ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *STOCK UNDERPERFORMANCE* IPO PADA PERUSAHAAN YANG LISTING DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 1998-2012

SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi
Universitas Diponegoro

Disusun oleh :

ROBINSON
NIM. 12010111130023

FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2015

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Mahasiswa	: Robinson
Nomor Induk Mahasiswa	: 12010111130023
Fakultas / Jurusan	: Ekonomika dan Bisnis / Manajemen
Judul Skripsi	: **ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *STOCK UNDERPERFORMANCE* IPO PADA PERUSAHAAN YANG *LISTING* DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 1998-2012**
Dosen pembimbing	: Dr. Irene Rini Demi Pangestuti, M.E.

Semarang, 17 Februari 2015

Dr. Irene Rini Demi Pangestuti, M.E.

NIP. 196008201986032001

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Mahasiswa : Robinson

Nomor Induk Mahasiswa : 12010111130023

Fakultas / Jurusan : Ekonomika dan Bisnis / Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *STOCK UNDERPERFORMANCE* IPO PADA PERUSAHAAN YANG *LISTING* DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 1998-2012**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 23 Februari 2015

Tim Penguji :

1. Dr. Irene Rini Demi Pangestuti, ME (.....)

2. Dr. H. Mochammad Chabachib, MSi.,Akt. (.....)

3. Drs.H. Mohammad Kholiq Mahfud, MSi. (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertandatangan dibawah ini, saya, Robinson, menyatakan dengan bahwa skripsi dengan judul : Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Stock Underperformance IPO Pada Perusahaan Yang Listing di Bursa Efek Indonesia Tahun 1998-2012, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan / atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut diatas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagi hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang,

Yang membuat peryataan,

ROBINSON

NIM : 12010111130023

MOTTO DAN PESEMBAHAN

MOTTO

"….Boleh jadi kamu membenci sesuatu, padahal ia amat baik bagimu, dan boleh jadi (pula) kamu menyukai sesuatu, padahal ia amat buruk bagimu; Allah mengetahui, sedang kamu Tidak mengetahui."

[QS. Al Baqarah 2: 216]

PERSEMBAHAN

Skripsi ini penulis persembahkan kepada :

Ayah dan Ibu yang selalu memberikan
Kasih sayang dan Do'anya tanpa henti

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi stock underperformance IPO yang listing di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan tujuh variabel independen, yaitu *Hot market* (TIME), usia perusahaan (Age), reputasi *underwriter* (UR), *underpericing* (UP), *volume* IPO (VOL), *industry dummy* (INDUM), kapitalisasi IPO (SIZE), dengan satu variabel dependen yaitu *underperformance*.

Teknik pemilihan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling criteria* (1) Perusahaan mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia, (2) Saham IPO perusahaan mengalami *underperformance* pada periode satu tahun pertama, (3) Perusahaan memiliki data yang mncukupi untuk dilakukan penelitian. Data sampel yang diperoleh adalah 107 perusahaan. Metode analisis yang digunakan adalah *multivariate regression*. Uji asumsi klasik dan uji hipotesis yang digunakan adalah dengan menggunakan uji t-statistik, pengujian koefisien determinasi (R^2), dan uji F-statistik untuk menguji pengaruh variabel model secara bersama-sama dengan tingkat signifikansi 5%. Penelitian ini juga melakukan uji asumsi klasik meliputi uji normalitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, dan uji multikolinearitas.

Berdasarkan hasil uji normalitas data, menunjukan bahwa data penelitian berdistribusi normal. Berdasarkan dari hasil pengujian asumsi klasik dengan uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas tidak ditemukan adanya data yang menyimpang dari asumsi klasik. Hal tersebut menunjukan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini telah memenuhi syarat untuk menggunakan model persamaan regresi linier berganda. Dari hasil analisis dalam penelitian ini menunjukan variabel usia perusahaan saat IPO (Age) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock underperformance*. Variabel *underprice* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock underperformance*. Variabel *volume* IPO (VOL) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock underperformance*. Variabel *hot market* (TIME), *industry dummy* (INDUM), dan kapitalisasi IPO (SIZE) mempunyai koefisien korelasi negatif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap *stock underperformance*. Variabel reputasi *underwriter* (UR) mempunyai koefisien korelasi positif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap *stock underperformance.*

Kata kunci : *stock underperformance,hot market, age,* reputasi *underwriter, underprice, volume, industry,* kapitalisasi IPO.

ABSTRACT

This study aims to examine the factors that affect stock underperformance of IPO shares listed on the Indonesia Stock Exchange. This study uses eight independent variables, namely hot market (TIME), firm age (Age), underwriter reputation (UR), underpericing (UP), IPO volume (VOL), industry dummy (INDUM), capitalization of IPO (SIZE), with the dependent variable is the underperformance.

The sampling technique used was purposive sampling criteria (1) The Company listed its shares on the Indonesia Stock Exchange, (2) Shares IPO companies experienced underperformance in the first period of one year, (3) the company has sufficient data to do research. The data sample obtained was 107 companies. The analytical method used is a multivariate regression. The assumption of classical test and hypothesis test using t-statistic, testing the coefficient of determination (R2), and the F-statistic to test the effect of model variables together with a significance level of 5%. This study also includes the classic assumption normality test, autocorrelation test, heteroscedasticity test, and multicollinearity test.

Based on the data normality test results, the study shows that the data are normally distributed. Based on the test results with the classical assumption of multicollinearity test, autocorrelation and heteroscedasticity test did not find any data that deviate from the classical assumption. It shows that the data used in this study are qualified to use a multivariate regression model. From the analysis in this study shows age of the company during the IPO (Age) variable significant negative effect on stock underperformance. Underprice variable positive and significant effect on stock underperformance. Variable IPO volume (VOL), has a negative and significant impact on the stock underperformance. Variable hot market (TIME), industry dummy (INDUM), and capitalization IPO (SIZE) has a negative correlation coefficient and no significant effect on stock underperformance. Variable underwriter reputation (UR) has a positive correlation coefficient and no significant effect on stock underperformance.

Keywords: stock underperformance,hot market, age, underwriter reputation,

underprice, volume, industry, offer size.

KATA PENGANTAR

Dengan memanjatkan puji dan syukur kehadirat Tuhan Yang Maha Esa yang telah melimpahkan berkat dan karunia-Nya kepada penulis, sehingga dapat menyelesaikan penyusunan skripsi dengan judul : "ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STOCK UNDERPERFORMANCE IPO PADA PERUSAHAAN YANG LISTING DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 1998-2012".

Dalam penyusunan skripsi ini tertunya tidak lepas dari berbagai hambatan dan rintangan, namun berkat bimbingan, bantuan dan dorongan dari berbagai pihak maka penulis dapat menyelesaikan penyusunan skripsi ini, dan tentunya saran dan kritik dari pembaca sangat diharapkan untuk memperbaiki kekurangan pada skripsi ini.

Dengan kerendahan hati dan rasa ikhlas, perkenankanlah penulis mengucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya kepada semua pihak yang telah membantu penulis dalam penyusunan laporan ini, sehingga penulis dapat mengatasi hambatan dan rintangan dalam pembuatan skripsi ini, tidak lupa penulis juga mengucapkan terimakasih sebesar-besarnya kepada:

1. Allah SWT yang selalu memberikan nikmat dan hidayahnya.
2. Ayah (Berani Bangun) dan Ibu (Saminah Pelawi) dan Kakak (Muhamadin dan Janiati) yang selalu memberikan semangat dan kasih sayang serta dukungan baik materil dan moril, mendorong, memotivasi, serta selalu membantu dengan tulus.

3. Bapak Dr. Suharnomo, M.Si., selaku dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.
4. Ibu, Dr. Irene Rini Demi Pangestuti, ME, selaku dosen pembimbing yang telah banyak memberikan bimbingan, pengarahan, dan saran hingga terselesaikannya skripsi ini.
5. Ibu, Dr. Hj. Indi Djastuti M.S, selaku dosen wali atas segala bantuan, motivasi, dan bimbingan selama penulis menimba ilmu di Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.
6. Bapak dan Ibu dosen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu pengetahuan dan wawasan yang bermanfaat.
7. Nenda Pratama yang selalu memberikan perhatian, cinta kasih, semangat, dan motivasi serta inspirasi.
8. Hana Fatasia dan Arif Okda yang selalu memberikan keceriaan, perhatian, semangat, dukungan, dan motivasi.
9. Azik Aslam Abdillah, S.Kom, staff pengelola harian Galeri Investasi Universitas Diponegoro yang telah banyak memberikan bimbingan dan bantuan dalam proses pengolahan data penelitian.
10. Kelompok Studi Pasar Modal (KSPM) Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro 2012/2013 Nur Fachri, Nutfi, Wenny Adelia Agasi, Ade Afinanda, Nurin Widiastuti S, Faik Fuadi, dan lainnya yang telah memberikan begitu banyak suport, bantuan dan konstribusi dalam menjalankan amanat kepengurusan selama satu periode.

11. Teman-teman KKN Desa Purwodadi Kecamata Tembarak (Laskar Jihad), Rheza Rahadhitya, M. Nur Zaman, Heryusna Yoda, Nurul Isnaini, Oktora Yosinori, Meita Susanti, Anastya Dewi Suryani, dan Puji Raharjanti sebagai sahabat seperjuangan dalam pengabdian kepada masyarakat.
12. Teman-teman Manajemen 2011, Axel Giovanni, Dini Zahra Afiffah, M. Rizki Indra A, Ricki Subagya, Santa Situmeang, Paskah Simanungkalit, Joinsyah Ginting, Fajar Bintang K dan lainnya yang telah memberikan dukungan dan semangat selama masa perkulihan.
13. Dan semua pihak yang telah membantu dalam menyelesaikan skripsi ini, yang tidak dapat penulis sebutkan satu-persatu.

Penulis menyadari bahwa masih terdapat banyak kekurangan dalam penyusunan skripsi ini. Untuk itu penulis mengharapkan kritik dan saran yang bersifat membangun dari pembaca demi kesempurnaan karya tulis ilmiah ini. Akhirnya, semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi para pembaca dan dapat memberikan sumbangan bagi pengembangan dan kemajuan ilmu pengetahuan khususnya di bidang Ekonomi.

Semarang, 17 Februari 2015

Penulis

Robinson

DAFTAR ISI

PERSETUJUAN SKRIPSI i
PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN ii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI iii
MOTTO DAN PESEMBAHAN iv
ABSTRAK v
ABSTRACT vi
KATA PENGANTAR vii
DAFTAR ISI x
BAB I PENDAHULUAN 1
1.1 Latar Belakang Masalah 1
1.2 Rumusan Masalah 11
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian 12
1.4 Sistematika Penulisan 13
BAB II TINJAUAN PUSTAKA 15
2.1 Landasan Teori 15
2.2.1 Teori *Initial Public Offering (IPO)* 15
2.1.2 *The asymmetric information dan signalling theory* 18
2.1.3 *Behavioral Finance* 20
2.1.4 *Abnormal Return* 21
2.1.5 *Underperformance* 21
2.1.6 Teori *Divergence of Opinion* 22
2.1.7 Teori Impresario 23
2.1.8 *The buy-and-hold abnormal returns* (BHAR) 23
2.1.9 Teori Siklus Pasar IPO 25
2.2 Penelitian Terdahulu 27
2.3 Pengaruh Variabel Independen terhadap Variabel Dependen 32
2.3.1 Pengaruh *hot market* terhadap *stock underperformance* 32
2.3.2 Pengaruh usia perusahaan terhadap *stock underperformance* 32

2.3.3 Pengaruh reputasi *underwriter* terhadap *stock underperformance* 33
2.3.4 Pengaruh *underpricing* terhadap *stock underperformance* 34
2.3.5 Pengaruh *volume* emisi IPO terhadap *stock underperformance* 35
2.3.6 Pengaruh jenis industri terhadap *stock underperformance* 35
2.3.7 Pengaruh *size* terhadap *stock underperformance* 36
2.4 Kerangka Pemikiran Teoritis 37
2.5 Hipotesis 39
BAB III METODE PENELITIAN 40
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional 40
3.2 Populasi dan Sampel 42
3.3 Jenis dan Sumber Data 42
3.4 Metode Pengumpulan Data 43
3.5 Metode Analisis Data 43
3.5.1 Uji Asumsi Klasik 45
3.5.1.1 Uji Normalitas 45
3.5.1.2 Uji Multikolinieritas 45
3.1.5.3 Uji Heteroskedastisitas 46
3.1.5.4 Uji Autokorelasi 47
3.5.2 Uji Hipotesis 47
BAB IV HASIL DAN ANALISIS 50
4.1 Gambaran Umum dan Deskriptif Data Objek Penelitian 50
4.2 Statistik Deskriptif 51
4.3 Analisis Data 55
4.3.1 Uji Asumsi Klasik 55
4.3.1.1 Uji Normalitas 55
4.3.1.2 Uji Heteroskedastisitas 57
4.3.1.3 Uji Multikolinearitas 60
4.3.1.4 Uji Autokorelasi 61
4.3.2 Analisis Linear Berganda (*Multivariate Analysis*) 63
4.3.2.1 Uji Koefisien Determinasi (R^2) 64
4.3.2.2 Uji Signifikansi Simultan (Uji F) 65

4.3.2.3 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji T) 66
4.3.2.4 Pengujian Hipotesis 68
4.3.2.5 Pembahasan 71
BAB V PENUTUP 76
5.1 Kesimpulan 76
5.2 Keterbatasan 77
5.3 Saran 77
5.3.1 Bagi Investor 77
5.3.2 Bagi Penelitian Selanjutnya 78
DAFTAR PUSTAKA 79

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Data Jumlah IPO dan *Average Underperformance* di Indonesia.....5
Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu 30
Tabel 3.1 Variabel dan Definisi Operasional..... 40
Tabel 3.2 Klasifikasi Nilai Durbin-Watson 47
Tabel 4.1 Hasil Analisis Deskriptif..... 52
Tabel 4.2 Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov..... 57
Tabel 4.3 Hasil Uji Heteroskedastisitas (Uji Park) 59
Tabel 4.4 Hasil Uji Multikoloniearitas 61
Tabel 4.5 Hasil Uji Autokorelasi (DW Test) 62
Tabel 4.6 Hasil Uji Autokorelasi (Uji BG) 63
Tabel 4.7 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R2)..... 65
Tabel 4.8 Hasil Uji F (Anova) 66
Tabel 4.9 Hasil Uji T..... 67

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Perkembangan Jumlah IPO di Indonesia 6
Gambar 1.2 Rata-Rata tingkat *underperformance* IPO di Indonesia.....7
Gambar 2.1 *Hot and Cold Market* Metode *Underpricing* 26
Gambar 2.2 Kerangka Pemikiran Penelitian.....38
Gambar 4.1 Uji Normalitas Grafik P-P Plot 56
Gambar 4.2 Uji Heteroskedastisitas.....58
Gambar 4.3 Uji Autokorelasi.....62

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran A Sampel Penelitian 86
Lampiran B Data Penelitian 90
Lampiran C Hasil Statistik 145

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Dalam menjalankan berbagai macam rencana bisnis tentunya perusahaan akan dihadapkan oleh berbagai macam kendala baik kendala yang berasal dari lingkungan eksternal perusahaan maupun kendala yang berasal dari lingkungan internal perusahaan. Dari berbagai macam kendala yang dihadapi perusahaan, kendala pendanaan sering kali menjadi hambatan yang tidak dapat dipungkiri oleh hampir seluruh perusahaan dalam menjalankan semua jenis rencana bisnis yang telah direncakan oleh perusahaan tersebut.

Salah satu alternatif perusahaan dalam memenuhi kebutuhan pendanaannya adalah dengan melakukan penawaran umum saham kepada masyarakat atau sering disebut dengan *Go Public* atau *Initial Public Offering (IPO)* pada kondisi ini perusahaan akan menjual sebagian atau seluruh kepemilikan perusahaan kepada masyarakat yang kemudian akan menjadikan perusahaan menjadi sebuah perusahaan publik. Menurut Tandelilin (2010) penawaran umum perdana (*Initial Public Offering, IPO)* merupakan penjualan sekuritas oleh perusahaan yang dilakukan pertama kali. Dalam melakukan penawaran umum saham perdana, perusahaan atau emiten harus menunjuk beberapa lembaga dan profesi penunjang pasar modal terutama perusahaan Penjamin Emisi Efek (PEE) atau *Underwriter*. Hubungan kerja emiten dengan *underwriter* didasarkan pada perjanjian kontrak penjaminan efek yang telah

disepakati sebelumnya, hal tersebut bertujuan untuk memperjelas hak dan kewajiban perusahaan dan Penjamin emisi jika terjadi kekurangan permintaan terhadap saham perusahaan (*undersubcription*).

Penjualan saham perdana perusahaan akan dilakukan oleh penjamin emisi (*underwriter*) yang sebelumnya telah dipilih oleh perusahaan yang kemudian dibantu oleh agen penjualan, jika dana yang diharapkan atas penjualan saham oleh perusahaan dianggap terlalu besar maka dapat dilakukan sindikasi penjamin emisi (*syndicated underwriter*) yaitu penjaminan emisi dengan melibatkan lebih dari satu *underwriter* dimana terdapat satu koordinator yang akan menjadi pemimpinnya (*lead underwriter*). Menurut Arifin (2010) pada umumnya Penjamin Emisi (*underwriter*) memiliki tiga fungsi yaitu fungsi penasihat (*advisory fungtion*), fungsi penjaminan emisi (*underwriter fungtion*), dan fungsi pemasaran (*marketing fungtion*). Salah satu tugas penjamin emisi yang paling sulit adalah menetapkan harga saham perdana emiten dimana penetapan harga tersebut dilakukan dengan kesepakatan antara penjamin emisi dengan emiten. Kedua belah pihak memiliki cara tersendiri dalam menentukan harga penawaran, jika tidak terjadi kesepakatan maka emisi tidak dapat dilaksanakan namun jika terjadi kesepakatan maka proses penawaran umum dapat dilanjutkan (Samsul, 2006).

Dalam melakukan penawaran umum perdana perusahaan diharuskan untuk menginformasikan tentang kinerja perusahaan, risiko yang dihadapi perusahaan, dan peluang serta ancaman yang dihadapi oleh perusahaan tersebut serta

informasi-informasi terkait mekanisme penawaran umum dalam prospektus sehingga investor dapat memutuskan dan melakukan pemesanan efek tersebut.

Menurut Undang-Undang No. 8 tahun 1995 Tentang Pasar Modal Indonesia, Prospektus adalah setiap informasi tertulis sehubungan dengan penawaran umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek. Dengan diterbitkannya prospektus diharapkan informasi tentang nilai (*value*) perusahaan dapat diperoleh oleh seluruh calon investor dan dapat menjadi bahan penilaian dan pertimbangan investor dalam pengambilan keputusan investasi sehingga akan tercipta pasar modal yang efisien. Pasar modal efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia (Tandelilin, 2010). Mengacu pada pendapat Tandelilin dapat diambil kesimpulan bahwa dalam pasar modal yang efisien harga akan selalu terbentuk dengan wajar sesuai dengan informasi yang ada sehingga tidak akan memungkinkan terjadinya *abnormal return* dalam hal ini merupakan *long-run abnormal return* yang diakibatkan oleh kesenjangan informasi dan investor yang irasional.

Dalam teori pasar modal efisien, harga hanya akan berubah jika terdapat informasi baru, dalam hal ini informasi baru merupakan informasi yang tidak dapat diprediksi sebelumnya. Informasi baru tersebut akan segera direspon dengan cepat oleh pasar yang merubah harga menuju keseimbangannya yang baru, sehingga dalam konteks efisiensi pasar, faktor kecepatan respon terhadap perubahan informasi menjadi kunci penting dalam menciptakan pasar modal yang memberikan pengembalian yang wajar bagi seluruh investor.

Namun pada kenyataannya walaupun seluruh negara berusaha untuk menciptakan pasar modal yang efisien, dalam prakteknya kondisi pasar modal di seluruh dunia masih menunjukkan adanya penyimpangan yang bertentangan dengan teori efisiensi pasar atau anomali yang dibuktikan dengan berbagai macam penelitian yang menemukan adanya anomali *assimetry information* pada harga saham perdana, adanya siklus *Hot dan Cold Market*, dan terjadinya *underperformance* pada saham saham yang IPO dalam jangka menengah dan panjang. Dalam penelitannya Ritter (1991) menemukan fenomena *underperformance* pada saham perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO di Amerika pada akhir tahun ketiga setelah IPO.

Ibbotson dan Jaffe (1975) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa terdapat siklus pola (*cyclical pattern*) dalam pasar perdana yang menandakan adanya periode *Hot* dan *Cold Market* , dan menurut Trauten, et, al (2007) perusahaan yang *go public* pada periode *Hot Market* akan cenderung mengalami *underperformance* dibandingkan dengan perusahaan yang *go public* pada periode *Cold Market*. Namun hal ini kurang sesuai dengan kesimpulan Agathee, et, al (2012) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa fenomena *hot issue* bukan faktor utama yang menyebabkan *underpricing* jangka pendek dan *underperformance* jangka panjang saham di Mauritius *Stock Exchange*. Namun berdasarkan dari rata-rata seluruh IPO yang menunjukkan *underperformance*, penelitian Agathee,et al (2012) menyimpulkan bahwa perusahaan yang melakukan IPO pada periode *Hot Market* menunjukkan tingkat *abnormal return*

yang lebih negatif dibandingkan dengan perusahaan yang melakukan IPO pada periode *Cold Market*.

Tabel 1.1

Data Jumlah IPO dan *Average Underperformance* di Indonesia

Tahun 1998-2012

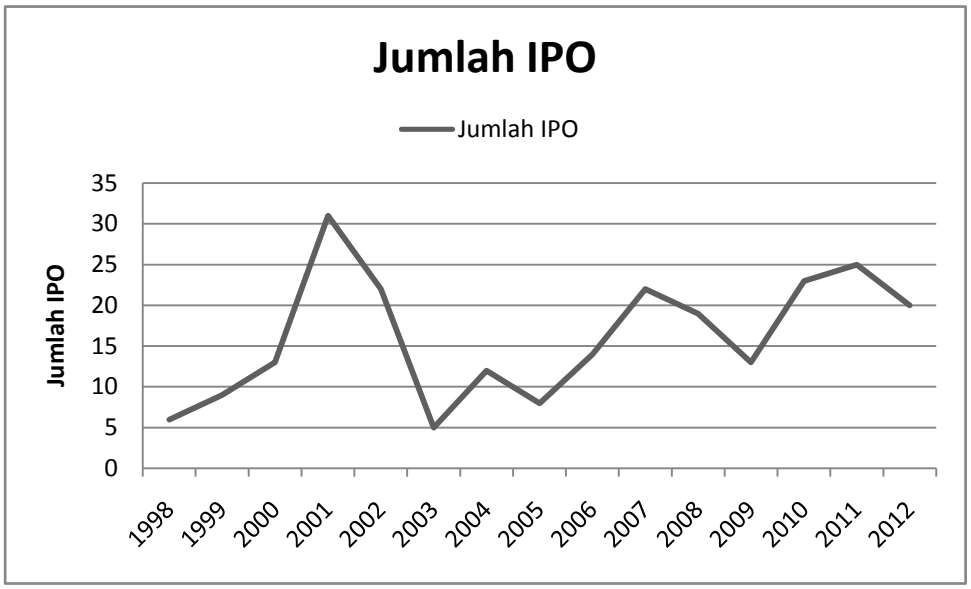
Tahun	Jumlah IPO	Tingkat Rata-Rata *Underperformance*
1998	6	-84.536%
1999	9	-81.365%
2000	13	-67.930%
2001	31	-80.743%
2002	22	-39.384%
2003	5	-31.105%
2004	12	-80.665%
2005	8	-31.013%
2006	14	-33.806%
2007	22	-38.155%
2008	19	-38.530%
2009	13	-39.503%
2010	23	-32.816%
2011	25	-31.292%
2012	20	-35.817%

Sumber : IDX Fact Book & ICAMEL, data diolah.

Gambar 1.1

Perkembangan Jumlah IPO di Indonesia

1998-2012



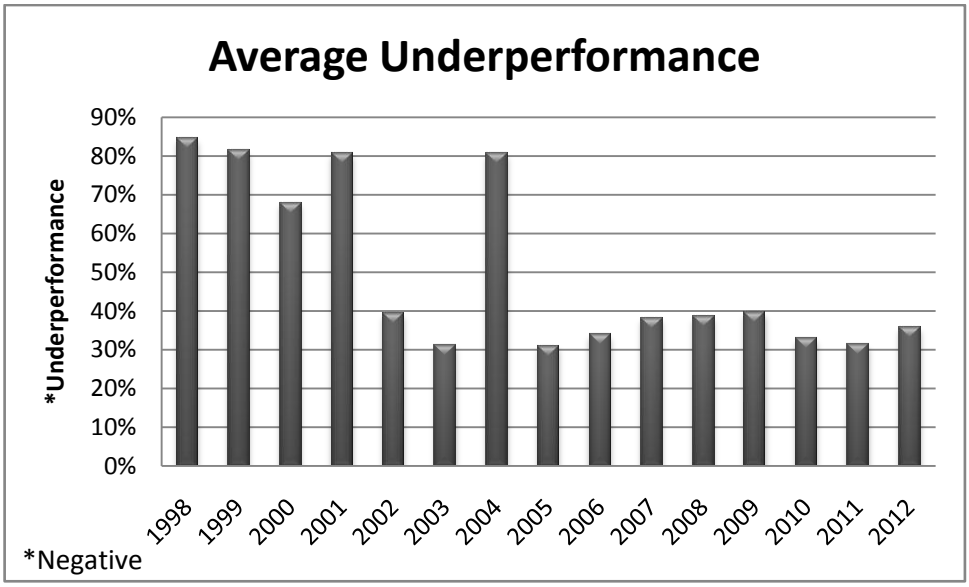
Sumber : IDX Fact Book, data diolah.

Dalam sejarah perkembangannya sejak awal lahirnya pasar modal Indonesia terutama setelah terjadinya krisis moneter tahun 1998 pasar modal Indonesia terus mengalami peningkatan kinerja hal ini salah satunya ditandai dengan meningkatnya jumlah perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana di Indonesia. Hal tersebut menimbulkan berbagai macam dugaan dan pertanyaan tentang kondisi pasar modal Indonesia terutama pada pasar perdana seputar anomali *underperformance* yang sering terjadi baik di negara maju maupun negara berkembang apakah juga terjadi pula di pasar modal Indonesia.

Gambar 1.2

Rata-Rata Tingkat *Underperformance* IPO Di Indonesia

1998-2012



Sumber : ICAMEL, data diolah.

Berdasarkan tabel 1.2 dapat dilihat bahwa dalam pasar IPO di Indonesia terjadi fenomena *underperformance* yang bervariasi sejak tahun 1998-2012 dimana tingkat rata-rata *underperformance* tersebasar terjadi pada tahun1998 dengan tingkat *underperformance* rata-rata sebesar -85% dan tingkat *underperformance* paling rendah terjadi pada tahun 2005 dengan rata-rata tingkat *underperformance* sebesar -31%.

Dalam penelitiannya Ritter (1991) tingkat *underperformance* rata-rata yang ditemukan di Amerika adalah sebesar -29,13% pada akhir tahun ketiga setelah IPO. Ritter (1991) juga menyimpulkan bahwa fenomena *underpeformance* hanya terjadi pada sektor non-finansial.

Fenomena *underperformance* ini mungkin disebabkan oleh investor yang terlalu optimis terhadap prospek jangka panjang perusahaan dan menjadi lebih realistis dalam jangka waktu berjalan. Sehingga harga saham IPO pada pasar primer mungkin ditentukan dengan wajar namun dihargai terlalu tingga pada saat hari pertama perdagangan di pasar sekunder.

Kinerja saham IPO yang *underperformance* terjadi pada perusahaan yang berumur relatif muda dan sedang dalam masa perkembangan serta mempunyai nilai emisi yang rendah (Ritter, 1991). Dalam pengambilan keputusan investasi saham seharusnya dilakukan dengan memperhatikan informasi jangka panjang perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana (IPO), selain itu juga investor harus mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja jangka panjang saham.

Sahoo dan Rajib (2010) melakukan penelitian untuk mengetahui kinerja jangka panjang saham perdana (IPO) pada *Indian IPO market* dengan menggunakan metode *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR) dengan waktu penelitian selama 12 bulan. Dalam penlitian ini ditemukan hasil kinerja saham perdana yang *underperformance* yang terjadi pada perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO sejak tahun 2002-2006 di Indian selama 1 tahun.

Coacley,et al (2005) melakukan penelitian kondisi pasar (*hot market*) menghasilkan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada kondisi *hot market* memiliki kecenderungan untuk lebih *underderperformance* dibandingkan pada *cold market*. Jaskiewicz,et al (2005) melakukan penelitian

kondisi pasar *hot market* menghasilkan koefisien korelasi positif terhadap *underperformance*. Sedangkan Sahoo dan Rajib (2010) melakukan penelitian *hot maket* menghasilkan koefisien korelasi negatif terhadap *underperformance*.

Sahoo dan Rajib (2010) melakuakan penelitian tentang usia perusahaan IPO menghasilkan perusahaan IPO dengan usia yang relatif muda cenderung mempunyai *underperformance* yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang melakukan IPO dengan usia yang relatif lebih besar. Jaskiewicz (2005) melakukan penelitian usia perusahaan IPO pada perusahaan menghasilkan usia perusahaan memiliki korelasi positif terhadap *abnormal return* saham IPO dalam jangka panjang. Sedangkan Brau,et al (2012) melakukan penelitian tentang usia perusahaan IPO yang menghasilkan usia IPO yang menghasilkan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO dengan usia yang relatif besar mempunyai *abnormal return* yang lebih buruk dalam jangka panjang.

Ritter (1991) melakukan penelitian tentang *initial return* menghasilkan perushaan-perusahaan yang memiliki saham IPO dengan *underpricing* yang besar cenderung lebih *underperformance* dibandingkan perusahaan yang melakukan IPO dengan tingkat *underricing* yang kecil. Sedangkan Sahoo dan Rajib (2010) melakukan penelitian *underpricing* menghasilkan koefisien korelasi negatif terhadap *stock underperformance*. Haque dan Imam (2014) melakukan penelitian *underpricing* menghasilkan tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara *underpricing* terhadap *underperformance*.

Yip dan Suu (2009) melakukan penelitian tentang reputasi *underwriter* menghasilkan IPO yang dilakukan dengan menggunakan underwriter dengan reputasi yang baik cenderung memiliki *abnormal return* yang lebih baik dibandingkan dengan IPO yang dilakukan dengan *underwriter* yang kurang mempunyai reputasi. Sedangkan Alvarez dan Gonzalez (2001) dalam penelitiannya menghasilkan IPO yang dilakukan dengan *underwriter* bereputasi cenderung lebih mengalami *underperformance*. Hades dan Wood (2005) dalam penelitiannya tentang reputasi *underwriter* menghasilkan reputasi *underwriter* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* saham IPO.

Ritter (1991) melakukan penelitian tentang *volume* IPO menghasilkan bahwa perusahaan yang melakukan IPO pada tahun yang mempunyai *volume* IPO yang besar cenderung lebih mengalami *underperformance*. Sedangkan Agathee,et al (2012) dala penelitiannya menghasilkan bahwa *volume* IPO mempunyai koefisien korelasi positif terhadap *abnormal return* saham IPO.

Bravo (1998) melakukan penelitian tentang industri menghasilkan *underperformance* terjadi dalam semua indutri kecuali industri keuangan, asuransi, dan restoran. Ritter (1991) melakukan penelitian industri menghasilkan *underperformance* hanya terjadi pada perusahaan non finansial.

Jaskiewicz (2005) melakukan penelitian tentang kapitalisasi pasar menghasilkan perusahaan yang melakukan IPO dengan kapitalisasi yang kecil cenderung mengalami *underperformance* dibandingkan dengan perusahaan yang melakukan IPO dengan kapitalisasi yang relatif besar. Bravo dan Gompers (1997)

dalam penelitiannya menemukan bahwa perusahaan yang relatif kecil cenderung untuk lebih mengalami *underperformance* dalam jangka panjang. Sedangkan Sahoo dan Rajib (2010) melakukan penelitian kapitalisasi pasar menghasilkan *offer size* berpengaruh negatif terhadap *underperformance*.

Berdasarkan latar belakang yang tela dijelaskan maka penelitian ini bertujuan untuk meneliti tentang adanya fenomena *underperformance* yang terjadi dalam *primary stock market* di Bursa Efek Indonesia.

1.2 Rumusan Masalah

Permasalahan yang menjadi latar belakang penelitian ini adalah fenomena *underperformance* yang terjadi di pasar modal Indonesia. Masalah lainnya yang ditemukan dalam latar belakang penelitian ini adalah adanya kesenjangan hasil penelitian antara *hot market,* usia perusahaan, reputasi *underwriter*, *underpricing*, *volume* emisi IPO, industri, dan kapitalisasi IPO terhadap *underperformance* saham IPO dalam jangka panjang. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan sebelumnya, dapat dibuat rumusan permasalahan yang akan diangkat dalam penelitian ini, yaitu :

1. Bagaimanakah *HOT market* mempengaruhi *underperformance* saham IPO?
2. Bagaimanakah usia perusahaan mempengaruhi *underperformance* saham IPO?
3. Bagaimanakah reputasi *underwriter* mempengaruhi *underperformance* saham IPO?

4. Bagaimanakah *underprice* mempengaruhi *underperformance* saham IPO?
5. Bagaimanakah *volume* IPO mempengaruhi *underperformance* saham IPO?
6. Bagaimanakah jenis industri mempengaruhi *underperformance* saham IPO?
7. Bagaimanakah kapitalisasi IPO mempengaruhi *underperformance* saham IPO?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah yang telah dijelaskan sebelumnya penelitian ini mempunyai tujuan sebagai berikut:

a. Menganalisis pengaruh *HOT Market* terhadap *underperformance* saham IPO?
b. Menganalisis pengaruh usia perusahaan terhadap *underperformance* saham IPO?
c. Menganalisis pengaruh reputasi *underwriter* terhadap *underperformance* saham IPO?
d. Menganalisis pengaruh *underpricing* terhadap *underperformance* saham IPO?
e. Menganalisis pengaruh *volume* IPO terhadap *underperformance* saham IPO?
f. Menganalisis pengaruh jenis industri perusahaan terhadap *underperformance* saham IPO?

g. Menganalisis pengaruh kapitalisasi IPO terhadap *underperformance* saham IPO?

Kemudian manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah :

a. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi investor dalam berinvestasi pada pasar perdana di Indonesia.
b. Bagi emiten diharapkan dapat menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan untuk *go public.*
c. Bagi *Underwriter* diharapkan dapat memberikan tambahan informasi dalam proses penjaminan emisi saham di pasar modal Indonesia.
d. Bagi pihak lain diharapkan penelitian ini dapat menjadi bahan referensi untuk penelitian selanjutnya.

1.4 Sistematika Penulisan

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini menjelaskan tentang latar belakang masalah terkait pentingnya penelitian ini, rumusan masalah yang timbul, dan tujuan serta manfaat yang diharapkan dari hasil penelitian ini.

BAB II KAJIAN PUSTAKA

Bab ini menjelaskan tentang landasan teori yang mendasi pemikiran dari penelitian ini, penelitian sebelumnya sebagai referensi dari penelitian sejenis yang pernah dilakukan sebelumnya, kerangka pemikiran sebagai gambaran atau peta pemikiran teoritis, dan hipotesis sebagai dugaan sementara terhadap permasalahan yang timbul.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini menjelaskan tentang variabel dan indikator penelitian yang digunakan dalam penelitian serta definisi operasionalnya, penentuan sampel yang digunakan dalam penelitian, jenis dan sumber data yang dibutuhkan, penentuan metode pengumpulan data dan metode analisis untuk proses penelitian.

BAB IV ANALISIS DAN HASIL

Bab ini berisi tentang deskripsi objek penelitian yang memberikan gambaran tentang objek yang akan diteliti, analisis data mencakup pengolahan data menggunakan metode penelitian, serta pembahasan hasil penelitian yang berisi penjelasan dari hasil pengolahan data sebelumnya.

BAB V PENUTUP DAN KESIMPULAN

Bab ini berisi tentang kesimpulan atas seluruh hasil penelitian yang didapatkan serta saran yang dapat diberikan terkait dengan penelitian ini.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.2.1 Teori *Initial Public Offering (IPO)*

Teori IPO menyatakan perusahaan menawarkan saham ke publik untuk mendapatkan dana dalam rangka *going concern* perusahaan (Manurung, 2012). *Initial Public Offering* (IPO) atau penawaran umum perdana adalah merupakan penjualan sekuritas oleh perusahaan yang dilakukan pertama kali (Tandelilin, 2010). Sedangkan menurut Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal, penawaran umum adalah kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat. Perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana sering disebut dengan kata *go public*, dengan kata lain perusahaan akan menawarkan dan menjual seluruh atau sebagian kepemilikan perusahaan dalam bentuk saham kepada publik atau masyarakat.

Terdapat berbagai macam motivasi dan tujuan sebuah perusahaan melakukan IPO diantaranya yaitu untuk mendapatkan sumber pendanaan yang relatif besar yang mana pendanaan tersebut tidak dapat dipenuhi dengan alternatif pinjaman atau modal pendiri perusahaan atau dikarenakan berbagai macam pertimbangan yang menghasilkan bahwa pendanaan dengan penawaran umum akan lebih menguntungkan bagi perusahaan dibandingkan dengan sumber pendanaan lainnya. Brau dan Fawcett (2006) mengidentifikasi terdapat empat

motivasi perusahaan yang melakukan IPO. Pertama, pertimbangan biaya modal seperti yang dikemukakan oleh Scott (1976) dan Modigliani dan Miller (1963) bahwa perusahaan akan melakukan IPO saat pendanaan eksternal (*external equity*) akan menurunkan biaya modal perusahaan. Kedua, pertimbangan keuntungan orang dalam (*insider*). Zingales (1995) dan Mello dan Parsons (2000) berpendapat bahwa IPO akan menciptakan kesempatan bagi *insider* untuk mencairkan sahamnya. Ketiga, IPO akan menciptakan kesempatan pengambilalihan perusahaan. Zingales (1995) berpendapat bahwa ketika perusahaan melakukan IPO maka akan menciptakan kesempatan pengambilalihan perusahaan pada harga yang menarik atau menguntungkan. Keempat, IPO akan menjadi langkah strategis bagi perusahaan. Maksimovic dan Pichler (2001) berpendapat bahwa IPO dapat meningkatkan publisitas dan reputasi perusahaan yang *go public*.

Sebelum perusahaan melakukan penawaran umum kepada masyarakat, perusahaan harus membuat sebuah prospektus. Menurut Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 tahun 1995 Tentang Pasar Modal prospektus adalah setiap informasi tertulis sehubungan dengan penawaran umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek. Prospektus berisi tentang berbagai macam informasi terkait dengan kinerja perusahaan serta prospek perusahaan di masa yang akan datang, pembuatan prospektus bertujuan agar dapat menjadi pertimbangan calon investor dalam melakukan permintaan dan pembelian efek serta untuk menciptakan pasar perdana yang efisien, karena seluruh calon investor sudah mendapatkan seluruh informasi yang ada tentang efek tersebut melalui prospektus.

Dalam melakukan penawaran umum perdana perusahaan tidak dapat menjual sahamnya sendiri, penjualan saham hanya dapat dilakukan melalui penjamin emisi (*underwriter*) yang dibantu oleh agen penjualan. Penjamin emisi (*underwriter*) adalah pihak yang membantu perusahaan dalam melakukan seluruh rangkaian proses penawaran umum serta menjamin penjualan efek perusahaan sesuai dengan kontrak kesepakatan yang telah dilakukan sebelumnya dengan perusahaan. Pada umumnya jenis-jenis penjaminan penjualan efek terdapat empat jenis yaitu *full commitment* dimana penjamin emisi menjamin seluruh efek yang diemisikan oleh perusahaan yang berati bahwa jika terjadi kekurangan permintaan terhadap efek (*undersubscribe*) maka penjamin emisi akan membeli sisa efek yang belum terjual. Kedua, *Best Effort* yaitu penjamin emisi hanya akan berusaha sebaik mungkin dalam melakukan pemasaran efek yang diemisikan perusahaan. Ketiga, *Stand by commitment* yaitu penjamin emisi menjamin penjualan efek yang diemisikan perusahaan dengan syarat harga penjualan dibawah harga perdananya. Jenis penjaminan penjualan yang terakhir adalah *All or None commitment* yaitu penjaminan penjualan dimana terdapat syarat penjualan seluruhnya atau tidak sama sekali atas emisi efek yang dikeluarkan perusahaan.

Selain melakukan kesepakatan penjaminan penjualan efek, perusahaan juga harus membuat kesepakatan dengan penjamin emisi terkait penentuan harga efek di pasar perdana, proses ini bukanlah permasalahan yang mudah karena penentuan harga efek akan sangat mungkin menimbulkan perselisihan yang dikarenakan perbedaan penetapan harga antara perusahaan dengan penjamin emisi, jika dalam tahap ini tidak terjadi kesepakatan maka proses penawaran

umum dapat dibatalkan, namun jika terjadi kesepakatan maka proses penawaran umum dapat dilakukan. Namun dalam prakteknya sering terjadi penetapan harga yang tidak sesuai dengan nilai sesungguhnya (*fair value*) atas efek tersebut yang menyebabkan peningkatan harga saham yang signifikan pada hari pertama penjualan saham di pasar sekunder.

2.1.2 *The asymmetric information dan signalling theory*

Asimetri informasi terjadi jika salah satu pihak dari suatu transaksi memiliki informasi lebih banyak atau lebih baik dibandingkan pihak lainnya. Sedangkan *signaling* model yaitu kondisi dimana asimetri informasi tidak terlalu diperhatikan oleh perusahaan dalam melakukan penawaran umum (Helwege, J. dan Liang, N., 2004). Dalam teori pasar efisien diasumsikan bahwa harga akan mencerminkan seluruh informasi yang ada di pasar begitu pula pada pasar IPO sehingga harga IPO saham akan mencerminkan kualitas dari perusahaan tersebut sehingga tidak dimungkinkan terciptanya *abnormal return* yang didapatkan oleh investor. Namun pada kenyataannya dalam beberapa penelitian sering terjadi penyimpangan yang disebut asimetri atau kesenjangan informasi. kesenjangan informasi (*assymetri information*) terjadi antar investor yaitu investor yang memiliki informasi (*informed investor*) dan investor yang tidak memiliki informasi (*uninformed investor*), (Rock, 1986). Kesenjangan informasi yang terjadi dalam suatu pasar IPO akan menyebabkan perbedaan keputusan investasi antara investor yang mempunyai informasi dan investor yang tidak mempunyai informasi, dimana investor yang mempunyai informasi akan membeli saham IPO yang memberikan imbal hasil yang besar, sedangkan investor yang tidak memiliki

informasi akan membeli saham IPO yang memiliki tingkat pengembalian yang tinggi dan rendah yang pada akhirnya investor yang mengalami kerugian akan meninggalkan pasar dengan menjual saham IPO yang sebelumnya dibeli pada saat pasar perdana atau IPO sehingga pada akhirnya akan mempengaruhi kinerja saham IPO pada pasar sekunder dan menciptakan fenomena *underperformance.*

Penjelasan tentang fenomena kesenjangan informasi dapat dijelaskan dengan berbagai macam metode pendekatan, diantaranya adalah pendekatan yang dikemukakan oleh Brau dan Fawcett (2006) mencoba untuk memperjelas tentang terjadinya fenomena *asymmetric information* dengan menggunakan beberapa pendekatan, diantaranya :

a. Asimetri informasi antara *underwriter* dan *issuer*

   Kesenjangan informasi antara *underwriter* dan *issuer* terjadi pada saat *underwriter* mengeksploitasi informasi pasar dari perusahaan dengan tujuan agar *underwriter* dapat menetapkan harga saham lebih rendah dari harga pasarnya sehingga akan mengurangi risiko penjualan saham perusahaan tersebut.

b. Asimetri informasi antara *issuer* dengan investor potensial

   Kesenjangan informasi antara perusahaan dan investor dapat terjadi jika investor berhasil mendapatkan informasi yang akurat terkait harga saham perdana yang sebenarnya saat proses *book building* diluar dari informasi yang dimiliki oleh perusahaan sehingga investor akan mendapatkan *abnormal return* atas investasinya.

c. Asimetri informasi antara investor dengan investor lainnya

   Kesenjangan informasi antara investor agresif yang aktif dalam mencari informasi dengan investor yang pasif.

Signalling teori menyatakan bahwa perusahaan berkualitas tinggi akan *go public* selama *hot market* dan *underprice* yang besar untuk memberi sinyal atas kualitas mereka dan untuk mendapatkan kepercayaan investor (Agathee,et al, 2012). Kemudian dalam penelitiannya Korajczyk,et al (1991) menyatakan bahwa saat perekonomian meningkat maka perusahaan akan mendapatkan banyak proyek dan meningkatkan ekspektasi terhadap arus kas masuk perusahaan, jadi kesenjangan informasi menjadi hal yang kurang penting.

2.1.3 *Behavioral Finance*

Pendekatan *behavioral finance* menjelaskan bahwa *hot market* terjadi dikarenakan oleh tindakan irasional yang dilakukan oleh investor yang menyebabkan terjadinya anomali terhadap kondisi pasar. *Behavioral finance* berfokus pada ketidakrasionalan investor, yang dapat menjelaskan performa IPO yang buruk dalam jangka panjang dan siklus penawaran saham IPO yang dramatis (Helwege, 2004). Keberadaan investor yang tidak rasional memicu terjadinya fenomena *hot market* dan buruknya kinerja IPO tersebut dalam jangka panjang (Ljungqvist,et al, 2005). Investor yang tidak rasional akan mempunyai percaya diri yang sangat tinggi dan rasa optimis yang terlalu besar terhadap prospek perusahaan di masa yang akan datang tanpa didukung dengan data-data yang valid.

2.1.4 *Abnormal Return*

Abnormal return adalah kelebihan dari imbal hasil yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) terhadap imbal hasil normal (Jogyato, 2010). Imbal hasil normal dapat diartikan sebagai imbal hasil harapan (*expected return*), sehingga dapat dikatakan bahwa *abnormal return* adalah selisih antara *return* harapan (*expected return*) dengan *return* yang sesungguhnya terjadi (*actual return*).

Brown dan Warner (1985) mengemukakan terapat tiga model untuk menentukan *return* harapan dalam rangka menguji efisiensi pasar yaitu *mean-adjusted return, market model return*s, dan *market-adjusted returns*. Dalam penelitian ini model yang digunakan untuk mengukur *abnormal return* adalah dengan menggunakan model *market-adjusted returns* karena *return* indeks pasar merupakan alat penduga terbaik untuk mengestimasi *return* sekuritas, sehingga penghitungan periode estimasi tidak lagi diperlukan, karena estimasi *return* sekuritas sama dengan *return* indeks pasar.

2.1.5 *Underperformance*

Menurut Sahoo dan Rajib (2010) *Underperform* IPO dapat diinterprentasikan sebagai saham IPO yang mempunyai negatif *abnormal return*. Tingkat *underperformance* saham IPO salah satunya bergantung pada ketepatan waktu perusahaan dalam *go public*, dalam berbagai penelitian yang dilakukan menemukan bahwa terdapat hubungan antara ketepatan waktu *go publik* dengan kinerja IPO dalang jangka panjang. Menurut Trauten,et al (2007) perusahaan yang *go public* pada saat *hot market* akan cenderung memiliki tingkat *underperformance* yang lebih buruk dibandingkan dengan saat *cold market*. Salah

satu penjelasan terhadap buruknya kinerja IPO (*underperformance*) dalam jangka panjang dengan ketepatan waktu (*market timing*) yaitu bahwa manajer melakukan *go public* perusahaan saat terjadi peningkatan optimisme investor yang menyebabkan harga saham menjadi terlalu tinggi (*over valued*) (Agathee,et al, 2012). Tindakan investor yang tidak rasional pada saat IPO membuat harga saham menjadi terlalu mahal sehingga tidak sesuai dengan nilai perusahaan yang sesungguhnya, sehingga dalam jangka panjang investor akan mengetahui harga wajar (*fair value*) saham perusahaan yang sebenarnya sehingga akan menyebabkan penurunan performa IPO (*underperformance*) dalam jangka panjang. Dalam jangka panjang, *initial return* positif yang diperoleh pada *underpricing*, ditiadakan karena kerugian yang dialami dalam jangka panjang (Roy Sembel, 1996).

2.1.6 Teori *Divergence of Opinion*

Teori *Divergence of Opinion* dikemukakan oleh Miller (2000) dalam penelitiannya yang menjelaskan terdapat dua tipe investor yaitu investor yang optimis dan investor yang pesimis. Investasi yang dilakukan dalam bentuk saham merupakan jenis investasi yang mempunyai risiko yang tinggi, dalam kondisi risiko atau ketidakpastian yang tinggi maka investor yang optimis akan membeli saham IPO tersebut dengan harga yang tinggi dengan harapan mendapatkan *return* yang tinggi pula, sesuai dengan prinsip investasi yaitu *high risk, high return*. Seiring dengan berjalannya waktu maka informasi yang tersedia akan semakin banyak dan terserap oleh pasar sehingga perbedaan pendapat antar

investor akan semakin kecil yang berakibat pada penurunan harga saham dalam jangka panjang dan berakibat pada penurunan *return* saham.

2.1.7 Teori Impresario

Teori Impresario dikemukakan oleh Shiller (1990) yang di dalam penelitiannya menjelaskan bahwa IPO dapat diatur sedemikian rupa oleh *underwriter* sehingga harga penawaran dibuat agar lebih rendah oleh penjamin emisi (*impresario*) untuk menciptakan *axcess demand* dengan tujuan sebagai bentuk promosi IPO sehingga dapat mengurangi risiko penjualan saham IPO. Teori ini menyimpulkan bahwa saham IPO yang mempunyai *initial return (underprice*) yang tinggi akan menghasilkan imbal hasil jangka panjang yang rendah (*underperformance*).

2.1.8 *The buy-and-hold abnormal returns* (BHAR)

Salah satu metode perhitungan *abnormal return* dengan model *market-adjusted return* adalah *Buy and hold Abnormal Return* (BHAR), sehingga dalam penelitian ini *abnormal return* akan diukur dengan menggunakan metode *Buy and hold Abnormal Return* (BHAR). BHAR merupakan suatu metode yang menyajikan perhitungan secara objektif atas tingkat *return* atas pembelian saham IPO selama periode tertentu. Barber dan Lyon (1997) menyatakan bahwa studi jangka panjang atas *return* saham berupaya untuk menentukan nilai investasi dalam rata-rata sampel perusahaan dibandingkan dengan *benchmark* dengan menggunakan *buy and hold return*. Sedangkan menurut Suret dan Kooli (2001), metode *buy and hold abnormal return* memiliki keunggulan dalam menggambarkan pengalaman investor dengan mengakumulasi *return* jangka

pendek. Berdasarkan pendapat sebelumnya dapat disimpulkan bahwa metode *buy and hold* adalah strategi investasi dengan membeli saham pada harga penutupan pasar hari pertama setelah *go public* dan menahannya hingga bulan ke T, yang diformulasikan dengan :

$$R_{iT} = \prod_{t=1}^{T}(1 + r_{it})$$

Dimana :

T : Jumlah bulan

r_{it} : *raw return* pada perusahaan i pada bulan t

Tingkat pengembalian benchmark dengan menggunakan strategi *buy and hold* selama periode penelitian perusahaan i atau R_{mt} juga dihitung dengan menggunakan formula yang sama. Berdasarkan penelitian Sahoo dan Rajib (2010), formula *Buy and Hold Abnormal Return* dapat di definisikan menjadi :

$$BHAR_{iT} = \prod_{t=1}^{T}(1 + r_{it}) - \prod_{t=1}^{T}(1 + r_{mt})$$

dimana :

R_{mt} : *return* benchmark selama periode penelitian

2.1.9 Teori Siklus Pasar IPO

Initial Public Offering market mempunyai siklus dengan karakteristik yang berbeda yang disebut sebagai *hot dan cold markets* (Ibbotson dan Jaffe, 1975). Menurut Helwege (2004) *hot market* mempunyai karakteristik dengan *volume* penawaran saham yang tinggi, terdapat *underpricing*, *oversubscibe* dalam penawaran umum, dan terkonsentrasi dalam sebuah industri tertentu. Sedangkan dalam *cold market* mempunyai karakteristik dengan lebih sedikit penawaran umum, lebih sedikit *underpricing*¸ dan lebih sedikit *oversubscibtion*.

Menurut model teori *underpricing* sebagai *signaling mechanism* yang dikemukakan oleh Allen dan Faulhauber (1989) menerangkan bahwa *hot market* merupakan periode dimana banyak perusahaan dengan kualitas yang tinggi memutuskan untuk melakukan *Initial Public Offering (IPO)*. Dalam model ini menerangkan bahwa perusahaan cenderung untuk melakukan penawaran umum perdana pada periode *hot market* karena pada periode tersebut mempunyai *offering price* dengan valuasi yang tinggi sehingga perusahaan dapat menghindari *undervaluation* pada periode *cold*. Namun beberapa penelitian tentang kinerja jangka panjang saham IPO menunjukkan bahwa pada periode *hot market*, perusahaan yang melakukan penawaran umum cenderung adalah perusahaan yang mempunyai kualitas yang rendah yang terlihat dari *return* saham yang buruk (Loughran dan Ritter, 1995) pada penelitian tersebut menjelaskan bahwa *hot market* terjadi karena akibat dari ekspektasi investor yang terlalu berlebihan dan ketidakrasionalan investor, sehingga menjadikan sebuah kesempatan bagi

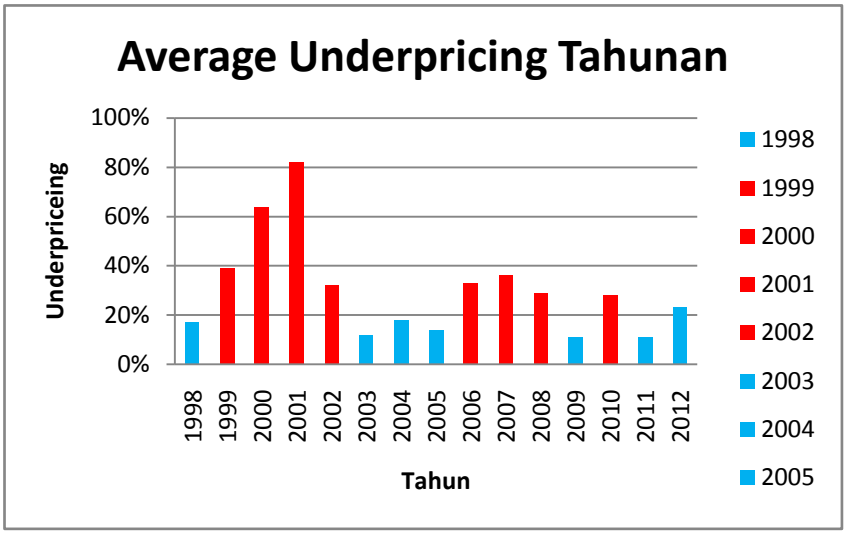
perusahaan kecil dan mempunyai risiko yang besar untuk melakukan penawaran umum yang disebut sebagai *window of opportunity*.

Berdasarkan studi Helwege (2004) *Hot periods* adalah periode dimana kondisi perekonomian menjadi lebih meningkat, perusahaan memiliki banyak peluang bisnis, dan rasa percaya diri investor lebih tinggi. Dalam kondisi perekonomian yang meningkat, semua perusahaan akan mendapatkan proyek dengan aliran kas yang besar (Helwege, 2004). Kemudian Helwege (2004) juga menerangkan bahwa *Hot Market* mempunyai karakteristik yang ditandai dengan adanya *underpricing*, tingginya tingkat *oversubcription* IPO, dan terkonsentrasi pada beberapa industri. Menurut Lowry (2003) *volume* IPO akan bervariasi bergantung pada optimisme investor.

Gambar 2.1

Hot dan Cold Market Metode *Underpricing*

Bursa Efek Indonesia (1998-2012)



Sumber : IDX Fact Book, data diolah

Menurut Arifin (2010) *hot market* dapat ditentuan berdasarkan tingkat *underperice* rata-rata tahunan, dimana periode *hot market* merupakan periode dimana *underpricing* rata-rata dalam satu periode lebih besar dari 25% dan sebaliknya berlaku pada *cold market*. Berdasarkan data *underpricing* pada gambar 2.1 dalam penelitian ini penentuan hot dan cold market ditentukan berdasarkan tingkat *underpricing* dimana *hot market* merupakan periode dimana rata-rata tingkat *underprice* tahunan ≥ 25% yaitu pada tahun 1999, 2000, 2001, 2002, 2006, 2007, 2008, dan 2010. Sedangkan *cold market* adalah periode dimana rata-rata tingkat *underprice* tahunan < 25%. Yaitu pada tahun 1998, 2003, 2004, 2005, 2009, 2011, dan 2012.

2.2 Penelitian Terdahulu

Sebelum penelitian ini dilakukan terdapat beberapa penelitian yang telah dilakukan untuk menganalisis fenomena *underperformance* saham IPO dari berbagai macam negara di dunia.

Sahoo dan Rajib (2010) meneliti mengenai faktor-faktor yang memengaruhi *underperformance* saham IPO yang dalam hal ini adalah *underpricing, offer size, post-issue promoter holding, leverage ratio, ex-ante uncertainty, times subscribed,age of IPO firm, price too book value ratio, IPO activity period*. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 92 perusahaan yang melakukan IPO di pasar perdana Indian pada tahun 2002 sampai dengan 2006. Hasilnya adalah *underpricing, offer size,* dan *hot market* berpengaruh negatif terhadap *underperformance*. *Leverage* dan *ex-ante uncertainty* berpengaruh positif terhadap *underperformance*. Sedangkan *post-issue promoter holding, age,*

price to book value mempunyai korelasi negatif terhadap *underperformance* dan *times subscribed* mempunyai korelasi positif terhadap *underperformance* namun tidak berpengaruh secara signifikan.

Haque dan Imam (2014) meneliti mengenai *underperformance* saham IPO dengan variabel *discretionary actual* sebagai proxy atas *earning management, unmanaged accrual, underpricing, market timing,* dan *sales growth*. Penelitian ini menggunakan sampel 99 IPO di Bangladesh sejak tahun 1991 sampai dengan 2007. Hasilnya adalah *earning management* berpengaruh positif terhadap *undererformance*. *Unmanage accrual* berpengaruh positif terhadap *underperformance* saham IPO. *Underpricing* tidak berpengaruh secara signifikan namun memiliki korelasi positif terhadap *underperformance. Market timing* tidak berpengaruh secara signifikan namun memiliki korelasi positif terhadap *underperformance*.

Brau, et al (2012) meneliti mengenai *underperformance* saham IPO dengan variabel *acquisition, underwriter rank, venture capital, age, share retetion,sales, IPO periode,*dan *industry.* Penelitian ini menggunakan sampel 3.547 IPO sejak tahun 1985 sampai dengan 2003. Hasilnya adalah *acquisition* berpengaruh positif terhadap *underperformance*, *underwriter rank* berpengaruh negatif terhadap *underperformance, venture capital* berpengaruh negatif terhadap *underperformance, age* tidak berpengaruh secara signifikan namun memiliki koefisien korelasi positif terhadap *underperformance*. *Share retention* tidak berpengaruh secara signifikan namun memiliki korelasi negatif terhadap *underperformance*. *Sales* tidak berpengaruh secara signifikan namun memiliki

korelasi negatif terhadap *underperformance*. *IPO period* dan *industry* berpngaruh terhadap *underperformance*.

Jaskiewicz, et al (2005) meneliti mengenai *underperformance* dengan variabel *hot market, market value, ownership, family control,age, size*, dan *country*. Penelitian ini menggunakan sampel 383 IPO di Jerman dan Spanyol pada tahun 1990 sampai dengan 2000. Hasilnya adalah *hot market* tidak berpengaruh secara signifikan namun memiliki korelasi positif terhadap *underperformance*. *Market value* tdak berpengaruh secara signifikan namun memiliki korelasi negatif terhadap *underperformance*. *Ownership* tidak berpengaruh secara signifikan namun memiliki korelasi positif terhadap *underperformance*. *Family control* tidak berpengaruh secara signifikan namun memiliki korelasi positif terhadap *underprformance*. *Age* berpengaruh negatif terhadap *underperformance*. *Size* berpengaruh negatif terhadap *underperformance*. *Country* tidak berpengaruh terhadap *underperformance*.

Agathee,et al (2012) meneliti mengenai *underperformance* dengan menggnakan 718 IPO di Mauritius *Stock exchange* dengan variabel *initial return, financial strengh, volume* IPO, *industry*, dan *hot market*. Hasilnya adalah IPO yang memiliki *initial return* tinggi cenderung mengalami *underperformance*. *Financial strengh* berpengaruh negatif terhadap *underperformance*. *Volume* tidak berpengaruh secara signifikan namun mempunyai korelasi negatif terhadap *underperformance*. *Industry* tidak berpengaruh secara signifikan namun memiliki

korelasi negatif terhadap *underperformance*. *Hot market* tidak berpengaruh secara signifikan namun memiliki korelasi positif terhadap *underperformance*.

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti	Variabel	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
1	Haqua dan Imam (2014)	D_accruals, UMA, UP, Mkttiming, Sales_g	Multivariate Regression	D_accruals, UMA, UP, Mkttiming mempunyai hubungan positif terhadap *underperformance* sedangkan sales_g mempunyai hubungan negatif terhadap *underperformance*
2	Sahoo dan Rajib (2010)	UP, OS, PIPH, LEV, Ex-ante, SUB, AGE, P/BV, TIME	Multivariate Regression	UP, OS, PIPH, AGE, P/BV, TIME mempunyai hubungan negatif terhadap *underperformance* sedangkan variabel LEV, Ex-ante, SUB mempuyai hubungan positif terhadap *underperformance*

3	Brau,et al (2012)	Acquire, UW_Rank, VC, ln(1+age), Overhang, ln(sales)	Multivariate Regression	Acquire, ln(1+age) mempunyai hubungan positif terhadap *underperformance* sedangkan uw_rank, vc, overhang, ln(sales) mempunyai hubungan negatif terhadap *underperformance*
4	Jaskiewicz, et al (2005)	Year, MV, Ownership, F-PEC, Age, Size, Country	Multivariate Regression	Variabel year, ownership, F-PEC, country mempunyai hubungan positif terhadap *underperformance* sedangkan variabel mv, age, size mempunyai hubungan negatif terhadap *underperformance*
5	Agathee, et al (2012)	MAAR, Industry, Hot market, ZSCORE, Volume	Multivariate Regression	Variabel ZSCORE mempunyai hubungan negatif terhadap *underperformance* sedangkan variabel MAAR, Industry, Hot market, Volume mempunyai hubungan postif terhadap *underperformance*

Sumber : Jurnal, diolah

2.3 Pengaruh Variabel Independen terhadap Variabel Dependen

2.3.1 Pengaruh *hot market* terhadap *stock underperformance*

Pada saat terjadi *hot market* penawaran IPO akan mengalami *oversibscribe* dimana kondisi investor cenderung irasional dan terlalu optimis yang menyebabkan terjadinya lonjakan permintaan saham IPO yang sangat tinggi fenomena ini ditandai dengan meningkatnya *volume* saham IPO tahunan. Keberadaan investor yang tidak rasional memicu terjadinya fenomena *hot market* dan buruknya kinerja IPO tersebut dalam jangka panjang (Ljungqvist,et al, 2002). Investor yang tidak rasional akan mempunyai percaya diri yang sangat tinggi dan rasa optimis yang terlalu besar terhadap prospek perusahaan di masa yang akan datang tanpa didukung dengan data-data yang valid sehingga di pasar yang efisien dalam jangka panjang investor akan mengetahui harga wajar (*fair value*) saham perusahaan yang sebenarnya sehingga akan menyebabkan penurunan kinerja IPO (*underperformance*) dalam jangka panjang. Hal tersebut sesuai dengan berbagai penelitian seperti Ritter (1991), dan Coakley (2005) yang dalam penelitiannya berpendapat bahwa *hot market* mempunyai pengaruh positif terhadap *underperformance* saham IPO dalam jangka panjang.

Hipotesis : *Hot market* berpengaruh positif terhadap stock *underperformance*

2.3.2 Pengaruh usia perusahaan terhadap *stock underperformance*

Dalam teori investasi terdapat hubungan yang erat antara tingkat *return* yang disyaratkan inverstor dengan tingkat risiko investasi yang dihadapi oleh

investor. Dalam penelitiannya Ritter (1991) mengungkapkan bahwa terdapat hubungan yang kuat antara usia dan *aftermarket performance*, hal tersebut sesuai dengan gagasan bahwa penerbitan saham yang berisiko memerlukan *average initial return* tinggi dan usia yang merupakan *proxy* untuk risiko ini. Berdasarkan pendapat Ritter (1991), maka dapat disimpulkan bahwa semakin besar usia perusahaan saat IPO maka risiko perusahaan semakin kecil karena tingkat kematangan dan pengalaman perusahaan yang sudah terbukti dengan kelengkapan informasi perusahaan. Hal tersebut sesuai dengan hasil penelitian Ritter (1991) dimana IPO yang dilakukan oleh perusahaan yang baru berdiri cenderung mengalami *underperformance*.

Hipotesis : Usia perusahaan berpengaruh negatif terhadap *stock underperformance*

2.3.3 Pengaruh reputasi *underwriter* terhadap *stock underperformance*

Pengaruh reputasi *underwriter* terhadap *stock underperformance* dapat dijelaskan dengan *underwriter effect hipotsys* dimana *underwriter* yang berkualitas akan selektif dalam melakukan penjaminan emisi dengan tujuan untuk menjaga reputasi mereka, yang kemudian akan berdampak pada pendapatan masa depan mereka (Yip dan Suu, 2009). *Underwriter* terkemuka hanya akan menanggung IPO yang mereka percaya akan mempunyai kinerja yang baik di pasar sekunder. Dengan asumsi bahwa *underwriter* yang besar akan lebih memiliki informasi lebih baik tentang kondisi perusahaan. Dengan demikian, reputasi *underwriter* dapat mengindikasikan kualitas IPO dan menghasilkan lebih

banyak permintaan untuk saham baru (Baron, 1982). Pendapat tersebut sesuai dengan hasil penelitian Coakley (2005) diamana IPO yang dipimpin oleh *underwriter* dengan reputasi yang baik cenderung memberikan *abnormal return* yang baik. Hal tersebut sesuai dengan hasil penelitian Brau (2012) dimana reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap *underperformance*.

Hipotesis : Reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap *stock underperformance*

2.3.4 Pengaruh *underpricing* terhadap *stock underperformance*

Menurut teori *signaling,* investor yang terlalu optimis akan cenderung untuk tidak memperhatikan asimetri informasi dan investor akan menjadi irasional dalam melakukan investasi. Perilaku investor irasional tersebut akan menciptakan *oversubscribe* pada saat perusahaan melakukan penawaran umum saham perdana, sehingga pada akhirnya akan menciptakan lonjakan harga saham yang besar pada saat saham perusahaan diperdagangkan dalam pasar sekunder dan menciptakan fenomena *underpricing* pada saham tersebut. Dalam penelitiannya Aggarwal dan Rivoli (1990), Ritter (1991) dan Levis (1993) menemukan bahwa IPO yang memiliki *underpricing* yang tinggi dalam jangka panjang akan mengalami *underperformance,* hal tersebut sesuai dengan *overreaction hypothesis*.

Hipotesis : *Underpricing* berpengaruh positif terhadap *stock underperformance*

2.3.5 Pengaruh *volume* emisi IPO terhadap *stock underperformance*

Volume IPO yang tinggi mengindikasikan bahwa semakin banyak peluang bisnis yang tersedia. Banyaknya peluang bisnis yang ada akan memberikan stimulus bagi perusahaan untuk memanfaatkannya, namun dalam pemanfaatan peluang bisnis perusahaan akan membutuhkan pendanaan yang besar untuk melakukan investasi sehingga perusahaan akan melakukan IPO untuk mendapatkan dana murah. Teori IPO menyatakan perusahaan menawarkan saham ke publik untuk mendapatkan dana dalam rangka *going concern* perusahaan (Manurung, 2012). Salah satu tujuan perusahaan melakukan IPO adalah perusahaan dapat memperoleh dana murah dari basis permodalan yang sangat luas untuk keperluan penambahan modal, untuk dimanfaatkan perusahaan dalam pengembangan usaha, membiayai berbagai macam rencana investasi termasuk proyek dengan risiko yang relatif besar (Ang, 1997). Sehingga dapat dikatakan bahwa semakin besar *volume* IPO maka terdapat semakin besar pula peluang bisnis yang ada, sehingga dalam jangka panjang akan menghasilkan *cash inflow* bagi perusahaan.

Hipotesis : *Volume* berpengaruh negatif terhadap *stock underperformance*

2.3.6 Pengaruh jenis industri terhadap *stock underperformance*

Menurut hipotesis *fads* IPO kemungkinan penetapan harga IPO telah dilakukan dengan tepat namun para investor berekspektasi secara berlebihan terhadap penerbitan saham baru pada awal perdagangan di pasar sekunder. Sedangkan secara umum, emiten dan investor akan mengamati hasil dari perusahaan-perusahaan pada industri sejenis, perusahaan yang lebih informatif

dibandingkan perusahaan-perusahaan lain di industri yang sejenis akan menjadi *leading* bagi kelompok industri sejenis lainnya (Agathee,et al, 2012). Menurut Lowry dan Schwert (2002), penumpukan pendaftaran bagi banyak IPO dengan kesamaan dalam jenis industri dalam satu periode akan menyebabkan korelasi berantai terhadap *initial return*. Selain itu, *initial return* yang tinggi akan menyampaikan informasi yang menguntungkan tentang valuasi pasar. Informasi-informasi positif yang muncul di pasar akan memicu lebih banyak perusahaan sejenis untuk melakukan IPO. Kemudian menurut Bravo (1998) fenomena *underperformance* hampir terjadi pada seluruh jenis indutri kecuali pada industri finansial dan restoran. Menurut Miller (2000) pengaruh industri keuangan terhadap *underperformance* dapat dijelaskan dengan pendekatan teori *divergence of opinion* dimana hanya terdapat sedikit perbedaan pendapat antar investor terhadap perusahaan industri keuangan karena perusahaan industri keuangan mempunyai regulasi yang paling ketat dibandingkan industri lain dalam menjalankan bisnisnya, sehingga industri keuangan lebih cenderung mempunyai *underperformance* yang kecil.

Hipotesis : Jenis industri berpengaruh negatif terhadap *stock underperformance*

2.3.7 Pengaruh *size* terhadap *stock underperformance*

Offer Size secara umum digunakan sebagai *proxy* untuk tingkat risiko yang dimiliki oleh perusahaan IPO. Dapat dikatakan bahwa penerbitan saham IPO yang berukuran kecil akan lebih spekulatif dibandingkan penerbitan saham IPO yang berukuran besar dan oleh karena itu akan mempengaruhi tingkat *initial return* IPO

(Beatty dan Ritter, 1986). Perusahaan dengan ukuran yang kecil akan cenderung mempublikasikan informasi yang kurang memadai dan mempunyai tingkat risiko bisnis yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang berukuran besar. Hal tersebut sesuai dengan hasil penelitian Su dan Bangassa (2011) dalam penelitiannya menunjukan bahwa IPO yang dilakukan dengan kapitalisasi yang kecil cenderung mengalami *underperformance,* serta Sahoo dan Rajib (2010) yang dalam penelitiannya menemukan hubungan negatif antara *offer size* dengan tingkat *underperformance*.

Hipotesis : Kapitalisasi IPO berpengaruh negatif terhadap *stock underperformance*

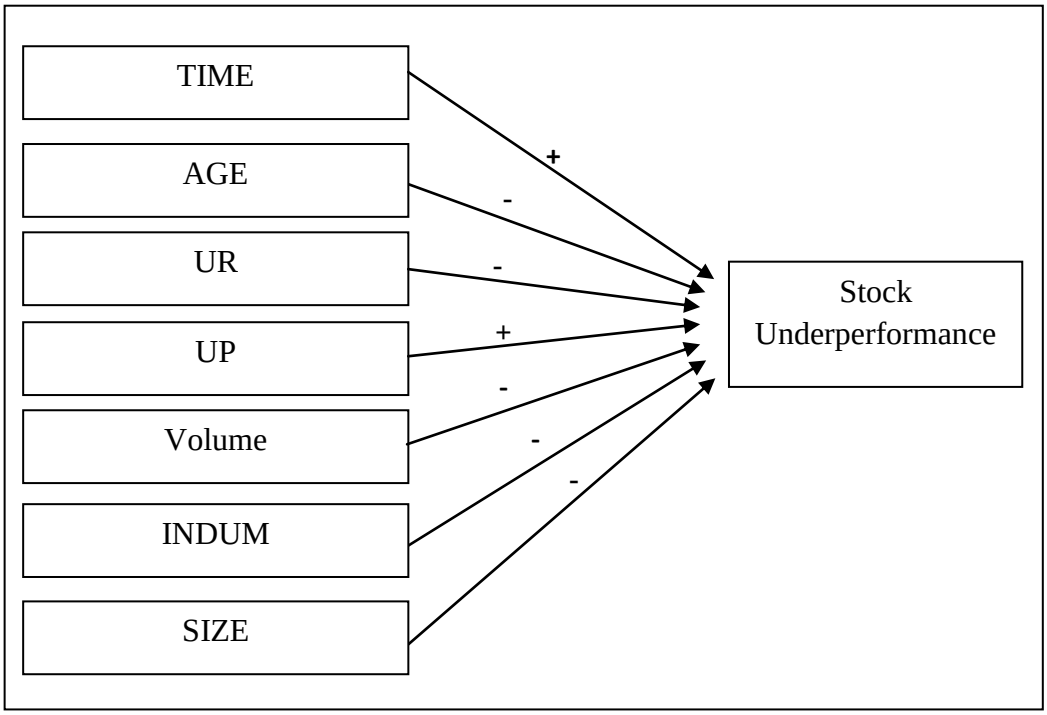
2.4 Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan kajian pustaka dan penelitian sebelumnya dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh antara *Hot Market*, Usia perusahaan, Reputasi *Underwriter*, *Underprice*, *Volume*, Jenis industri, dan Kapitalisasi IPO terhadap tingkat *Underperformance* IPO. Kemudian berdasarkan berbagai teori dan pendekatan serta penelitian sebelumnya juga dapat dilihat bahwa terdapat perbedaan tingkat *underperformance* IPO antara perusahaan yang melakukan *go public* pada periode *hot market* dan periode *cold market* dalam jangka panjang.

Berdasarkan pemikiran tersebut maka dapat dibuat model kerangka penelitian sebagai berikut :

Gambar 2.2

Model Kerangka Pemikiran Penelitian



Sumber : Penelitian terdahulu yang dikembangkan

2.5 Hipotesis

Berdasarkan kerangka pemikiran sebelumnya maka dapat diambil hipotesis sebagai berikut :

1. *Hot maket* berpengaruh positif terhadap *stock underperformance*
2. Usia perusahaan berpengaruh negatif terhadap *stock underperformance*
3. Reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap *stock underperformance*
4. *Underpricing* berpengaruh terhadap *stock underperformance*
5. *Volume* emisi berpengaruh negatif terhadap *stock underperformance*
6. Jenis industri berpengaruh negatif terhadap *stock underperformance*
7. Kapitalisasi IPO berpengaruh negatif terhadap *stock underperformance*

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Dalam penelitian ini terdapat dua jenis variabel, yaitu variabel dependen dan variabel independen, dimana variabel dependen merupakan variabel yang terbentuk dan dipengaruhi oleh variabel lain diamana dalam penelitian ini variabel dependen yang digunakan adalah *Underperformance* dan variabel independen adalah variabel mandiri yang mempengaruhi variabel dependen yaitu *Hot / Cold market* (TIME), Usia perusahaan (Age), Reputasi *underwriter* (UR), *Underprice* (UP), *Volume* IPO tahunan (VOL), *Dummy* variabel industri (INDUM), dan Kapitalisasi IPO perusahaan (SIZE).

Tabel 3.1
Variabel dan Definisi Operasional

Variabel	Definisi	Indikator
Underperformance	Tingkat *abnormal return* saham IPO yang memiliki kinerja *underperform* dalam periode 12 bulan	BHAR : $\Pi(1+r_{it})-\Pi(1+r_{mt})$
TIME	Variabel *dummy* untuk perusahaan yang IPO pada *hot market* (Berdasarkan tingkat *underprice* IPO tahunan)	HOT : *Underprice* > 25% = 1 COLD : *Underprice* < 25% = 0

Variabel	Definisi	Indikator
AGE	Usia perusahaan saat melakukan IPO	Tahun IPO – Tahun pendirian perusahaan
UR	Reputasi *underwriter* yang nilai berdasarkan frekuensi IPO yang ditangani oleh *underwriter* pada tahun IPO.	Frekuensi IPO yang ditangani oleh *underwriter* dalam 1 tahun
UP	*Initial return* yang diperoleh atas pembelian saham IPO	(Harga perdana IPO – *Close Price* pertama perdagangan) / Harga perdana IPO
VOL	*Volume* emisi IPO selama satu tahun	T. *Volume* IPO 1 tahun / 100
INDUM	Pengelompokan perusahaan sesuai dengan jenis industri perusahaan	Finasial = 1, *Non*-Finansial = 0
SIZE	Nilai kapitalisasi emisi saham perusahaan yang melakukan IPO	Nilai kapitalisasi penawaran umum perdana perusahaan

Sumber : Jurnal

3.2 Populasi dan Sampel

Penelitian ini menggunakan seluruh populasi saham perusahaan yang pernah melakukan IPO di Indonesia dan tercatat di Bursa Efek Jakarta hingga berubah menjadi Bursa Efek Indonesia, yaitu mencakup perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO sejak tanggal 1 Januari 1998 sampai dengan 31 Desember 2012. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini ditentukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan atau emiten yang melakukan penawaran umum perdana dan mencatatkan sahamnya di PT Bursa Efek Indonesia sejak tahun 1998 sampai dengan 2012.
2. Saham IPO memiliki negatif *abnormal return* (*underperform*) dalam jangka waktu satu tahun pertama sejak perusahaan tercatat di Bursa Efek Indonesia.
3. Terdapat data historis yang memadai untuk proses analisis.

Berdasarkan sampel tersebut diperoleh sebanyak 107 sampel perusahaan yang disajikan dalam lampiran A penelitian ini.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah berupa data sekunder. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *volume* saham IPO tahunan, kapitalisasi IPO, tanggal pendirian perusahaan, tanggal *listing* saham IPO di BEI, reputasi perusahaan *Lead Underwriter*, harga perdana IPO, *close price* saham hari pertama perdagangan dan bulanan saham IPO di BEI, jenis industri perusahaan

dan harga penutupan perdagangan di akhir tahun pertama saham perusahaan listing di bursa.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian diperoleh melalui dokumentasi dan pengolahan data statistik dari *Indonesia Capital Market Directory*, *IDX Fact Book* dan *Indonesia Capital Market Library*. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder sehingga metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode *non participant observation*. Data *volume* saham IPO tahunan, kapitalisasi IPO perusahaan, tanggal pendirian perusahaan, tanggal listing di BEI, reputasi *Lead Underwriter* Perusahaan dan jenis industri perusahaan didapatkan dengan cara mengutip langsung maupun mengolah data dari *IDX Fact Book* (1998-2012), dan data harga perdana IPO, *close price* saham hari pertama perdagangan dan bulanan di BEI, dan harga penutupan perdagangan di akhir tahun pertama saham perusahaan listing di bursa, didapatkan dengan cara mengutip dan mengolah data dari *Indonesia Capital Market Library*, *Indonesia Capital Market Directory* dan *Yahoo Finance*.

3.5 Metode Analisis Data

Alat analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis *Multivariate regression*. *Multivariate regression* digunakan untuk mencari pengaruh beberapa variabel bebas (independen variabel) terhadap variabel terikat (dependen variabel). Dalam penelitian ini terdapat beberapa variabel independen yang digunakan diantaranya adalah *hot / cold market* (TIME), Usia perusahaan (Age), dan reputasi *underwriter* (UR), *underpricing* (UP), *industry dummy*

(INDUM), *volume* emisi IPO (VOL), kapitalisasi IPO (SIZE). Agar dapat mengetahui pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen maka dapat dibuat model regresi *multivariate* sebagai berikut :

$$Y = a + b1\ X1 + b2\ X2 + b3\ X3 + b4\ X4 + b5\ X5 + b6\ X6 + b7\ X7 + e$$

Dimana:

Y = *Underperformance*

a = Konstanta

b1-b4 = Koefisien regresi, yaitu seberapa besar pengaruh perubahan masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen.

X1 = *Hot* / *Cold Market* (TIME)

X2 = Usia perusahaan (Age)

X3 = Reputasi *Underwriter* (UR)

X4 = *Underpricing* (UP)

X5 = Volume IPO tahunan (VOL)

X6 = Industri *dummy* variabel (INDUM)

X7 = Nilai kapitalisasi IPO perusahaan (SIZE)

e = Variabel residual (tingkat error)

Dalam penelitian agar dapat menjadi *Best Linier Unbased Estimation* (BLUE) data yang digunakan dalam penelitian harus memenuhi asumsi regresi linear klasik atau asumsi klasik, yaitu memiliki distribusi yang normal atau mendekati normal, tidak terdapat gejala multikolonieritas, autokorelasi dan heteroskedastisitas.

3.5.1 Uji Asumsi Klasik

Dalam penelitian yang menggunakan data sekunder diperlukan pengujian dengan beberapa asumsi klasik sebelum melakukan analisis regresi, yang diantaranya adalah :

3.5.1.1 Uji Normalitas

Model regresi yang baik harus memiliki data dengan distribusi yang normal. Untuk mengetahui apakah data yang digunakan merupakan data dengan distribusi normal maka perlu dilakukan uji normalitas. Untuk dapat mengetahui apakah data yang digunakan adalah data dengan distribusi yang normal atau tidak dapat dilihat dengan menggunakan analisis grafik. Kemudian untuk melihat normalitas suatu variabel dapat menggunakan uji statistik (non-parametrik Kolmogorof - Smirnov (K-S). Variabel yang memiliki distribusi normal akan memiliki nilai signifikansi > 0,05 (Ghozali, 2005).

3.5.1.2 Uji Multikolinieritas

Sebelum melakukan analisis regresi juga perlu dipastikan bahwa data variabel independen yang digunakan tidak memiliki korelasi dengan variabel dependen atau tidak terjadi multikolinieritas. Untuk dapat mengetahui apakah

terdapat multikolinieritas maka dapat dilakukan dengan melihat nilai *tolerance* dan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Nilai *cut off* yang umum digunakan untuk menunjukkan adanya multikolinieritas adalah nilai *tolerance* ≤ 0,10 atau sama dengan nilai VIF ≥ 10 (Ghozali, 2005).

3.1.5.3 Uji Heteroskedastisitas

Dalam model regresi yang baik maka data yang digunakan tidak boleh terdapat heteroskedastisitas atau data yang digunakan tidak boleh terdapat ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lainnya. Jika dalam satu pengamatan ke pengamatan yang lain terdapat perbedaan *variance* maka data tersebut terdapat heteroskedastisitas (Santoso, 2004). Gejala heteroskedastisitas dapat dideteksi dengan menggunakan *scatterplot* antara nilai taksiran Y dengan nilai residual diamana nilai residual dengan nilai taksirannya menyebar. Jika terbentuk sebuah pola (bergelombang, melebar dan menyempit) pada grafik yang mempunyai sumbu residual yang telah distandarkan dari sumbu X dan Y yang telah diprediksikan dan pola tersebut tersebar baik di atas atau di bawah angka nol pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas. Selain menggunakan pola, metode lain yang dapat digunakan untuk melihat gejala heteroskedastisitas pada data sekunder adalah dengan Uji Park, yaitu dengan meregresikan nilai logaritma natural (Ln) residual kuadrat sebagai variabel dependen dengan variabel independen. Jika nilai probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5% maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas pada data (Ghozali, 2005).

3.1.5.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi adalah analisis normalitas untuk melihat apakah dalam model regresi yang digunakan terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1. Dalam model regresi yang baik tidak terdapat autokorelasi. Untuk dapat mengidentifikasi ada atau tidaknya autokorelasi pada model regresi dapat dilakukan uji autokorelasi dengan menggunakan Uji Durbin – Watson (DW Test). Uji Durbin Watson (DW Test) digunakan untuk uji autokorelasi tingkat satu yang mensyaratkan adanya *intercept* (konstanta) dalam model regresi serta tidak terdapat variabel lag di antara variabel independen. Hipotesis yang diuji adalah :

Tabel 3.2

Klasifikasi Nilai Durbin-Watson

Hipotesis Nol	Keputusan	Jika
Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < dl$
Tidak ada autokorelasi positif	No decision	$dl \leq d \leq du$
Tidak ada korelasi negatif	Tolak	$4- dl < d < 4$
Tidak ada korelasi negatif	No decision	$4- du \leq d \leq 4-du$
Tidak ada autokorelasi, positif dan negatif	Tidak tolak	$du < d < 4-du$

Sumber : Imam Ghozali, 2005

3.5.2 Uji Hipotesis

Dalam penelitian ini hipotesis yang akan diuji adalah ada tidaknya pengaruh yang signifikan antara variabel independen (TIME, AGE, UR, UP,

VOL, INDUM, SIZE) dengan variabel dependen *Underperformance* secara parsial maupun simultan.

a. Uji F

Uji F digunakan untuk mengetahui apakah semua variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Pengujian pengaruh ini dilakukan dengan uji ANOVA dengan tingkat keyakinan 95% dengan ketentuan sebagai berikut :

1). Apabila F hitung < F Tabel, maka Ho diterima.

2). Apabila F hitung > F Tabel, maka Ho Ditolak.

b. Uji T

Uji T digunakan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel dependen dengan variabel independen. Pengujian dengan uji T dilakukan pada tingkat keyakinan 90% serta dengan ketentuan sebagai berikut :

1). Ho : Apabila P-Value > 0,10, maka Ho diterima.

2). Ho : Apabila P-Value < 0,10, maka Ho ditolak.

c. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Uji Koefisien determinasi digunakan untuk menguji seberapa besar pengaruh masing-masing variabel independen dengan variabel independen. Koefisien determinasi akan menjelaskan seberapa besar perubahan atau variasi

suatu variabel dapat dijelaskan oleh perubahan atau variasi pada variabel lainnya (Santosa dan Ashari, 2005). Dalam penelitian ini menggunakan analisis *multivariate regression* oleh karena itu masing-masing variabel independen secara parsial mempengaruhi variabel dependen yang dinyatakan dengan R^2 untuk menyatakan koefisien determinasi yang dapat diartikan dengan seberapa besar pengaruh variabel TIME, AGE, UR, UP, VOL, INDUM, dan SIZE terhadap variabel *underperformance*. *Range* besarnya uji koefisien determinasi adalah 0 sampai dengan 1. Jika nilai R^2 mendekati 0 maka dapat diartikan bahwa semakin kecil pula pengaruh nilai variabel independen terhadap nilai variabel dependen atau dapat diartikan pula bahwa semakin kecil kemampuan model regresi dalam menjelaskan perubahan nilai variabel dependen. Sedangkan jika hasil R^2 mendekati 1 maka dapat diartikan bahwa semakin kuat pula pengaruh nilai variabel independen terhadap nilai variabel dependen atau semakin kuat pula kemampuan model regresi dalam menjelaskan perubahan nilai variabel dependen. Nilai R^2 dapat dilihat dalam pengolahan data pada program SPSS yang dapat dilihat pada tabel model *summary* kolom R *square*.