



Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto 2010
Universitas Jenderal Soedirman Purwokerto
www.sna13purwokerto.com

Apakah Kinerja Jangka Panjang Penawaran Umum Perdana di Indonesia *underperformed?*: Bukti Baru¹

Suherman

Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta

Email: suherman@feunj.ac.id

Abstract

Previous research found that long-run share price performance of Indonesian initial public offerings (IPOs) underperformed. My research gives new evidence that the long run performance depends on the methods used. Insignificant underperformance is found for equally-weighted cumulative abnormal returns (EWCARs) and value-weighted cumulative abnormal returns (VWCARs). Significant underperformance is found for equally-weighted buy-and-hold abnormal returns (EWBHARs). Significant outperformance is found for value-weighted buy-and-hold abnormal returns (VWBHARs). The underperformance disappears, however, when calendar-time approach is utilized. The intercepts in Fama-French three-factor regressions are insignificantly different from zero, suggesting no abnormal performance.

Keywords: Long-run performance, Initial Public Offerings, Fama-French Three Factor Model.

JEL Code: G32, G14

¹ Paper ini merupakan bagian dari disertasi penulis (PPs Unpad). Penulis mengucapkan terima kasih pada Jay R Ritter atas diskusinya di Singapura (NUS Business School, 2007), Oxford (Said Business School, 2008) dan Jakarta (FE-UNJ, 2010). Penulis juga menyampaikan terima kasih kepada peserta 12th FMA (Financial Management Association) European Doctoral Student Seminar 2008 di Praha, Republik Ceko atas saran dan diskusinya.

1. LATAR BELAKANG PENELITIAN

Kontroversi mengenai kinerja jangka panjang penawaran umum perdana (*Initial Public Offerings* – IPOs) terus berlanjut. Banyak studi mengungkapkan terjadinya *underperformance* setelah IPO. Fenomena tersebut terjadi di banyak negara, baik di pasar modal yang sudah maju maupun sedang berkembang, termasuk di Indonesia.

Tabel 1 memberikan gambaran kinerja pasca IPOs baik *underperformance* maupun *overperformance* di beberapa negara. Diketahui bahwa *underperformance* tertinggi terjadi di Brazil sebesar 47%, diikuti Australia sebesar 46,5%. *Underperformance* terendah terjadi di Singapura sebesar 2,7%. Sedangkan di BEJ², semua mengalami *underperformance* dimana berkisar antara 9,8% sampai dengan 47,2%. *Outperformance* tertinggi terjadi di Malaysia sebesar hampir 42%. Uniknya, semua penelitian di Malaysia menunjukkan *outperformance*. Pasar modal di Swedia mengalami *outperformance* terendah yaitu 1,2%.

Tabel 1. Kinerja Jangka Panjang Pasca IPOs di Beberapa Negara

Negara	Peneliti	Jumlah IPO	Periode	Kinerja Pasca IPO
Australia	Lee, Taylor, Walter (1996)	266	1976-89	-46,5%
Austria	Aussenegg (1997)	57	1965-93	-27,3%
Brazil	Aggarwal, Leal, & Hernandez (1993)	62	1980-90	-47,0%
Canada	Kooli dan Suret (2003)	445	1991-98	-16,86%
Chile	Aggarwal, Leal, & Hernandez (1993)	28	1982-90	-23,7%
Finland	Keloharju (1993)	79	1984-89	-21,1%
Germany	Ljungqvist (1997)	145	1970-90	-12,1%
Hong Kong	Dawson (1987)	21	1978-83	-9,3%
Indonesia	Pujiharjanto (2003)	124	1992-98	-9,78%
Indonesia	Martani (2004)	297	1989-00	-35,37%
Indonesia	Suroso (2005)	216	1992-02	-18,95%
Indonesia	Manurung dan Soepriyono (2006)	71	2000-02	-47,42%
Japan	Cai dan Wei (1997)	172	1971-90	-27,0%
Korea	Kim, Krinsky, Lee (1995)	99	1985-88	+2,0%

² Penelitian ini menggunakan istilah BEJ karena periode penelitian ini ialah periode sebelum digabung. BEJ dan BES resmi digabung menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI) pada 30 November 2007. BEI beroperasi mulai 3 Desember 2007.

Malaysia	Dawson (1987)	21	1978-83	+18,2%
Malaysia	Jelic, et.al (2001)	182	1980-95	+24,83%
Malaysia	Corhay, et.al (2002)	258	1992-96	+41,71%
Malaysia	Ahmad-Zaluki, Campbell, Goodacre (2007)	454	1990-00	+32,63%
Mexico	Aggarwal, Leal, & Hernandez (1993)	37	1987-90	-19,6%
New Zealand	Firth (1997)	143	1979-87	-10,0%
Singapore	Dawson (1987)	39	1978-83	-2,7%
Sweden	Loughran, Ritter, Rydqvist (1994)	162	1980-90	+1,2%
United Kingdom	Levis (1993)	712	1980-88	-8,1%
USA	Loughran, Ritter (1995)	4753	1970-90	-20,0%
USA	Eckbo, Norli (2000)	6379	1972-98	-28,8%
USA	Brav, Geczy, Gompers (2000)*	4622	1975-92	-44,2%, -31,1%, -28,4%, +6,6%
USA	Gompers, Lerner (2003)	3661	1935-72	-21,3%
USA	Ang, Gu, Hochberg (2005)	4843	1970-96	-20,2%

* Brav, Geczy, dan Gompers (2000) menggunakan beberapa *benchmark* yaitu; S&P500, NASDAQ, CRSP VW, dan CRSP EW. Tabel di atas diolah dari berbagai sumber.

Ritter (1991) mengemukakan bahwa kinerja jangka panjang IPOs yang *underperformed* disebabkan oleh para investor yang sangat optimis dan ini menyebabkan harga saham naik. Dalam jangka panjang harga saham tersebut akan mengoreksi kesalahannya sehingga *return* menjadi lebih rendah.

Namun literatur-literatur terkini mengungkapkan bahwa kinerja jangka panjang IPOs tergantung pada metode pengukuran yang digunakan. Barber dan Lyon (1997), Brav dan Gompers (1997), Kothari dan Warner (1997), Fama (1998), Lyon, Barber, dan Tsai (1999), Brav, Geczy, dan Gompers (2000), Loughran dan Ritter (2000), Eckbo, Masulis dan Norli (2000), Mitchell dan Stafford (2000), Gompers dan Lerner (2003), Ahmad-Zaluki, Campbell, dan Goodacre (2007) mengungkapkan bahwa kinerja jangka panjang IPOs tergantung pada metode pengukuran yang dipakai dan besar kecilnya *abnormal return* serta keandalan kesimpulan statistik adalah berbeda antara satu metode dengan metode lainnya. Mereka mengutarakan bahwa penurunan kinerja bukanlah efek yang pasti terjadi setelah penawaran perdana saham dan kebanyakan anomali *return* jangka panjang cenderung akan hilang ketika teknik penelitian yang digunakan berbeda-beda.

Di Indonesia, semua penelitian kinerja jangka panjang IPOs memperlihatkan bahwa kinerja jangka panjang IPOs mengalami *underperformance* (diantaranya adalah Manurung dan Soepriyono, 2006; Suroso, 2005; Martani, 2004; Hartanto dan Ediningsih, 2004; dan

Pujiharjanto, 2003). Semua penelitian tentang kinerja jangka panjang IPOs di Indonesia hanya menggunakan *event-time approach*, yaitu *cumulative abnormal returns* (CARs) dan *buy-and-hold abnormal returns* (BHARs). *Returns* yang digunakan adalah *equally-weighted*. Uji signifikansi BHARs dilakukan hanya dengan t-statistik konvensional. Hanya menggunakan satu *benchmark*, yaitu IHSG (*market benchmark*).

Untuk itu, pada penelitian ini peneliti tidak hanya menggunakan *event-time approach*, tapi juga *calendar-time approach* (*Fama-French Three Factor Model* - FFTFM), menggunakan *returns* yang dibobot secara *equally* dan *value*, menggunakan dua *benchmark* yaitu IHSG dan LQ45 (keduanya merupakan *market benchmarks*), menggunakan t-statistik konvensional dan *bootstrapped-skewness-adjusted t-statistics* ketika menguji signifikansi BHARs, dan menggunakan t-statistik yang digunakan oleh Ritter (1991) ketika menguji signifikansi CARs.

Berikut pada bagian 2 penelitian ini diuraikan kajian literatur terkait tema penelitian ini, kemudian bagian 3 menjelaskan metodologi penelitian ini, lalu pada bagian 4 diuraikan hasil penelitian ini, dan terakhir pada bagian 5 merupakan kesimpulan dan saran untuk penelitian berikutnya.

2. KAJIAN PUSTAKA

Salah satu fenomena IPOs yang banyak diteliti adalah kinerja jangka panjang. Banyak hasil penelitian terdahulu menunjukkan bahwa kinerja jangka panjang IPO mengalami *underperformance*, baik di pasar modal maju maupun di pasar modal berkembang. Manurung dan Soepriyono (2006), Suroso (2005), Martani (2004), Hartanto dan Ediningsih (2004), dan Pujiharjanto (2003) menemukan bahwa kinerja jangka panjang IPO di Indonesia mengalami *underperformance*. Mereka mendukung argumen yang dikemukakan Ritter (1991) bahwa kebanyakan investor terlalu optimis terhadap saham IPO sehingga menyebabkan harga saham

naik. Beberapa waktu kemudian harga saham akan menyesuaikan ke nilai sebenarnya. Ini menyebabkan kinerja saham IPO tersebut mengalami *underperformance* dalam jangka panjang.

Menggunakan sampel sebanyak 1526 perusahaan Amerika Serikat yang melakukan penawaran umum perdana antara tahun 1975 dan 1984, Ritter (1991) menemukan bahwa *return* rata-rata selama tiga tahun setelah IPO secara signifikan lebih rendah dibanding *return* rata-rata pasar. Dengan menggunakan metode pengukuran CAR, ditemukan bahwa kinerja satu, dua dan tiga tahun berturut-turut setelah IPO *underperformed* sebesar 10,23%, 16,89%, dan 29,13%.

Loughran (1993) mengungkapkan terjadinya *underperformance* selama enam tahun setelah IPO yaitu sebesar 17,29% dibandingkan *return* pasar yang sebesar 76,23%. Penelitiannya menggunakan sampel 3556 yang tercatat di NASDAQ dalam periode 1967-1987. Servaes dan Rajan (1997) meneliti IPO dari tahun 1975-1987. Mereka menemukan kinerja perusahaan setelah IPO selama 5 tahun hanya 24%, sedangkan *return* pasar (NYSE *index*) mencapai 71%.

Loughran dan Ritter (1995) memperluas temuan Ritter (1991). Loughran dan Ritter (1995) meneliti IPO tahun 1970-1990 dengan sampel 4753 perusahaan dan menemukan terjadinya *underperformance*. Mereka mengatakan bahwa setelah IPO *return* rata-rata sebesar 5% pertahun selama 5 tahun, sedangkan *return* pasar 12% setiap tahun selama lima tahun. Levis (1993) meneliti 712 perusahaan yang melakukan IPO di United Kingdom selama 1980-1988. Ia menemukan *underperformance* sebesar antara 8,3%-23%, tergantung patok duga yang dipilih.

Underperformance tidak hanya terjadi di pasar-pasar modal yang maju tetapi juga terjadi di pasar-pasar modal berkembang. Aggarwal, Leal, dan Hernandez (1993) menemukan bahwa kinerja perusahaan IPO di Brazil mengalami *underperformance* sebesar

47% setelah tiga tahun. Sedangkan di Chile, *underperformance* setelah tiga tahun rata-rata sebesar 23,7%, dan di Mexico *underperformance* rata-rata sebesar 19,6% setahun setelah IPO. Dawson (1987) meneliti kinerja IPO di Hong Kong dan Singapura. Ia menemukan *underperformance* yang tidak signifikan di Hong Kong sebesar 9,3%, dan di Singapura 2,7% setelah satu tahun IPO. Sampel penelitiannya adalah sampel yang melakukan IPO antara tahun 1978-1984.

Manurung dan Soepriyono (2006) meneliti kinerja jangka panjang IPO di Indonesia dengan periode 2000-2002 dengan sampel 71 perusahaan. Dengan menggunakan perhitungan EWBHAR, mereka mengungkapkan bahwa performa emiten non privatisasi setelah satu, dua, dan tiga tahun IPO mengalami *underperformance* sebesar 8,27%, 26,60%, dan 47,42%. *Return* pasar yang digunakan sebagai *benchmark* ialah *return* IHSG.

Suroso (2005) mengungkapkan bahwa kinerja perusahaan satu tahun pasca IPO yang diukur dengan EWBHAR adalah *underperformed* sebesar 18,95% untuk seluruh perusahaan yang melakukan IPO tahun 1992-2002 yang berjumlah 216. Untuk sampel manufaktur, perusahaan yang melakukan IPO tahun 1992-1996 mengalami *underperformance* sebesar 13,81% setelah satu tahun, tahun 1997-1999 *underperformed* 14,95%, dan tahun 2000-2002 *underperformed* sebesar 24,28%. Jadi, rata-rata *underperformance* ketiga periode tersebut adalah 17,68%. *Return* pasar yang digunakan sebagai *benchmark* ialah *return* IHSG.

Martani (2004) mengukur kinerja jangka panjang dengan periode pengamatan 250 hari, 500 hari, 750 hari, 1000 hari, dan 1250 hari pasca IPO. Hasilnya menunjukkan bahwa umumnya kinerja jangka panjang mengalami *underperformance*. Dengan metode EWBHAR, kinerja jangka panjang pada periode pengamatan di atas adalah -0,07%; -9,15%; -17,58%; -32,77%; dan -35,37%. Sedangkan dengan pengukuran EWCAR adalah 1,9%; -1,66%; -11,05%; -22,86%; dan -19,93%. *Return* pasar yang digunakan sebagai *benchmark* ialah

return IHSG. Sampel penelitian ini adalah 297 perusahaan yang melakukan IPO tahun 1989 – 2000.

Hartanto dan Ediningsih (2004) menemukan bahwa setelah satu tahun melakukan IPO, kinerja perusahaan *underperformed* sebesar 7,83% untuk periode 1992-2001. Selama periode sebelum krisis moneter, 1992-Juni 1996, kinerja perusahaan *underperformed* sebesar 10,00%. Sedangkan periode Juli 1997-2001 kinerja perusahaan juga *underperformed* sebesar 5,79%. *Returns* dihitung secara *equally-weighted*. *Return* pasar yang digunakan sebagai *benchmark* ialah *return* IHSG.

Pujiharjanto (2003), yang juga menggunakan metode perhitungan EWCAR, mengatakan bahwa kinerja perusahaan setelah dua belas bulan IPO mengalami *underperformance* sebesar 9,78% di BEJ. *Return* pasar yang digunakan sebagai *benchmark* ialah *return* IHSG. Periode penelitiannya tahun 1992-1998. Sampel sebanyak 124 perusahaan manufaktur.

Berlainan dengan hasil penelitian di atas, penelitian-penelitian terkini di banyak negara menunjukkan bahwa kinerja jangka panjang IPO tergantung pada metode pengukuran yang digunakan. Kinerja jangka panjang IPO tergantung pada metode dan alat statistik yang digunakan dalam mengukur kinerja IPOs. Ahmad-Zaluki, Campbell, dan Goodacre (2007) menginvestigasi kinerja harga saham jangka panjang pada 454 perusahaan IPO Malaysia yang tercatat di KLSE selama periode tahun 1990-2000. Hasilnya adalah IPO Malaysia secara signifikan *outperform* dibanding *return* pasar ketika kinerja diukur dengan menggunakan EWCAR dan EWBHAR. Namun demikian, *overperformance* yang signifikan tersebut hilang ketika *returns* dihitung berdasarkan pada VWCAR, VWBHAR dan diregresikan kedalam model Fama-French (1993). Jelic, Saadouni, dan Briston (2001), dan Corhay, Teo, dan Tourani-Rad (2002) juga menyatakan *outperformance* terjadi di pasar modal Malaysia sebesar 24,83%, dan 41,71%.

Ang, Gu dan Hochberg (2005) meneliti kinerja selama lima tahun setelah IPO dengan jumlah sampel 4843 perusahaan yang melakukan penawaran perdana pada periode 1970 sampai 1996 di NYSE, AMEX, dan NASDAQ. Mereka mengatakan bahwa *underperformance* dan *outperformance* terjadi tergantung pada metode pengukuran dan *benchmark* yang digunakan. Perhitungan *return* pasca IPO menggunakan *event-time* dan *calendar time approaches*. *Benchmarks* yang digunakan adalah *value-weighted* NYSE dan AMEX index, *value-weighted* NASDAQ index, dan *smallest decile* NYSE.

Gompers dan Lerner (2003) meneliti 3661 perusahaan IPO dari 1935 sampai 1972 untuk periode pengamatan lima tahun setelah IPO. Temuan-temuan mereka memberitahukan bahwa kinerja IPO tergantung pada metode yang dipakai untuk mengukur *returns*. Hasilnya menunjukkan *underperformance* terjadi ketika *return* diukur dengan VWB HAR. Tetapi, *underperformance* hilang ketika EWB HAR. *Return* IPO menjadi sama dengan pasar ketika menggunakan *calendar-time analysis* (FFTFM).

Espenlaub, Gregory, dan Tonks (2000) memberikan bukti kinerja jangka panjang sehubungan dengan metode yang dipakai. Menggunakan data 588 perusahaan IPO di Inggris selama periode 1985 sampai 1992, mereka membandingkan *return* abnormal berdasarkan pada lima *benchmarks* yang memakai *event-time approach* dan *calendar-time approach*. Selama lima tahun setelah IPO, *underperformance* tergantung pada *benchmarks* yang dipakai yaitu ketika *return* diukur dengan pendekatan *event-time* tingkat *underperformance* tinggi, dan ketika *return* diukur dengan *calendar-time approach* tingkat *underperformance* rendah.

Dari uraian di atas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1 Kinerja jangka panjang IPOs di Indonesia *underperform* / *outperform*

3. METODE PENELITIAN

3.1. Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Sampel diambil berdasarkan kriteria bahwa perusahaan melakukan IPO saham biasa, dan periode IPO tahun 1999-2005. IPO saham biasa yang terjadi antara tahun 1999-2005 adalah 101 perusahaan.

3.2. Data

Data yang dipergunakan untuk keperluan penelitian ini adalah data sekunder. Kinerja jangka panjang membutuhkan data *return* bulanan berdasarkan tanggal IPO perusahaan, bukan setiap akhir bulan. Misal; PT. Mitra Adiperkasa (MAPI) *go public* tanggal 10 November 2004. Maka menghitung *return* bulanan nya diambil harga saham tanggal 10 November 2004, 10 Desember 2004, dan seterusnya. Harga saham bulanan didapatkan di Pusat Data Pasar Modal (PDPM) STIE IBII. Di samping data harga saham bulanan, diperlukan juga kapitalisasi pasar bulanan. Kapitalisasi pasar diperlukan ketika *return* dihitung berdasarkan *value-weighted*. Kapitalisasi pasar didapatkan dari perkalian harga saham dengan jumlah saham yang beredar. Data jumlah saham beredar dilihat di *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) di PDPM STIE IBII.

Karena pengukuran kinerja jangka panjang diatas disesuaikan dengan *return* pasar, maka dibutuhkan harga pasar. Harga pasar pada penelitian ini menggunakan proksi nilai IHSG dan LQ45. Data IHSG dan LQ45 diambil dari PDPM STIE IBII. Tanggal data IHSG disesuaikan dengan tanggal data harga saham perusahaan. Misal; jika PT. Mitra Adiperkasa (MAPI) memerlukan data harga saham tanggal 10 November 2004, 10 Desember 2004, dan seterusnya, maka data IHSG yang dipakai adalah 10 November 2004, 10 Desember 2004, dan seterusnya.

Data SBI (suku bunga Sertifikat Bank Indonesia) didapatkan dari PDPM FE UGM, kecuali tahun 2007 dari PDPM STIE IBII. Tanggal data SBI disesuaikan dengan tanggal data harga saham perusahaan IPO. Misal; jika PT. Mitra Adiperkasa (MAPI) memerlukan data

harga saham tanggal 10 November 2004, 10 Desember 2004, dan seterusnya, maka data SBI yang dipakai adalah 10 November 2004, 10 Desember 2004, dan seterusnya. SBI yang digunakan adalah SBI 30 hari. Suku bunga SBI dibagi 12 bulan untuk mendapatkan suku bunga bebas risiko bulanan.

3.3. Metode Analisis

Kinerja jangka panjang perusahaan pasca IPO dihitung berdasarkan *event-time approach* dan *calendar-time approach*. Yang termasuk *event-time* adalah *cumulative abnormal returns* dan *buy-and-hold abnormal returns*. Sedangkan yang termasuk *calendar-time* adalah *Fama-French Three Factor Pricing Model*.

3.3.1. Cumulative Abnormal Returns (CARs)

CARs merupakan salah satu metode untuk menghitung kinerja jangka panjang sekuritas. Pertama, hitung *return* bulanan pasca IPO selama tiga tahun periode pengamatan. *Return* bulanan sekuritas i periode t dihitung sebagai berikut:

$$r_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1} \quad (1)$$

dimana $P_{i,t}$ adalah harga sekuritas i periode bulan t , dan $P_{i,t-1}$ ialah harga sekuritas i periode bulan $t-1$. Kemudian *return* bulanan sekuritas i yang disesuaikan *return* pasar dikalkulasi sebagai berikut:

$$ar_{i,t} = r_{i,t} - r_{m,t} \quad (2)$$

dimana $r_{i,t}$ adalah *return* perusahaan i pada periode bulan t , dan $r_{m,t}$ adalah *return* pasar pada periode bulan t . *Return* pasar menggunakan proksi IHSG dan LQ45. Lalu *return* abnormal rata-rata portofolio periode t adalah:

$$AR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ar_{i,t} \quad (3)$$

Selanjutnya, CAR (yang telah disesuaikan) adalah total *return* rata-rata (yang telah disesuaikan) setiap bulan selama tiga tahun adalah :

$$CAR_t = \sum_{s=1}^t AR_s \quad (4)$$

Perhitungan CAR diatas mengasumsikan bahwa *investor* mengalokasikan dananya sama besar untuk setiap sekuritas dalam portofolio (*equally-weighted*). Nyatanya, banyak investor berinvestasi tidak sama besar pada setiap asset di suatu portofolio. Karena itu, selain menggunakan EWCAR diatas, juga digunakan VWCAR. Berikut ini perhitungan *value-weighted abnormal return* (VWAR):

$$VWAR_t = \frac{\sum_{i=1}^n MKTCAP_{i,t-1} \times ar_{i,t}}{\sum_{i=1}^n MKTCAP_{i,t-1}} \quad (5)$$

VWAR dihitung dengan membobotkan setiap *return* yang telah disesuaikan dengan kapitalisasi pasar perusahaan ($MKTCAP_i$) pada periode sebelumnya. Selanjutnya, VWCAR adalah:

$$VWCAR_t = \sum_{s=1}^t VWAR_s \quad (6)$$

3.3.2. Buy-and-Hold Abnormal Returns (BHARs)

Penelitian ini juga menggunakan metode BHARs untuk mengukur kinerja jangka panjang. BHAR dipakai untuk mengurangi bias statistik dalam mengukur kinerja kumulatif jangka panjang pada metode CARs (Conrad dan Kaul, 1993).

Market adjusted buy-and-hold return perusahaan i pada bulan t dihitung sebagai berikut:

$$BHAR_{i,t} = \prod_{t=1}^T (1 + r_{i,t}) - \prod_{t=1}^T (1 + r_{m,t}) \quad (7)$$

dimana $r_{i,t}$ adalah *return* mentah bulanan perusahaan i pada bulan t ; $r_{m,t}$ merupakan *return* pasar pada bulan t ; dan T adalah 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 tahun 1, 2, dan 3.

Setelah mendapatkan $BHAR_{i,t}$ kemudian menghitung *mean buy-and-hold abnormal return* untuk period t sebagai berikut:

$$\overline{BHAR}_t = \sum_{i=1}^n \omega_i BHAR_{i,t} \quad (8)$$

Ketika *return* dihitung secara tertimbang rata-rata (*equally-weighted*), $\omega_i = 1/n$, dan bila dihitung berdasarkan *value-weighted*, $\omega_i = MV_i / \sum_i MV_i$, dimana MV_i adalah nilai kapitalisasi pasar saham perusahaan yang IPO pada hari pertama perdagangan.

3.3.3. Fama-French Three Factor Model (FFTFM)

Mitchell dan Stafford (2000) mengatakan bahwa penggunaan metode CAR dan BHAR menghasilkan signifikansi yang berlebihan pada *abnormal return* yang disebabkan adanya ketergantungan observasi. Fama (1998) menyarankan untuk membentuk portofolio bulanan berdasarkan waktu kalender (*calendar-time approach*) untuk menghitung kinerja jangka panjang. FFTFM digunakan untuk mengontrol kluster peristiwa (*event clustering*) dan korelasi antar *returns* IPO. FFTFM telah banyak digunakan untuk mengukur kinerja IPO jangka panjang antara lain oleh Brav dan Gompers (1997), Espenlaub, Gregory, dan Tonks (2000), Brav, Geczy, dan Gompers (2000), Gompers dan Lerner (2003), Ang, Gu dan Hochberg (2005), dan Ahmad-Zaluki, Campbell, dan Goodacre (2007).

FFTFM adalah sebagai berikut:

$$R_{p,t} - R_{rf,t} = a_p + \beta_p (R_{m,t} - R_{rf,t}) + s_p SMB_t + h_p HML_t + e_{p,t} \quad (9)$$

Variabel dependen adalah *excess return* portofolio (*return* portofolio periode t dikurangi *return* bebas risiko/Sertifikat Bank Indonesia periode t). Variabel independennya adalah *excess market return*, SMB (*size*), dan HML (*book-to-market ratio*). SBI yang digunakan adalah SBI 30 hari. *Return* pasar yang digunakan ialah *return* IHSG. SMB (*Small Minus Big*)

adalah *return* portofolio perusahaan kecil (*small firms*) dikurangi *return* portofolio perusahaan besar (*big firms*). HML (*High Minus Low*) ialah *return* portofolio perusahaan dengan rasio *book-to-market* tinggi dikurangi *return* portofolio perusahaan dengan rasio *book-to-market* rendah. Perusahaan diurutkan berdasarkan ukuran (*size*) dan rasio *book-to-market*. Kemudian berdasarkan ukuran, perusahaan dibagi menjadi dua kelompok. Perusahaan yang ukurannya lebih besar daripada rata-rata ukuran seluruh perusahaan dikategorikan perusahaan besar (B), sedangkan yang ukurannya lebih kecil dari rata-rata ukuran seluruh perusahaan dikategorikan perusahaan kecil (S). Perusahaan dengan rasio *book-to-market* diatas titik potong 70 persen (*the 70 percent book-to-market breakpoint*) diberi label H (*high* atau tinggi), 40 persen ditengah diberi label M (*Medium*), dan perusahaan dibawah titik potong 30 persen diberi label L (*low* atau rendah). Kemudian dibentuk enam portofolio yaitu berdasarkan S/L, S/M, S/H, B/L, B/M, dan B/H. $SMB = [(S/L - B/L) + (S/M - B/M) + (S/H - B/H)]/3$, dan $HML = [(S/H - S/L) + (B/H - B/L)]/2$. Alpha (α_p) mengindikasikan *abnormal return*. Jika uji t menunjukkan α_p signifikan (tidak signifikan), berarti *overperformance* atau *underperformance* signifikan (tidak signifikan).

3.4. Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan beberapa cara tergantung metode pengukuran kinerja yang digunakan. Ketika menggunakan CAR, t hitung dicari dengan memakai rumus yang digunakan oleh Ritter (1991), yaitu sebagai berikut:

$$t\text{-hit}(CAR_{1,t}) = CAR_{1,t} * \sqrt{n_t} / csd_t \quad (10)$$

dimana n_t ialah jumlah perusahaan di bulan t, dan csd_t dicari dengan rumus berikut:

$$csd_t = [t * var + 2 * (t-1) * cov]^{0,5} \quad (11)$$

dimana t adalah bulan ke t, var ialah rata-rata varian selama periode pengamatan, dan cov yaitu auto-kovarians order pertama dari AR_t (*the first-order autocovariance of the AR_t series*).

Setelah diketahui t hitung, lalu tentukan t tabel. Jika t hitung lebih besar daripada t tabel, *underperformance / outperformance* signifikan terjadi. Sebaliknya, bila t hitung lebih kecil daripada t tabel, *underperformance / outperformance* tidak terjadi secara signifikan. Tingkat signifikansi adalah 1%, 5%, dan 10%.

Ketika BHAR dipakai untuk mengukur kinerja, maka t hitung yang digunakan adalah t hitung konvensional dan t hitung yang disesuaikan dengan skewness (*bootstrapped skewness-adjusted t-statistic*) (Lyon, Barber, dan Tsai, 1999) yaitu sebagai berikut:

$$t - hit = \sqrt{n} \left(S + \frac{1}{3} \hat{\gamma} S^2 + \frac{1}{6n} \hat{\gamma} \right) \quad (12)$$

dimana;
$$S = \frac{\overline{BHAR}_t}{\sigma(BHAR_t)}, \quad (13)$$

$$\hat{\gamma} = \frac{\sum_{i=1}^n (BHAR_{i,t} - \overline{BHAR}_t)^3}{n\sigma(BHAR_t)^3} \quad (14)$$

dimana $\hat{\gamma}$ adalah estimasi koefisien skewness, $n^{0.5}S$ merupakan t hitung konvensional.

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

Terakhir, ketika kinerja jangka panjang IPO diukur dengan FFTFM, uji t-statistik yang digunakan adalah t-statistik konvensional. Nilai alpha (α_p) pada FFTFM mengindikasikan *abnormal return*. Jika uji t menunjukkan α_p signifikan (tidak signifikan), berarti *overperformance* atau *underperformance* signifikan (tidak signifikan).

4. PEMBAHASAN

Tabel 2 dibawah ini adalah mengenai statistik deskriptif. Pada panel A (semua IPO), rata-rata dana IPO adalah 185 milyar rupiah lebih. Dana IPO terendah adalah 7,8 milyar

rupiah, dan tertinggi sebesar 4 triliun 169 milyar rupiah lebih. Standar deviasi dana IPO sebesar 568,4 milyar rupiah. Rata-rata *return* awal IPO adalah 48,5%. *Return* awal terendah dan tertinggi sebesar -32,55% dan 480%. Standar deviasi *return* awal sebesar 70,93%. Pada panel B (IPO manufaktur), rata-rata dana IPO adalah 141, 9 milyar rupiah. Dana IPO terendah adalah 7,8 milyar rupiah, dan tertinggi sebesar 2 triliun 855 milyar rupiah. Standar deviasi dana IPO sebesar 418,2 milyar rupiah. Rata-rata *return* awal IPO adalah 58,6%. *Return* awal terendah dan tertinggi sebesar -30,00% dan 480%. Standar deviasi *return* awal sebesar 79,85%.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Model Kinerja Jangka Panjang IPO

Return awal dihitung dengan rumus $((P_t - P_0)/P_0)$ dimana P_0 adalah harga jual saat IPO, dan P_t ialah harga penutupan hari pertama perdagangan. Dana IPO ialah dana yang diperoleh dari penjualan saham IPO (harga penawaran per lembar dikali jumlah saham yang dijual ke publik). n adalah jumlah perusahaan.

	Rata-rata	Standar Deviasi	Nilai Min.	Median	Nilai Maks.
<i>Panel A: Semua IPO</i>					
<i>(n=101)</i>					
Dana dari IPO (milyar Rp.)	185,01	568,42	7,80	33,00	4.169,11
<i>Return</i> awal (%)	48,50	70,93	-32,55	23,33	480,00
<i>Panel B:</i>					
<i>IPO manufaktur</i>					
<i>(n=70)</i>					
Dana dari IPO (milyar Rp.)	141,93	418,20	7,80	30,20	2.855,00
<i>Return</i> awal (%)	58,60	79,85	-30,00	27,01	480,00

Sumber: Data diolah.

4.1. Analisis *Cumulative Abnormal Returns*

Tabel 3 memperlihatkan kinerja jangka panjang yang diukur dengan menggunakan *Cumulative Abnormal Returns* (CARs). Analisis kinerja tersebut dikelompokkan ke dalam dua bagian yaitu 1)kinerja jangka panjang semua IPO (panel A), 2)kinerja jangka panjang IPO manufaktur (panel B). Periode pengamatan kinerja jangka panjang IPO adalah 3 tahun setelah IPO. Seluruh hasil uji t-statistik memperlihatkan bahwa kinerja jangka panjang IPO tidak signifikan *outperformed* ataupun *underperformed* pada semua panel.

Tabel 3. Kinerja Jangka Panjang IPOs (*Initial Public Offerings*) Diukur dengan *Cumulative Abnormal Returns (CARs)*

PANEL A: SEMUA IPO												
	Disesuaikan IHSG						Disesuaikan LQ45					
	1 tahun		2 tahun		3 tahun		1 tahun		2 tahun		3 tahun	
	EW	VW	EW	VW	EW	VW	EW	VW	EW	VW	EW	VW
CARs (%)	-10,40	-9,05	-8,74	-7,90	-10,72	-6,73	-20,91	-10,53	-22,15	-9,80	-24,96	-9,21
t-stat	-0,64	-0,60	-0,37	-0,37	-0,36	-0,24	-1,19	-0,64	-0,89	-0,42	-0,78	-0,31
n	101	101	101	101	93	93	101	101	101	101	93	93
PANEL B: IPO MANUFAKTUR												
	Disesuaikan IHSG						Disesuaikan LQ45					
	1 tahun		2 tahun		3 tahun		1 tahun		2 tahun		3 tahun	
	EW	VW	EW	VW	EW	VW	EW	VW	EW	VW	EW	VW
CARs (%)	-9,71	-25,12	0,56	-20,77	-10,36	-33,64	-12,90	-25,20	-6,08	-20,87	-17,64	-32,85
t-stat	-0,46	-1,29	0,01	-0,75	-0,27	-0,96	-0,61	-1,31	-0,20	-0,76	-0,47	-0,95
n	70	70	70	70	66	66	70	70	70	70	66	66

Sumber: Data diolah. Semua hasil t-test tidak ada yang signifikan. Survivorship bias terjadi pada perhitungan diatas.

Pada panel A dengan *benchmark* IHSG dan *return* dihitung secara *equally-weighted* (EW), kinerja jangka panjang IPO setelah 1, 2 dan 3 tahun mengalami *underperformance* sebesar CAR 10,40% (t-stat = -0,64, tidak signifikan), CAR 8,74% (t-stat = -0,37, tidak signifikan) dan CAR 10,72% (t-stat = -0,36, tidak signifikan). Kinerja jangka panjang IPO setelah satu tahun di atas tidak mendukung temuan Martani (2004) yang mengungkapkan bahwa kinerja jangka panjang IPO *outperformed* sebesar CAR 1,9% pasca 1 tahun IPO (250 hari). Akan tetapi, untuk tahun kedua dan ketiga pasca IPO hasil penelitian ini mendukung temuan Martani yang mengungkapkan terjadinya *underperformance* sebesar 1,66% dan 11,05%. Tampak ada perbedaan tingkat *underperformance* yang relatif kecil antara penelitian ini dengan temuan Martani pada tahun kedua pasca IPO yaitu sebesar 7,08% (8,74% - 1,66%). Sedangkan kinerja jangka panjang IPO setelah 3 tahun antara hasil penelitian ini dengan Martani berbeda sangat tipis (-10,72% versus -11,05%). Sampel penelitian Martani adalah 297 perusahaan yang melakukan IPO tahun 1989 – 2000 dan *benchmark* pasar yang digunakan ialah IHSG.

Ketika *return* dihitung dengan *value-weighted* (VW), kinerja jangka panjang IPO juga mengalami *underperformance* sebesar CAR 9,05% (t-stat = -0,60, tidak signifikan) pada tahun pertama, CAR 7,90% (t-stat = -0,37, tidak signifikan) pada tahun kedua, dan CAR 6,73% (t-stat = -0,24, tidak signifikan) pada tahun ketiga setelah IPO. Tampak kinerja jangka panjang IPO selama 1, 2 dan 3 tahun berbeda tipis ketika diukur dengan EWCAR dan VWCAR (-10,40% vs -9,05%; -8,74% vs -7,90%; dan -10,72% vs -6,73%). Penelitian kinerja jangka panjang IPO di Indonesia sebelumnya tidak pernah dihitung dengan *value-weighted returns*.

Masih pada panel A, namun dengan *benchmark* LQ45, ketika kinerja jangka panjang IPO diukur EWCAR memperlihatkan *underperformance* sebesar 20,91% (t-stat = -1,19, tidak signifikan) pada tahun pertama, 22,15% (t-stat = -0,89, tidak signifikan) pada tahun kedua, dan 24,96% (t-stat = -0,78, tidak signifikan) pada tahun ketiga. Selanjutnya, dengan memakai pengukuran VWCAR, kinerja jangka panjang IPO juga mengalami *underperformance* sebesar 10,53% (t-stat = -0,64, tidak signifikan), 9,80% (t-stat = -0,42, tidak signifikan), dan 9,21% (t-stat = -0,31, tidak signifikan) pada tahun pertama, kedua dan ketiga.

Pada panel B (IPO manufaktur), dengan *benchmark* IHSG, pengukuran kinerja jangka panjang IPO dengan EWCAR menunjukkan terjadinya *underperformance* pada tahun ke-1 sebesar 9,71% (t-stat = -0,46, tidak signifikan) dan tahun ke-3 sebesar 10,36% (t-stat = -0,27, tidak signifikan). Hasil ini mendukung temuan Pujiharjanto (2003) yang mengatakan bahwa kinerja perusahaan manufaktur setelah satu tahun IPO mengalami *underperformance* sebesar EWCAR 9,78% di BEJ. Tampak perbedaan yang sangat tipis antara temuan penelitian ini dengan Pujiharjanto (-9,71% vs -9,78%). *Return* pasar yang digunakan sebagai *benchmark* pada penelitian Pujiharjanto ialah *return* IHSG. Periode penelitiannya tahun 1992-1998. Sampel sebanyak 124 perusahaan manufaktur. Lebih jauh, berlainan dengan tahun pertama

dan ketiga di atas, penelitian ini memperlihatkan bahwa kinerja jangka panjang IPO tahun kedua mengalami *outperformance* sebesar EWCAR 0,56% (t-stat = 0,01, tidak signifikan).

Dengan *benchmark* pasar IHSG namun *return* dihitung secara *value-weighted*, kinerja jangka panjang IPO manufaktur di tahun pertama, kedua dan ketiga mengalami *underperformance* sebesar VWCAR 25,12% (t-stat = -1,29, tidak signifikan), 20,77% (t-stat = -0,75, tidak signifikan), dan 33,64% (t-stat = -0,96, tidak signifikan).

Masih panel B, dengan *benchmark* LQ45 dan *return* adalah *equally-weighted*, kinerja jangka panjang IPO *underperformed* sebesar EWCAR 12,90% (t-stat = -0,61, tidak signifikan), 6,08% (t-stat = -0,20, tidak signifikan), dan 17,64% (t-stat = -0,47, tidak signifikan) pada tahun ke-1, ke-2 dan ke-3 berturut-turut. Selanjutnya, dengan *value-weighted cumulative abnormal returns* (VWCAR), kinerja jangka panjang IPO juga mengalami *underperformance* sebesar 25,20% (t-stat = -1,31, tidak signifikan) pada tahun pertama, 20,87% (t-stat = -0,76, tidak signifikan) pada tahun kedua, dan 32,85% (t-stat = -0,95, tidak signifikan) pada tahun ketiga.

Berlainan dengan panel A (IPO semua perusahaan), penggunaan pengukuran VWCAR membuat kinerja jangka panjang IPO menjadi lebih buruk dibandingkan dengan metode pengukuran EWCAR pada panel B (IPO manufaktur) baik ketika *benchmark* yang digunakan adalah IHSG ataupun LQ45.

4.2. Analisis Buy-and-Hold Abnormal Returns

Gomper dan Lerner (2003) berargumen bahwa metode pengukuran dengan menggunakan CAR menjadi tidak tepat ketika *returns* sangat volatil. Oleh karena itu, mereka menyarankan untuk menggunakan metode pengukuran *buy-and-hold abnormal returns* (BHARs). Pada bagian ini analisis kinerja jangka panjang IPO dikelompokkan kedalam dua panel yaitu panel A (semua IPO), dan panel B (IPO manufaktur). Periode pengamatan kinerja jangka panjang IPO adalah 3 tahun.

Pada panel A (lihat Tabel 4), ketika pengukuran menggunakan *equally-weighted buy-and-hold abnormal return* (EWBHAR) kinerja jangka panjang IPO mengalami *underperformance* terhadap *return* IHSG pada tahun pertama sebesar 18,78% (t-stat = -2,50, signifikan pada level 5%), tahun kedua sebesar 56,17% (t-stat = -6,80, signifikan pada level 1%) dan tahun ketiga sebesar 108,46% (t-stat = -9,49, signifikan pada level 1%). Hasil ini mendukung temuan Suroso (2005) yang mengungkapkan bahwa kinerja jangka panjang IPO *underperformed* sebesar 18,95% pada tahun pertama ketika disesuaikan dengan *return* IHSG. Tampak perbedaan yang sangat tipis antara hasil pada penelitian ini dibanding dengan temuan Suroso (-18,78% vs -18,95%). Periode penelitian Suroso adalah tahun 1992-2002 dengan jumlah sampel IPO 216. Juga, temuan penelitian ini juga menyokong temuan Martani (2004) yang mengatakan bahwa terjadi *underperformance* pada tahun pertama, kedua dan ketiga sebesar 0,07%, 9,15% dan 17,58% (*return* disesuaikan dengan *return* IHSG). Dibandingkan dengan temuan Martani tersebut, kinerja jangka panjang IPO pada penelitian ini jauh lebih *underperformance* pada tahun pertama, kedua dan ketiga berturut-turut (-18,78% vs -0,07%; -56,17% vs -9,15%; dan -108,46% vs -17,58%). Sampel penelitian Martani adalah 297 perusahaan yang melakukan IPO tahun 1989 – 2000.

Ketika pengukuran menggunakan EWBHAR yang disesuaikan dengan *return* LQ45, kinerja jangka panjang IPO juga mengalami *underperformance* pada tahun pertama, kedua dan ketiga sebesar 20,43% (t-stat = -2,69, signifikan pada tingkat 1%), 59,83% (t-stat = -7,11, signifikan pada tingkat 1%), dan 114,34% (t-stat = -9,80, signifikan pada tingkat 1%). Ketika pengukuran kinerja jangka panjang menggunakan VWBHAR dengan *benchmark* IHSG, ditemukan bahwa pada tahun pertama dan kedua kinerja jangka panjang IPO mengalami *underperformance* sebesar 7,64% (t-stat = -1,01, tidak signifikan), dan 15,87% (t-stat = -1,92, signifikan pada tingkat 10%). Lebih jauh, dengan *benchmark* LQ45, kinerja jangka panjang IPO juga mengalami *underperformance* sebesar 8,12% (t-stat = -1,07, tidak

signifikan) pada tahun pertama, dan 15,57% (t-stat = -1,85, signifikan pada tingkat 10%) pada tahun kedua.

Akan tetapi, *outperformance* terjadi ketika periode pengamatan kinerja jangka panjang IPO adalah 3 tahun yaitu sebesar 25,57% (t-stat = 2,23, signifikan pada tingkat 5%) dan 23,93% (t-stat = 2,05, signifikan pada tingkat 5%) baik ketika disesuaikan dengan *return* IHSG maupun *return* LQ45.

Tabel 4. Kinerja Jangka Panjang IPO (*Initial Public Offerings*) Diukur dengan *Buy-and-Hold Abnormal Returns* (BHARs)

	PANEL A: SEMUA IPO											
	Disesuaikan IHSG						Disesuaikan LQ45					
	1 tahun		2 tahun		3 tahun		1 tahun		2 tahun		3 tahun	
	EW	VW	EW	VW	EW	VW	EW	VW	EW	VW	EW	VW
BHAR (%)	-18,78	-7,64	-56,17	-15,87	-108,46	25,57	-20,43	-8,12	-59,83	-15,57	-114,34	23,93
t-stat	-2,50 ^b	-1,01	-6,80 ^a	-1,92 ^c	-9,49 ^a	2,23 ^b	-2,69 ^a	-1,07	-7,11 ^a	-1,85 ^c	-9,80 ^a	2,05 ^b
<i>Skewness-adjusted t-stat</i>	-1,97 ^c	-0,92	-4,79 ^a	-1,95 ^c	-3,03 ^a	1,60	-2,10 ^b	-0,97	-5,28 ^a	-1,91 ^c	-3,50 ^a	2,01 ^b
n	101	101	101	101	93	93	101	101	101	101	93	93
	PANEL B: IPO MANUFAKTUR											
	Disesuaikan IHSG						Disesuaikan LQ45					
	1 tahun		2 tahun		3 tahun		1 tahun		2 tahun		3 tahun	
	EW	VW	EW	VW	EW	VW	EW	VW	EW	VW	EW	VW
BHAR (%)	-19,06	-23,20	-58,47	-29,68	-116,11	14,41	-21,47	-24,53	-63,86	-29,23	-123,73	12,71
t-stat	-1,95 ^c	-2,37 ^b	-5,77 ^a	-2,93 ^a	-8,67 ^a	1,07	-2,16 ^b	-2,47 ^b	-6,17 ^a	-2,82 ^a	-8,98 ^a	0,92
<i>Skewness-adjusted t-stat</i>	-1,52	-1,73 ^c	-3,28 ^a	-2,09 ^b	-0,79	5,30 ^a	-1,67 ^c	-2,32 ^b	-3,43 ^a	-2,64 ^a	-0,67	0,76
n	70	70	70	70	66	66	70	70	70	70	66	66

Sumber: Data diolah. Tanda ^{a,b,c} menandakan signifikan pada level 1%, 5%, dan 10%. n ialah jumlah perusahaan dalam portofolio. Survivorship bias terjadi pada perhitungan diatas.

Pada panel B, tampak kinerja jangka panjang IPO mengalami *underperformance* ketika diukur dengan EWBHAR. Ketika disesuaikan dengan *return* IHSG, *underperformance* terjadi sebesar 19,06% (t-stat = -1,95, signifikan pada tingkat 10%) pada tahun pertama, 58,47% (t-stat = -5,77, signifikan pada tingkat 1%) pada tahun kedua, dan 116,11% (t-stat = -8,67, signifikan pada tingkat 1%) pada tahun ketiga. Temuan kinerja tahun pertama tersebut mendukung temuan Suroso (2005) yang mengungkapkan terjadinya *underperformance* sebesar rata-rata 17,68% pada perusahaan manufaktur selama periode 1992-2002.

Sedangkan ketika disesuaikan dengan *return* LQ45, kinerja jangka panjang IPO *underperformed* sebesar 21,47% (t-stat = -2,16, signifikan pada tingkat 5%) pada tahun pertama, 63,86% (t-stat = -6,17%, signifikan pada tingkat 1%) pada tahun kedua, dan 123,73% (t-stat = -8,98, signifikan pada tingkat 1%) pada tahun ketiga.

Ketika diukur dengan VWBHAR, kinerja jangka panjang IPO mengalami *underperformance* pada tahun pertama dan kedua, tetapi mengalami *outperformance* pada tahun ketiga. Ketika kinerja jangka panjang IPO disesuaikan dengan IHSG, terjadi *underperformance* sebesar 23,20% (t-stat = -2,37, signifikan pada tingkat 5%) pada tahun pertama, dan 29,68% (t-stat = -2,93, signifikan pada tingkat 1%) pada tahun kedua. Ketika disesuaikan dengan LQ45, kinerja jangka panjang IPO *underperformed* sebesar 24,53% (t-stat = -2,47, signifikan pada tingkat 5%) pada tahun pertama, dan 29,23% (t-stat = -2,82, signifikan pada tingkat 1%) pada tahun kedua.

Namun demikian, pada tahun ketiga, kinerja jangka panjang IPO mengalami *outperformance* sebesar 14,41% (t-stat = 1,07, tidak signifikan) setelah disesuaikan dengan *return* IHSG, dan sebesar 12,71% (t-stat = 0,92, tidak signifikan) ketika disesuaikan dengan *return* LQ45.

Selain menggunakan t-statistik konvensional di atas, penelitian ini juga menggunakan *bootstrapped-skewness-adjusted t-statistics*. Pada panel A, hasilnya adalah tingkat signifikansi EWBHAR 1 tahun yang disesuaikan dengan IHSG berkurang menjadi 10%, tingkat signifikansi EWBHAR 1 tahun yang disesuaikan dengan LQ45 berkurang menjadi 5%, dan VWBHAR 3 tahun yang disesuaikan dengan IHSG menjadi tidak signifikan.

Pada panel B, hasilnya adalah tingkat signifikansi EWBHAR 1 tahun yang disesuaikan dengan IHSG menjadi tidak signifikan, tingkat signifikansi VWBHAR 1 tahun yang disesuaikan dengan IHSG berkurang menjadi 10%, tingkat signifikansi VWBHAR 2 tahun yang disesuaikan dengan IHSG berkurang menjadi 5%, EWBHAR 3 tahun yang disesuaikan dengan IHSG menjadi tidak signifikan, VWBHAR 3 tahun yang disesuaikan dengan IHSG menjadi signifikan pada tingkat 1%, tingkat signifikansi EWBHAR 1 tahun yang disesuaikan dengan LQ45 berkurang menjadi 10%, dan EWBHAR 3 tahun yang disesuaikan dengan LQ45 menjadi tidak signifikan.

Membandingkan kinerja jangka panjang ketika diukur dengan CAR dan BHAR (pada panel A dan B), terungkap bahwa metode pengukuran BHAR menyebabkan kinerja jangka panjang menjadi lebih *underperformed* ataupun *outperformed*. Hasil tersebut mendukung apa yang dikemukakan oleh Fama (1998), Mitchell dan Stafford (2000) dan Gompers dan Lerner (2003) yang menyatakan bahwa metode BHAR dapat membuat *underperformance* maupun *outperformance* menjadi lebih besar (*can magnify under/outperformance*).

4.3. Analisis Fama-French Three Factor Model

Fama (1998) menyarankan untuk menggunakan *Fama-French Three Factor Model* (*calendar-time approach*) untuk menghitung kinerja jangka panjang dengan alasan; 1) perhitungan FFTFM memasukkan adanya hubungan antar observasi (*allow the correlation between the firms in the sample to be taken in consideration*), dan 2) FFTFM menggunakan inferensi statistik yang lebih baik (*allow better statistical inferences*).

Tabel 5. Kinerja Tiga Tahun Pasca IPO diukur dengan Fama-French Three Factor Model

	Panel A (Semua IPO)	Panel B (IPO Manufaktur)
	<i>Equally-Weighted</i>	<i>Equally-Weighted</i>
a_p	0,002 (0,455)	0,0001 (0,0266)
β_p	-0,097 (-0,404)	0,347 (1,047)
s_p	0,447 ^a (10,292)	0,413 ^a (8,135)
h_p	0,249 ^a (10,191)	0,214 ^a (6,645)
R ²	82,9%	73,8%
F	50,101 ^a	29,166 ^a
n	93	66

Sumber: Data diolah.

Pada bagian ini, peneliti hanya menggunakan *equally-weighted returns*, *return IHSG*, dan kinerja tahun ketiga saja. Hasil regresi FFTFM (lihat Tabel 5) mengungkapkan bahwa kinerja semua IPO (panel A) mengalami *outperformance* sebesar 0,2% per bulan atau 7,2% pada tahun ketiga pasca IPO (t-stat = 0,455, tidak signifikan). Pada IPO manufaktur (panel B), kinerja juga *outperformed* sebesar 0,01% per bulan atau 0,36% pada tahun ketiga (t-stat = 0,0266, tidak signifikan). Hasil tersebut berlawanan dengan hasil EWCAR dan EWBHAR

(lihat Tabel 3 dan Tabel 4). Kinerja tiga tahun pasca IPO untuk panel A, dan B ketika diukur dengan EWCAR dengan *benchmark* IHSG adalah *underperformance* sebesar 10,72 (panel A, t-stat = -0,36, tidak signifikan), dan *underperformance* sebesar 10,36 (panel B, t-stat = -0,27, tidak signifikan). Ketika EWBHAR dengan *benchmark* IHSG digunakan untuk mengukur kinerja tiga tahun diketahui terjadi *underperformance* sebesar 108,46 (panel A, t-stat = -9,49, signifikan pada $\alpha=1\%$), dan *underperformance* sebesar 116,11 (panel B, t-stat = -8,67, signifikan pada $\alpha=1\%$).

5. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian terdahulu di Indonesia yang mengatakan bahwa kinerja jangka panjang IPO mengalami *underperformance*. Penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja jangka panjang IPO signifikan *underperformed* ketika pengukuran menggunakan metode BHARs. Tetapi, ketika menggunakan metode CARs dan FFTFM, kinerja jangka panjang IPO tidak signifikan *underperformed* / *outperformed*. Dengan demikian, kinerja jangka panjang IPO tergantung pada metode pengukuran yang digunakan sebagaimana yang dikemukakan oleh Barber dan Lyon (1997), Brav dan Gompers (1997), Kothari dan Warner (1997), Fama (1998), Lyon, Barber, dan Tsai (1999), Brav, Geczy, dan Gompers (2000), Loughran dan Ritter (2000), Eckbo, Masulis dan Norli (2000), Mitchell dan Stafford (2000), Gompers dan Lerner (2003), Ang, Gu dan Hochberg (2005) Ahmad-Zaluki, Campbell, dan Goodacre (2007).

5.2. Saran-saran

Berikut ini beberapa saran:

1. Sampel penelitian ini memasukkan IPOs privatisasi (*privatized IPOs*) seperti perusahaan gas negara, bank rakyat Indonesia dan lainnya. Kemungkinan terjadi bias pada penelitian

ini karena adanya perusahaan privatisasi tersebut sebagai sampel. Megginson & Netter (2001) mengungkapkan bahwa kinerja jangka panjang IPO privatisasi di banyak negara mengalami *outperformance*. Untuk itu, peneliti menyarankan untuk menguji kinerja jangka panjang IPOs terpisah dari PIPOs (*Privatized IPOs*) di Indonesia pada penelitian berikutnya.

2. *Benchmark* yang dipakai pada penelitian ini adalah *market benchmark*, yaitu IHSG dan LQ45. Menggunakan *return* pasar tersebut sebagai *benchmark* adalah bias karena ukuran (kapitalisasi pasar) IHSG dan LQ45 tersebut tidak sesuai (jauh lebih besar) dibandingkan dengan ukuran (kapitalisasi pasar) perusahaan yang melakukan IPO pada penelitian ini. Untuk itu, Ritter (1991) menyarankan untuk menggunakan *matching-company* sebagai *benchmark*. *Matching-company benchmark* bisa didasarkan atas ukuran (kapitalisasi pasar) dan/atau *book-to-market value* yang sama antara perusahaan yang melakukan IPO (sampel penelitian) dengan perusahaan non-IPO.
3. Walaupun penggunaan *calendar-time approach* yang paling banyak digunakan adalah *Fama-French Three Factor Model*, perlu juga dipertimbangkan kemungkinan penggunaan *calendar-time approach* lainnya seperti Carhart's Four Factors (1997) dan Pastor and Stambaugh's 5 Factors (2003) untuk mengukur kinerja jangka panjang. Salah satu dari sedikit paper yang menggunakan Carhart's 4 Factor adalah paper tulisan Buttimer, Hyland dan Sanders (2001) yang berjudul "The long run performance of REIT IPOs."
4. Perlu melakukan *robustness check* terhadap hasil-hasil penelitian-penelitian kinerja jangka panjang IPO di Indonesia sebelumnya. Sepengetahuan penulis, penelitian-penelitian sebelumnya mengenai kinerja jangka panjang IPO di Indonesia tidak pernah menggunakan *calendar-time approach(es)*, tidak pernah menggunakan *value-weighted returns*, tidak pernah menggunakan *matching-company benchmark*, dan tidak pernah

menggunakan *bootstrapped-skewness-adjusted t-statistics*. Oleh karena itu, penulis menyarankan kepada peneliti-peneliti berikutnya untuk melakukan penelitian kembali kinerja jangka panjang perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO antara tahun 1980-an sampai dengan 2000-an (periode yang panjang), atau peneliti-peneliti berikutnya bisa melakukan penelitian ulang (sampelnya sama) dengan peneliti-peneliti terdahulu, namun dengan menambah desain risetnya (seperti antara lain metode pengukuran, alat statistik, dan *benchmark*) untuk melihat *robust*-nya hasil-hasil penelitian terdahulu tersebut (di Indonesia).

DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, R., R. Leal, dan F. Hernandez. 1993. The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America. *Financial Management*, 22, pp.42-53.
- Ahmad-Zaluki, N., Campbell, K., dan Goodacre, A. 2007. The Long Run Share Price Performance of Malaysian Initial Public Offerings (IPOs). *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 34., Iss.1-2, pp. 78-110.
- Ang, A., Gu, Li, dan Hochberg Y. 2005. Is IPO Underperformance a Peso Problem?. Working Paper, National Bureau of Economic Research (NBER)
- Barber, B.M., and J.D. Lyon. 1997. Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics. *Journal of Financial Economics*, vol. 43, no. 3, pp. 341–372.
- Brav, A. 1999. Inference in Long-Horizon Event Studies: A Parametric Bootstrap Approach with Application to Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 54.
- Brav, A., dan 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*, vol.56, pp.1791-1821.
- Brav, A., Geczy, C., dan Gompers, P.A. 2000. Is the Abnormal Return Following Equity Issuances Anomalous?. *Journal of Financial Economics*, vol.56, pp.209-249.
- Conrad, J., and Kaul, G. 1993. Long-Term Market Overreaction or Biases in Computed Returns?. *Journal of Finance*, 48, pp.39-63.
- Corhay, A., Teo, S. and Tourani-Rad. 2002. The Long Run Performance of Malaysian Initial Public Offerings (IPO): Value and Growth Effects. *Managerial Finance*, vol.28, pp.52-65.
- Dawson, S.M. 1987. Secondary Stock Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore, and Malaysia: 1978-1984. *Journal of Business Finance and Accounting*, vol.40, pp.65-162.
- Eckbo, B.E., Masulis, R.W., dan Norli, O. 2000. Seasoned Public Offerings: Resolution of the 'New Issue Puzzle'. *Journal of Financial Economics*, vol.56, pp.251-291.
- Espenlaub, S., Gregory, A., dan Tonks, I. 2000. Re-Assessing the Long Term Underperformance of UK Initial Public Offerings. *European Financial Management*, 6, pp.319-342

- Fama, E. F. 1998. Market Efficiency, Long Term Return, and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*, 49, pp.283-306.
- Fama, E. F. dan French, K. 1993. Common Risk Factors in the Returns on Bonds and Stocks. *Journal of Financial Economics*, 33, pp.3-56.
- Gompers, P.A., dan Lerner, J. 2003. The Really Long Run Performance of Initial Public Offerings: The Pre-Nasdaq Evidence. *Journal of Finance*, vol.58, pp.1355-1392.
- Hartanto, I. B. & Ediningsih, S. I. 2004. Kinerja harga saham setelah penawaran perdana (IPO) pada Bursa Efek Jakarta. *Usahawan*, no.8, th.xxxiii, agustus, hal.36-43.
- Jelic, R., Saadouni B. & Briston, R. 2001. Performance of Malaysian IPOs: Underwriters Reputation and Management Earnings Forecasts. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, pp.457-486
- Kothari, S. & Warner, J. 1997. Measuring Long-Horizon Security Price Performance. *Journal of Financial Economics*, 43, pp.301-339.
- Levis, M. 1993. The Long Run Performance of Initial Public Offerings: the UK Experience 1980-1988. *Financial Management*, Spring.
- Loughran, Tim. 1993. NYSE vs NASDAQ Returns : Market Microstructure or the Poor Performance of Initial Public Offerings?. *Journal of Financial Economics*, 33, pp. 241-260.
- Loughran, T. & Ritter, J. R. 1995. The New Issue Puzzle. *Journal of Finance*, vol.50, pp.23-51.
- Loughran, T. & Ritter, J. R. 2000. Uniformly Least Powerful Test of Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, vol.55, pp.361-389.
- Lyon, J. D., Barber, B. M. & Tsai, C. 1999. Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns. *Journal of Finance*, vol. 54, no. 1, 165–201.
- Manurung, A. H. & Soepriyono, G. 2006. Hubungan Antara Imbal Hasil IPO dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kinerja IPO di BEJ. *Usahawan*, No.3, th. XXXV, maret, hal.14-26.
- Martani, D. 2004. Pengaruh Manajemen Informasi dan Determinan Lain Terhadap Harga Saham, *Initial Return*, dan Kinerja Saham Jangka Panjang: Studi Empiris Perusahaan *Go Public* di BEJ. *Disertasi*, Program Pascasarjana Ilmu Manajemen, Universitas Indonesia, tidak publis.
- Megginson, W.L., & Netter, J.M. 2001. From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*. Vol.39, no.2, pp.279-319.
- Mitchell, M.L., & Stafford, E. 2000. Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance. *Journal of Business*, vol.73, pp.287-329.
- Pujiharjanto, C. A. 2003. Underpricing Pada Penawaran Umum Perdana di Bursa Efek Jakarta: Studi Empiris Emiten yang Listing Periode 1992-1998. *Disertasi*, Universitas Padjadjaran, tidak publis.
- Ritter, J. R. 1991. The Long Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, vol.46, pp.3-27.
- Servaes, H. & Rajan, R. 1997. Analyst Following of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 52, pp. 507-29.
- Shah, A. 1995. The Indian IPO Market: Empirical Facts. *Working paper*, Centre for Monitoring Indian Economy, Bombay, India.
- Suroso. 2005. Hubungan Kinerja Jangka Panjang Saham Pasca-IPO dengan Optimisme dan Divergensi Opini Investor serta Tindakan Oportunitis Emiten. *Disertasi*, Program Pascasarjana Ilmu Manajemen, Universitas Indonesia, tidak publis.