97-120.