

**ANALISIS FENOMENA UNDERPRICING PADA IPO DI BURSA EFEK**

**INDONESIA**

**SKRIPSI**

*Ditujukan untuk diujikan  
30 Maret 2021.*

*Adnan Kufah, I.E., M.Sc.*



Ditulis Oleh:

Nama : Rimmah Muslimah

Nomor Mahasiswa : 17311113

Program Studi : Manajemen

Bidang Konsentrasi : Keuangan

**FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA**

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**

**YOGYAKARTA**

**2021**

**ANALISIS FENOMENA UNDERPRICING PADA IPO DI BURSA EFEK  
INDONESIA**

**SKRIPSI**

ditulis dan diajukan untuk memenuhi syarat ujian akhir guna memperoleh gelar  
sarjana strata-1 di Program Studi Manajemen,  
Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia



Oleh:

Nama : Rimmah Muslimah

Nomor Mahasiswa : 17311113

Program Studi : Manajemen

Bidang Konsentrasi : Keuangan

**FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA**

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**

**YOGYAKARTA**

**2021**

## PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan orang lain untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku.”

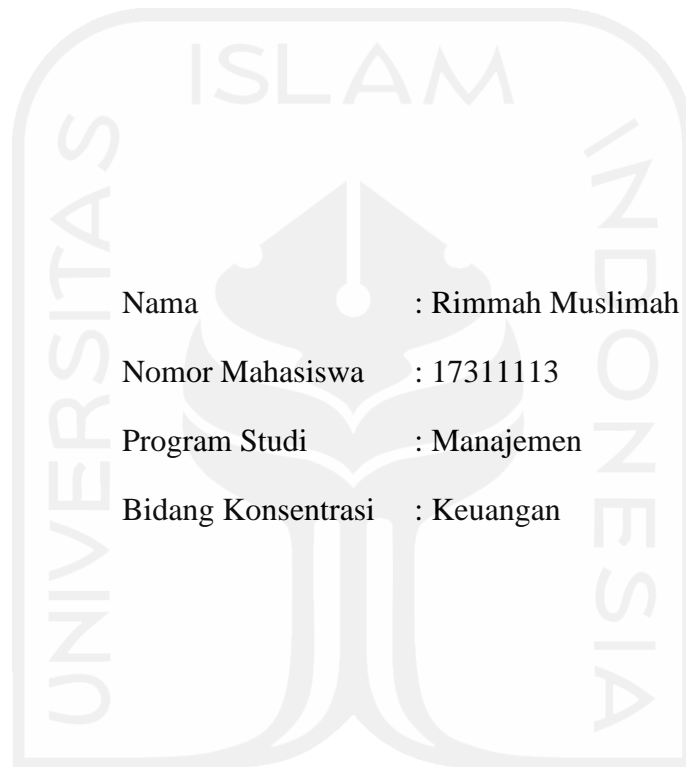
Yogyakarta, 30 Maret 2021

Penulis,



Rimmah Muslimah

**ANALISIS FENOMENA UNDERPRICING PADA IPO DI BURSA EFEK  
INDONESIA**



Nama : Rimmah Muslimah  
Nomor Mahasiswa : 17311113  
Program Studi : Manajemen  
Bidang Konsentrasi : Keuangan

Yogyakarta, 30 Maret 2021

Telah disetujui dan disahkan oleh

Dosen Pembimbing,

Abdur Rafik, S.E, M.Sc.

**BERITA ACARA UJIAN TUGAS AKHIR**

TUGAS AKHIR BERJUDUL  
**ANALISIS FENOMENA UNDERPRICING PADA PERUSAHAAN IPO DI  
BURSA EFEK INDONESIA**

Disusun Oleh : **RIMMAH MUSLIMAH**

Nomor Mahasiswa : **17311113**

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**

Pada hari, tanggal: Rabu, 02 Juni 2021

Penguji/ Pembimbing Tugas Akhir : Abdur Rafik,,S.E., M.Sc.

Penguji : Zaenal Arifin,Dr.,M.Si.

Mengetahui

Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika



Prof. Jaka Sriyana, SE., M.Si, Ph.D.

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat fenomena *underpricing* dan *underperformance* dalam jangka panjang pada perusahaan IPO tahun 2010-2018 di Bursa Efek Indonesia. Selain itu, penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui pengaruh ukuran perusahaan, umur perusahaan, jumlah saham yang ditawarkan, *gross proceed*, *debt to equity ratio*, *price earning ratio*, dan metode IPO terhadap *underpricing*. Pengambilan sampel pada penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* sehingga diperoleh jumlah sampel sebanyak 114 perusahaan. Metode analisis data yang digunakan yaitu statistik deskriptif, *one sample t test*, regresi univariat, dan regresi multivariat. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat fenomena *underpricing* yang signifikan hingga 3 bulan pasca IPO, namun dalam jangka panjang kinerja saham justru mengalami *underperform*. Selain itu, variabel ukuran perusahaan, jumlah saham yang ditawarkan, *debt to equity ratio*, dan *price earning ratio* terbukti berpengaruh positif terhadap *underpricing*. Sebaliknya, variabel umur perusahaan dan *gross proceed* terbukti berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Sedangkan, variabel tujuan penggunaan dana memiliki perbedaan pengaruh antara penggunaan dana hasil IPO untuk pembayaran hutang dengan penggunaan dana hasil IPO untuk peningkatan modal terhadap *underpricing*.

**Kata Kunci:** *IPO, Underpricing, Long-term Underperformance, Return saham.*

## ABSTRACT

*This research aims to examine the underpricing and long-term underperformance phenomenon of Initial Public Offering (IPO) companies for the period 2010 through 2018 at Bursa Efek Indonesia. In addition, this study also aims to examine the influence of firm's size, firm's age, percentage of shares offered, gross proceeds, debt to equity ratio, price earning ratio, and the IPO method on underpricing. The sampling technique used was purposive sampling in order to obtain a total sample of 114 companies. The method of the data analysis of this study used descriptive statistics, one sample t test, univariate regression, and multivariate regression. The results of this study showed there was a significant underpricing phenomenon until 3 months after IPO, but in the long term the stock's performance has underperformed. In addition, the variables of firm's size, percentage of shares offered, debt to equity ratio, and price earning ratio have a positive effect on underpricing. On the other hand, the variables of firm's age and gross proceeds to have a negative effect on underpricing. Meanwhile, the variable of the use of IPO funds has a different effect between the use of IPO funds for debt repayment and the use of IPO funds to increase capital on underpricing.*

**Keywords:** *IPO, Underpricing, Long-term Underperformance, Stock return.*

## KATA PENGANTAR

**Assalamualaikum wr.wb.**

Segala puji dan syukur kehadirat Allah SWT atas berkah, rahmat dan hidayah-Nya yang senantiasa dilimpahkan kepada penulis, sehingga penulis bisa menyelesaikan skripsi yang berjudul “Analisis Fenomena Underpricing Pada IPO di Bursa Efek Indonesia” sebagai syarat untuk menyelesaikan program pendidikan Strata-1 (S1) dan memperoleh gelar sarjana di Program Studi Manajemen, Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia.

Skripsi ini berisi tentang penelitian yang dilakukan oleh penulis mengenai fenomena *underpricing* pada IPO di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk menguji fenomena *underpricing* di Indonesia dan mengidentifikasi faktor-faktor yang diduga memengaruhi terjadinya *underpricing* pada saham perusahaan yang melakukan IPO.

Selama proses penyusunan skripsi ini, penulis banyak menerima doa, masukan, bantuan dan dukungan dari semua pihak sehingga dapat menyelesaikan skripsi ini dengan baik. Oleh karena itu, penulis mengucapkan terima kasih secara tulus kepada:

1. Allah SWT yang senantiasa memberikan rahmat dan karunia yang diberikannya kepada penulis.

2. Nabi Muhammad SAW yang telah menjadi contoh dan suri teladan yang baik bagi penulis.
3. Kedua orangtua penulis, Bapak Mulyono dan Ibu Suwiyat, serta kakak penulis, Dhaifah Mulyanti, Muhammad Rifqi Sujiwo dan Dakhliah Mahdiah yang senantiasa memanjatkan doa dan memberikan dukungan tiada henti kepada penulis.
4. Prof. Fathul Wahid, ST., M.Sc., Ph.D., selaku Rektor Universitas Islam Indonesia.
5. Abdur Rafik, S.E., M.Sc., selaku dosen pembimbing skripsi yang telah memberikan bimbingan dan arahan kepada penulis sehingga penyusunan skripsi ini berjalan dengan baik.
6. Seluruh Bapak/Ibu Dosen Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia yang telah mendidik dengan ilmu pengetahuan.
7. Untuk sahabat-sahabatku dari awal perkuliahan hingga sekarang: Anisa Nugrahaeni, Desny Sekartanti Putri Prabowo, Dinda Nuur Viranti, Noor Laili Budiarsih, dan Putri Wahyu Octaviani yang selalu memberikan dukungan dan semangat. Terutama Anisa dan Putri yang juga menjadi teman bimbingan.
8. Untuk teman rantau selama di Yogyakarta: Mergi Dayana dan Hikmah Muliandari.
9. Sahabat-sahabat di Cilegon yang tidak bisa penulis sebutkan satu persatu. Terimakasih untuk segala doa dan dukungannya.



10. Teman-teman FBE UII dan sejumlah pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu, terima kasih untuk segala dukungan kalian.

Akhir kata, dengan segala kerendahan hati, penulis ucapkan terima kasih kepada semua pihak yang telah turut membantu penulis dalam menyelesaikan penulisan skripsi ini. Selain itu, penulis menyadari adanya keterbatasan di dalam penyusunan skripsi ini. Oleh karena itu, penulis berharap atas saran dan kritik yang bersifat membangun dari para pembaca.

**Wassalamualaikum wr.wb.**

Yogyakarta, 30 Maret 2021

Penulis,

Rimmah Muslimah

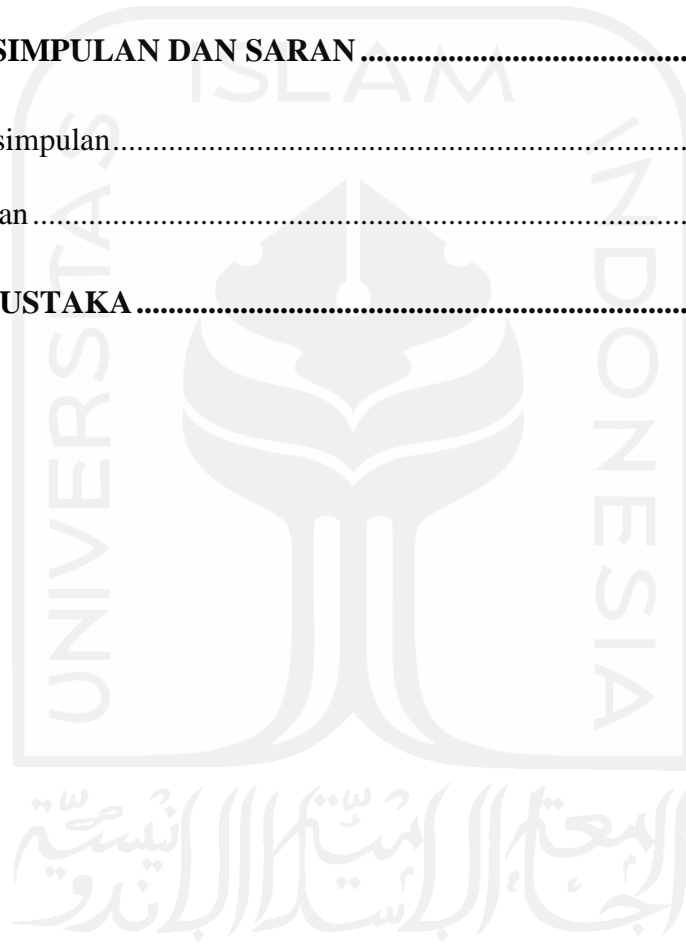
## DAFTAR ISI

<b>HALAMAN SAMPUL</b> .....	<b>I</b>
<b>HALAMAN JUDUL</b> .....	<b>II</b>
<b>PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME</b> .....	<b>III</b>
<b>HALAMAN PENGESAHAN SKRIPSI</b> .....	<b>IV</b>
<b>HALAMAN PENGESAHAN UJIAN</b> .....	<b>ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.</b>
<b>ABSTRAK</b> .....	<b>IV</b>
<b>KATA PENGANTAR</b> .....	<b>VII</b>
<b>DAFTAR ISI</b> .....	<b>X</b>
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	<b>XIV</b>
<b>DAFTAR GAMBAR</b> .....	<b>XV</b>
<b>DAFTAR LAMPIRAN</b> .....	<b>XVI</b>
<b>BAB I PENDAHULUAN</b> .....	<b>1</b>
1.1. Latar Belakang .....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	9
1.3 Pertanyaan Penelitian .....	9
1.4 Tujuan Penelitian.....	10
1.5 Kontribusi Penelitian.....	10

<b>BAB II KAJIAN PUSTAKA .....</b>	<b>11</b>
2.1 Kajian Literatur .....	11
2.1.1 Tujuan Perusahaan Melakukan IPO.....	11
2.1.2 Mekanisme IPO di Pasar Modal Indonesia.....	12
2.1.3 Fenomena Anomali pada IPO .....	16
2.1.4 Underpricing pada IPO .....	19
2.1.5 Faktor-Faktor yang Memengaruhi <i>Underpricing</i> .....	25
2.2 Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis .....	28
<b>BAB III METODE PENELITIAN .....</b>	<b>34</b>
3.1 Populasi dan Sampel .....	34
3.2 Data dan Sumber Data.....	35
3.3 Definisi Operasional Variabel Penelitian .....	36
3.4 Metode Analisis Data .....	38
3.4.1 Statistik Deskriptif .....	38
3.4.2 Uji One Sample T Test.....	39
3.4.3 Analisis Regresi Univariat .....	39
3.4.4 Analisis Regresi Multivariat .....	40
3.4.4.1 Uji Asumsi Klasik .....	42
3.4.4.2 Koefisien Determinasi (R Square) .....	43
3.4.4.3 Uji Simultan (Uji F) .....	44

3.4.4.4	Uji Parsial (Uji t) .....	44
<b>BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN.....</b>		<b>48</b>
4.1	Statistik Deskriptif.....	48
4.2	Hasil Uji Hipotesis .....	50
4.2.1	Hipotesis 1.....	50
4.2.2	Hipotesis 2.....	52
4.2.3	Hipotesis 3.....	54
4.2.3.1	Uji Asumsi Klasik .....	55
4.2.3.2	Uji Regresi Multivariat.....	59
4.3	Pembahasan .....	65
4.3.1	<i>Underpricing</i> di Indonesia .....	65
4.3.2	<i>Underperformance</i> Dalam Jangka Panjang Pasca-IPO.....	68
4.3.3	Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap <i>Return Saham Pasca-IPO</i> .....	70
4.3.4	Pengaruh Umur Perusahaan Terhadap <i>Return Saham Pasca-IPO</i> .....	71
4.3.5	Pengaruh Jumlah Saham yang Ditawarkan Terhadap <i>Return Saham Pasca-IPO</i> .....	72
4.3.6	Pengaruh <i>Gross Proceed</i> Terhadap <i>Return Saham Pasca-IPO</i> .....	73
4.3.7	Pengaruh <i>Debt to Equity Ratio (DER)</i> Terhadap <i>Return Saham Pasca-IPO</i> .....	74

4.3.8	Pengaruh <i>Price Earning Ratio</i> (PER) Terhadap <i>Return Saham</i> Pasca-IPO	76
4.3.9	Pengaruh Tujuan Penggunaan Dana Terhadap <i>Return Saham</i> Pasca-IPO	77
<b>BAB V KESIMPULAN DAN SARAN</b> .....		<b>80</b>
5.1	Kesimpulan.....	80
5.2	Saran.....	83
<b>DAFTAR PUSTAKA</b> .....		<b>84</b>



## DAFTAR TABEL

Tabel 3. 1 Klasifikasi Sektor Industri Pada Sampel .....	34
Tabel 3. 2 Definisi Operasional Variabel Penelitian .....	36
Tabel 4. 1 Statistik Deskriptif .....	48
Tabel 4. 2 Hasil Regresi Univariat .....	51
Tabel 4. 3 Uji Normalitas .....	55
Tabel 4. 4 Uji Autokorelasi .....	56
Tabel 4. 5 Uji Heteroskedastisitas .....	57
Tabel 4. 6 Uji Multikolinearitas .....	58
Tabel 4. 7 Hasil Regresi Multivariat .....	59

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 3. 1 Kurva Uji-t.....45



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1: Daftar Sampel Perusahaan





# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang

Semakin berkembangnya zaman dan pertumbuhan ekonomi yang terus meningkat menuntut perusahaan untuk semakin mengembangkan bisnisnya. Ekspansi yang akan dilakukan oleh perusahaan akan membutuhkan dana tambahan dari pihak luar. Terdapat banyak sumber dana yang bisa didapatkan perusahaan, misalnya meminjam pada bank, menerbitkan obligasi atau menjual saham. Salah satu alternatif yang dapat dilakukan adalah dengan menerbitkan saham ke publik untuk pertama kalinya atau disebut *Initial Public Offering* (IPO). Dengan melakukan IPO, maka perusahaan telah merubah status perusahaan menjadi perusahaan publik atau terbuka. Pada proses *go public*, perusahaan terlebih dahulu menjual sahamnya di pasar perdana dengan menggunakan harga jual atau harga penawaran yang telah disepakati oleh perusahaan dan *underwriter*, baru kemudian saham akan diperdagangkan di pasar sekunder dengan harga yang ditentukan oleh mekanisme permintaan dan penawaran.

Fenomena yang kerap kali muncul pada saat perusahaan melakukan *go public* atau IPO adalah *Underpricing*. *Underpricing* dapat diartikan sebagai kondisi dimana harga penawaran di pasar perdana lebih rendah daripada harga saham ketika diperdagangkan di pasar sekunder. Keuntungan dari selisih harga penawaran dengan

harga di pasar sekunder dikenal sebagai *initial return*. Harga saham yang mengalami *underpriced* dapat memberikan *initial return* yang tinggi bagi para investor segera setelah saham diperdagangkan di pasar sekunder (Maria, 2011). Berbagai penelitian di beberapa negara telah mengkonfirmasi fenomena ini di berbagai pasar modal yang berbeda (Bansal & Khanna, 2012; Mehmood et al, 2020; Choie, 2016; Killins, 2018). Penyebab terjadinya *undepricing* pun telah dibahas oleh berbagai peneliti terdahulu. Aggarwal & Rivoli (1990), misalnya, mengungkapkan bahwa *undepricing* terjadi karena adanya *overvaluation* atau *fads* dari para investor di awal perdagangan *aftermarket* sehingga menyebabkan harga saham menjadi naik di pasar sekunder. Namun, jika pasar menyadari adanya harga saham yang tidak wajar, pasar akan segera mengoreksi harga saham tersebut sehingga menyebabkan *return* di jangka panjang menjadi menurun atau biasa disebut *underperformance*.

Selain itu, asimetri informasi juga menjadi salah satu alasan penyebab terjadinya *undepricing*. Asimetri informasi seringkali terjadi di antara pihak emiten, investor dan *underwriter*. Asimetri informasi merupakan sebuah kondisi dimana terdapat satu pihak yang mengetahui suatu informasi lebih banyak dibandingkan dengan pihak yang lain (Ljungqvist, 2007). Dalam teori *principal agent* yang dikemukakan oleh Baron (1982), dimana sebenarnya *underwriter* dan emiten memiliki tujuan dan kepentingan yang berbeda. *Underwiter* merupakan pihak yang mengetahui informasi mengenai pasar modal lebih baik dibandingkan emiten. Dalam beberapa kasus, *underwriter* sengaja menetapkan harga penawaran serendah mungkin

untuk mengurangi upaya distribusi saham sehingga menyebabkan terjadinya *underpricing*. Hal tersebut dapat merugikan perusahaan karena jumlah dana hasil IPO yang akan diterima tidak maksimal.

Disamping itu, dalam teori *certification*, asimetri informasi juga dapat terjadi diantara emiten dan investor. Dalam teori ini, emiten diasumsikan memiliki kekhawatiran mengenai pandangan investor terhadap nilai perusahaan. Sehingga untuk mengatasi hal tersebut, emiten sengaja menggunakan jasa *underwriter* yang berkualitas untuk memberikan jaminan kepada investor terkait nilai suatu saham. *Underwriter* berkualitas akan membantu emiten memberikan signal kepada investor bahwa harga penawaran yang ditetapkan *underwriter* mencerminkan *inside information* perusahaan dan menjamin harga penawaran yang ditetapkan berada pada batas wajar. Namun, sebagai gantinya *underwriter* meminta agar harga saham menjadi *underpriced* untuk meminimalisir risiko saham tidak laku terjual sehingga *underwriter* dapat mempertahankan reputasi baiknya (Booth & Smith, 1986).

Sebaliknya, dalam teori *signaling* dijelaskan bahwa emiten justru sengaja menekan harga penawaran serendah mungkin untuk memberikan sinyal kualitas mereka kepada investor. Tujuannya agar investor menilai perusahaan memiliki kualitas yang baik karena hanya perusahaan berkualitas yang mampu menutup kerugian akibat *underpricing* dengan realisasi kinerja yang baik di masa depan (Allen & Faulhaber, 1989). Selain itu, asimetri informasi juga terjadi di antara *underwriter* dan investor. Benveniste dan Wilhelm (1990) menyatakan bahwa investor

institusional memiliki informasi lebih mengenai nilai perusahaan dibandingkan dengan emiten dan *underwriter*. Sehingga *underwriter* akan meminta investor untuk membagikan informasi tersebut, namun, sebagai gantinya *underwriter* akan memberikan jatah saham yang lebih banyak kepada investor institusional. Selain itu, investor institusional juga akan menuntut agar harga saham menjadi *underpriced*. Sedangkan, dalam teori *ex ante uncertainty*, *underpricing* terjadi karena investor menuntut agar harga saham penawaran *underpriced* untuk mengkompensasi investor dari ketidakpastian nilai saham di masa depan (Beatty dan Ritter, 1986).

Selain itu, asimetri informasi juga dapat terjadi di antara para investor. Teori ini dikenal sebagai *the winner's curse hypothesis* yang dikemukakan oleh Rock (1986). Rock (1986) menyatakan bahwa pada pasar primer investor terbagi menjadi dua kelompok yaitu *investor informed* dan *investor uninformed*. *Investor informed* memiliki informasi lebih mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan *investor uninformed*. Sehingga perusahaan sengaja menetapkan harga saham *underpriced* untuk menarik minat *investor uninformed* melakukan pembelian saham IPO di pasar perdana dengan tujuan agar seluruh kelompok investor memperoleh kemungkinan *return* yang wajar (Rock, 1986). Dengan demikian, semua teori *underpricing* yang berbasis asimetri informasi menyatakan bahwa *underpricing* terbukti berhubungan positif dengan derajat asimetri informasi. Meskipun begitu, asimetri informasi bukanlah satu-satunya faktor penyebab dari banyaknya fenomena *underpricing* yang terjadi (Ritter dan Welch, 2002).

Seperti yang dijelaskan pada penelitian Ljungqvist (2007), dimana terdapat 3 teori utama lain yang menjadi penyebab terjadinya fenomena *underpricing* selain asimetri informasi. Teori utama tersebut yaitu teori *institutional, ownership and control* dan *behavioral*. Teori *institutional* merupakan teori yang menjelaskan bahwa *underpricing* terjadi karena kesengajaan pihak emiten. Harga saham ditetapkan *underpriced* dengan tujuan untuk menghindari tuntutan investor di masa depan (*lawsuit avoidance hypothesis*), stabilisasi harga agar mengurangi penurunan harga pada awal *aftermarket*, dan menghindari membayar pajak lebih. Sedangkan, teori *ownership and control* menjelaskan bahwa *underpricing* dapat mengakibatkan terjadinya permintaan saham yang berlebih, yang mana hal tersebut dapat memungkinkan manajer untuk menjajah investor agar mengurangi intervensi pemegang saham luar begitu perusahaan menjadi perusahaan publik. Selain itu, *underpricing* juga dinilai sebagai cara untuk mengurangi *agency cost*. Teori *behavioral* adalah teori yang mengasumsikan bahwa terdapat investor irasional yang menawarkan harga saham IPO di luar nilai instrinsiknya sehingga menyebabkan terjadinya *underpricing*.

Penelitian tentang fenomena *underpricing* telah dilakukan oleh banyak peneliti di berbagai negara, seperti Durukan (2002), Pu dan Wang (2015), Perera dan Kulendran (2016), Chhabra dan Kiran (2020) dan Khin et al (2017). Durukan (2002) menyatakan bahwa IPO di *Istanbul Stock Exchange* mengalami *underpricing* dan hasil penelitian mendukung adanya fenomena atau *fads hypothesis* dan *the winner*

*curse hypothesis*. Selain itu, menurut Pu dan Wang (2015), fenomena *underpricing* terjadi di *Shanghai Securities Exchange* yang disebabkan oleh pembaruan mekanisme *book building*. Perera dan Kulendran (2016) juga menyatakan bahwa telah terjadi *underpricing* pada IPO di *Australian Securities Exchange* dan hasil penelitian mendukung teori *the winner curse hypothesis* dan *ex ante uncertainty*. Chhabra dan Kiran (2020) menyatakan bahwa terjadi fenomena *underpricing* di pasar modal India dan hasil penelitian mendukung teori *the winner curse hypothesis*. Khin et al (2017) mengemukakan bahwa pada pasar modal Malaysia terjadi fenomena *underpricing* dan hasil penelitian memberikan bukti pendukung untuk *facts hypothesis*.

Di Indonesia sendiri, telah banyak peneliti yang mengkaji fenomena *underpricing* pada pasar modal Indonesia. Seperti pada penelitian Arifin (2010), yang menyatakan bahwa pada periode 1990-2008 telah terjadi fenomena *underpricing* yang signifikan. Kartika dan Putra (2017) menyatakan bahwa telah terjadi fenomena *underpricing* di Indonesia selama 5 tahun berturut-turut pada IPO periode 2010-2014. Safitri (2013) mengemukakan bahwa telah terjadi *underpricing* pada perusahaan IPO periode 2005-2010 dengan rata-rata tingkat *underpriced* sebesar 33,66%. Lutfianto (2013) menyatakan bahwa 91 dari 110 perusahaan yang melakukan IPO tahun 2006-2011 mengalami *underpricing*. Heryanto dan Kartawinata (2016) mengemukakan bahwa terjadi fenomena *underpricing* dengan rata-rata *initial return* sebesar 23,32% pada perusahaan yang IPO tahun 2014.

Di samping itu, banyak peneliti berupaya mencari penjas yang melekat ke karakteristik perusahaan atau IPO untuk menjelaskan fenomena *underpricing* atau *return* pasca-IPO. Beberapa faktor yang diidentifikasi di antaranya ukuran perusahaan, umur perusahaan, jumlah saham yang ditawarkan, *gross proceed*, *Debt to Equity Ratio* (DER), *Price Earning Ratio* (PER) dan tujuan penggunaan dana IPO. Penelitian Durukan (2002) menemukan bahwa metode IPO, usia perusahaan, *gross proceeds*, jumlah saham yang ditawarkan, rasio D/E, dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *return* jangka pendek IPO. Sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *return* jangka panjang IPO. Sementara itu, rasio P/E ditemukan tidak signifikan dalam menjelaskan *return IPO*. Mumtaz dan Ahmed (2014) juga mengemukakan bahwa *financial leverage* terbukti memengaruhi *underpricing* IPO. Berbeda dengan Durukan (2002), Rathnayake et al (2019) menyatakan bahwa usia perusahaan IPO secara statistik tidak memengaruhi *return* awal IPO pada pasar modal di Sri Lanka. Kim et al (1993) justru menyatakan bahwa tujuan penggunaan dana IPO berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*. Sedangkan, menurut Aini (2013), penggunaan dana IPO untuk investasi tidak berpengaruh terhadap *underpricing* saham. Budiman (2018) menyatakan bahwa *gross proceed* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*. Selain itu, menurut Rastiti dan Stephanus (2015), dimana presentase saham yang ditawarkan kepada publik tidak berpengaruh terhadap *initial return*.

Wiguna dan Yadnyana (2015) mengemukakan bahwa ukuran perusahaan memberikan pengaruh negatif pada *initial return* sedangkan *financial leverage* memiliki pengaruh positif pada *initial return*. Namun, umur perusahaan tidak terbukti memberikan pengaruh pada *initial return*. Sebaliknya, menurut penelitian Gautama et al (2015), ukuran perusahaan dan umur perusahaan, keduanya tidak terbukti berpengaruh terhadap *initial return*. Selain itu, hasil penelitian Najmiyah et al (2014), menunjukkan bahwa *Debt to Equity Ratio* (DER) tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Dwijayanti dan Wirakusuma (2015) mengemukakan bahwa *Price Earning Ratio* (PER) berpengaruh positif terhadap *return* awal perusahaan IPO. Sebaliknya, menurut Emilia et al (2008), dimana *Earning per Share* terhadap harga IPO tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*.

Dalam penelitian ini, akan dilakukan pengujian ulang mengenai fenomena *underpricing* di Indonesia, khususnya pada perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010 hingga 2018. Selain itu, penelitian ini juga akan mengidentifikasi faktor-faktor yang memengaruhi terjadinya *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO. Pada beberapa penelitian sebelumnya, peneliti cenderung mengidentifikasi faktor-faktor yang memengaruhi terjadinya *underpricing* hanya dengan mengacu pada satu jenis *return* pasca-IPO saja yaitu *initial return*. Sehingga pembaharuan yang dilakukan dalam penelitian ini yaitu mengidentifikasi faktor-faktor yang memengaruhi *underpricing* dengan mengacu



pada *initial return* dan jenis *return* pasca-IPO lainnya seperti *opening price return*, *return* 3 bulan, *return* 12 bulan, dan *return* 24 bulan pasca-IPO.

## **1.2 Perumusan Masalah**

Meskipun sudah banyak peneliti terdahulu yang membuktikan adanya fenomena *underpricing* pada pasar modal Indonesia, kecenderungan perusahaan IPO yang mengalami *underperformance* dalam jangka panjang membuat topik ini masih menarik untuk dibahas. Selain itu, masih beragamnya hasil penelitian mengenai faktor-faktor yang memengaruhi *underpricing* menunjukkan adanya kontradiksi antara temuan satu peneliti dengan peneliti lainnya.

## **1.3 Pertanyaan Penelitian**

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka pertanyaan penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah terdapat fenomena *underpricing* pada perusahaan yang IPO di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2018?
2. Apakah perusahaan yang IPO di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2018 mengalami *underperformance* dalam jangka panjang?
3. Faktor apa saja yang berkontribusi terhadap *underpricing* pada perusahaan IPO di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2018?

#### **1.4 Tujuan Penelitian**

Merujuk kepada pertanyaan penelitian di atas, maka penelitian ini secara spesifik ditujukan untuk:

1. Membuktikan adanya fenomena *underpricing* pada perusahaan yang IPO di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2018.
2. Membuktikan adanya fenomena *underperformance* dalam jangka panjang pada perusahaan yang IPO di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2018.
3. Menganalisis faktor-faktor yang berkontribusi terhadap *underpricing* perusahaan IPO di Bursa Efek Indonesia.

#### **1.5 Kontribusi Penelitian**

##### **1. Kontribusi Teoritis**

Secara teoritis, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap diskursus teoritis di bidang *corporate finance*, terutama kaitannya dengan *underpricing* pasca-IPO di negara berkembang khususnya Indonesia.

##### **2. Kontribusi Praktis**

Secara praktis, temuan yang akan dihasilkan dalam penelitian ini akan memberikan manfaat kepada investor agar dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan dalam menginvestasikan dananya di perusahaan yang akan melakukan IPO. Investor dapat mempertimbangkan faktor-faktor yang memengaruhi *underpricing* agar dapat memperoleh *return* yang maksimal dan meminimalkan risiko.

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA

#### 2.1 Kajian Literatur

##### 2.1.1 Tujuan Perusahaan Melakukan IPO

Tandelilin (2010) mendefinisikan *Initial Public Offering* (IPO) sebagai penjualan sekuritas oleh perusahaan yang dilakukan pertama kali. Dana yang didapatkan perusahaan melalui penjualan sekuritas (saham) merupakan hasil perdagangan saham-saham perusahaan yang dilakukan di pasar perdana. Setelah sekuritas tersebut dijual perusahaan di pasar perdana, barulah kemudian sekuritas diperjualbelikan oleh para investor di pasar sekunder atau dikenal juga dengan sebutan pasar reguler.

Perusahaan yang melakukan IPO memiliki berbagai tujuan yang berbeda-beda. Seperti yang dijelaskan pada penelitian Ali et al (2020), dimana sebagian besar perusahaan yang baru didirikan dalam kegiatan operasinya terjadi kekurangan dana, sehingga untuk mengembangkan bisnis, produksi dan modalnya perusahaan melakukan *Initial Public Offering*. IPO dapat memungkinkan perusahaan dan unit manufakturnya untuk membelanjakan modal dengan kegiatan investasi untuk memperbarui teknologi, meningkatkan modal dan efisiensi tenaga kerja dengan memperkerjakan tenaga terampil. Sedangkan, menurut Wyatt (2014), penggunaan dana IPO terbagi menjadi 3 tujuan. Pertama, untuk mendukung pertumbuhan

perusahaan melalui kegiatan *research and development* (R&D) dan eksplorasi. Kedua, untuk investasi produksi dengan melakukan akuisisi dan belanja modal. Ketiga, untuk membantu transaksi pembiayaan seperti pembayaran hutang, modal kerja, investasi dan *cashout* (pendiri perusahaan menjual sahamnya).

Sedangkan, menurut Celikyurt et al (2010), Merger dan Akuisisi (M&A) merupakan salah satu faktor penting dibalik keputusan perusahaan untuk melakukan IPO. Hal ini dikarenakan, M&A dapat membantu meningkatkan pertumbuhan perusahaan yang baru *go public*. Terdapat 3 motif yang mendorong perusahaan dalam melakukan M&A pasca-IPO. Pertama, IPO dapat memberikan suntikan modal untuk membiayai aktivitas M&A dengan menggunakan modal utama yang diperoleh saat IPO. Kedua, IPO dapat menyediakan akses berkelanjutan ke pasar modal, yang mana akses tersebut dapat digunakan untuk membiayai aktivitas akuisisi perusahaan. Ketiga, IPO dapat memberikan akses yang lebih baik ke pasar hutang.

### **2.1.2 Mekanisme IPO di Pasar Modal Indonesia**

Sebelum perusahaan melakukan IPO, perusahaan memerlukan persiapan awal untuk dapat menjadi perusahaan *go public*. Persiapan pertama yaitu perusahaan harus membentuk tim IPO internal untuk membantu dalam mempersiapkan proses *go public* baik dari aspek keuangan maupun aspek legal. Persiapan kedua yaitu perusahaan perlu untuk mengidentifikasi hal-hal yang dinilai penting untuk diperhatikan pada tahapan awal IPO seperti jumlah dana yang dibutuhkan, presentase maksimal kepemilikan publik, perijinan sebelum IPO, hukum dan susunan direksi

atau komisaris perusahaan. Persiapan ketiga yaitu melakukan penunjukan profesional eksternal untuk membantu perusahaan dalam proses melakukan *go public* seperti *underwriter*, akuntan publik, konsultan hukum, notaris, penilai, dan biro administrasi efek. Dalam proses penunjukan, perusahaan perlu untuk mempertimbangkan reputasi dan rekam jejak para pihak eksternal tersebut agar proses IPO bisa berjalan dengan lancar. Persiapan keempat yaitu terkait RUPS dan perubahan anggaran dasar. Sebelum melakukan IPO, perusahaan perlu mengadakan RUPS untuk meminta persetujuan para pemegang saham untuk bisa *go public* dan untuk menyepakati jumlah saham yang akan ditawarkan kepada publik. Selain itu, perusahaan perlu untuk merubah anggaran dasar mereka dari PT tertutup menjadi PT terbuka. Persiapan yang terakhir yaitu perusahaan perlu untuk mempersiapkan dokumen untuk pendaftaran pencatatan saham kepada OJK dan Bursa Efek Indonesia. Dokumen yang perlu dipersiapkan oleh perusahaan yaitu seperti profil perusahaan, informasi tentang rencana IPO, *underwriter*, dan profesi penunjang; pendapat dan laporan pemeriksaan dari segi hukum dari Konsultan Hukum; laporan keuangan yang diaudit Akuntan Publik; laporan penilai; anggaran dasar perusahaan terbuka perusahaan yang telah disetujui Menteri Hukum dan HAM; prospektus dan proyeksi keuangan.

Sedangkan dalam melakukan proses IPO, perusahaan perlu melalui beberapa tahapan seperti dibawah ini.

#### 1) Persiapan Awal dan Persiapan Dokumen

Pada tahap awal, perusahaan akan membentuk tim internal IPO, menunjukan pihak-pihak eksternal yang dibutuhkan, meminta persetujuan *go public* melalui RUPS dan melakukan perubahan anggaran dasar serta mempersiapkan dokumen yang dibutuhkan untuk proses *go public*.

## 2) Penyampaian Permohonan Perjanjian Pendahuluan Pencatatan Saham ke Bursa Efek Indonesia

Setelah perusahaan selesai mempersiapkan dokumen-dokumen yang dibutuhkan untuk mendaftar IPO, perusahaan kemudian perlu menyampaikan permohonan pendaftaran saham untuk dititipkan secara kolektif (*scripless*) di Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI). Kemudian BEI akan menelaah permohonan yang diajukan perusahaan untuk bisa *go public* dan akan mengundang perusahaan dengan *underwriter* dan profesi penunjang untuk menyampaikan kondisi riil perusahaan seperti profil perusahaan, rencana bisnis dan rencana penawaran umum yang akan dilakukan. Setelah itu, BEI akan melakukan kunjungan ke perusahaan untuk dapat mengetahui lebih lanjut kegiatan usaha perusahaan. Jika perusahaan telah memenuhi persyaratan yang telah ditentukan dalam kurun waktu maksimal 10 hari setelah kelengkapan dokumen diterima, BEI memberikan persetujuan prinsip berupa Perjanjian Pendahuluan Pencatatan Saham kepada perusahaan.

## 3) Penyampaian Pernyataan Pendaftaran ke OJK

Setelah perusahaan mendapatkan Perjanjian Pendahuluan Pencatatan Saham dari BEI, perusahaan kemudian menyampaikan Pernyataan Pendaftaran dan dokumen-dokumen pendukung seperti prospektus kepada OJK untuk melakukan penawaran umum saham. Pada saat OJK melakukan penelaahan, OJK dapat meminta perubahan kepada perusahaan jika diperlukan. Perusahaan perlu untuk menunggu ijin dari OJK untuk dapat mempublikasikan prospektus ringkas di surat kabar atau melakukan penawaran awal (*bookbuilding*). Setelah OJK memberikan pernyataan efektif untuk Pernyataan Pendaftaran perusahaan, perusahaan dapat mempublikasikan tambahan informasi pada prospektus ringkas di surat kabar dan menyediakan prospektus untuk publik serta melakukan penawaran umum.

#### 4) Penawaran Umum, Pencatatan dan Perdagangan Saham di Bursa Efek Indonesia

Penawaran umum saham kepada publik dapat dilakukan selama satu hingga lima hari kerja. Jika pada saat melakukan penawaran umum terjadi *oversubscribed*, perusahaan perlu melakukan penjatahan. Selain itu, jika terdapat investor yang tidak terpenuhi pesanan sahamnya maka uang investor akan dikembalikan setelah penjatahan. Pendistribusian saham akan dilakukan kepada para pembeli secara elektronik melalui KSEI (tidak dalam bentuk sertifikat). Perusahaan perlu untuk menyampaikan permohonan pencatatan saham kepada Bursa disertai dengan bukti surat bahwa Pernyataan Pendaftaran telah dinyatakan efektif oleh OJK, dokumen prospektus, dan laporan komposisi pemegang saham perusahaan. Kemudian BEI akan memberikan persetujuan dan mengumumkan pencatatan saham dan kode saham

perusahaan untuk keperluan perdagangan saham di Bursa. Setelah saham perusahaan berhasil tercatat di Bursa, investor akan bisa melakukan transaksi jual beli saham perusahaan kepada investor lain melalui broker atau Perusahaan Efek yang menjadi Anggota Bursa terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

### **2.1.3 Fenomena Anomali pada IPO**

Penelitian di bidang keuangan telah banyak yang mengidentifikasi mengenai fenomena anomali yang terjadi pada saat IPO. Terdapat dua fenomena anomali utama yang akan dibahas dalam penelitian ini yaitu *hot issue market* (Ritter, 1984) (Helwege & Liang, 2004) (Agathee et al, 2012) dan *long run underperformance* (Ritter, 1991) (Miller, 2000) (Khin et al, 2017) (Wen & Cao, 2013) (Goergen et al, 2007).

Ritter (1984) mengemukakan bahwa saham yang memiliki risiko tinggi cenderung dihargai dengan harga rendah (*underpriced*). Terdapat kondisi dimana banyak penawaran saham berisiko tinggi dilakukan pada periode yang sama, fenomena tersebut dikenal sebagai *hot issue market*. Sedangkan, pada periode dimana sedikitnya saham yang mengalami *underpricing* disebut sebagai *cold issue market*. Sebaliknya, hasil penelitian Helwege dan Liang (2004) menunjukkan bahwa *hot issue market* merupakan suatu periode yang tidak hanya diidentifikasi melalui tingkat *underpricing*, tetapi dapat diidentifikasi dengan kondisi tingginya *market-to-book* dan tingginya perkiraan pertumbuhan pendapatan dalam jangka panjang. Dimana kondisi tersebut dapat mencerminkan irasionalitas dari para investor.



Ritter (1984) melakukan penelitian mengenai *hot issue market* pada tahun 1980 dan ditemukan bahwa terdapat periode selama 15 bulan di mana rata-rata *initial return* dinilai sangat tinggi yaitu sebesar 48,4%, dibandingkan dengan rata-rata *initial return* selama sisa periode dari tahun 1977 sampai 1982 yang sebesar 16,3%. Pada periode *hot issue* terdapat optimisme yang tinggi terhadap kinerja emiten di masa depan oleh para investor sehingga menyebabkan harga saham menjadi *underpricing*. Sehingga, pada periode *hot issue* investor mendapatkan rata-rata nilai *initial return* yang lebih tinggi bahkan variasi *initial returns* yang lebih tinggi dibandingkan pada periode “*cold*”. Namun, dalam jangka panjang saham yang ditawarkan pada periode *hot issue* terbukti cenderung memberikan *abnormal return* yang lebih negatif dibandingkan dengan saham yang ditawarkan pada periode *cold issue*. Dikarenakan rata-rata seluruh perusahaan menunjukkan kinerja yang buruk dalam jangka panjang (Agathee et al, 2012).

Sementara itu, Ritter (1991) menyatakan bahwa *underperformance* dalam jangka panjang terjadi diakibatkan karena investor yang terlalu optimis tentang prospek perusahaan sehingga menyebabkan harga saham menjadi naik, namun seiring berjalannya waktu pasar akan mengoreksi harga saham tersebut. *Long run underperformance* ini bisa disebabkan oleh beberapa hal, seperti pengukuran risiko yang tidak sesuai, *bad luck* atau *fads* dan optimisme investor yang berlebihan. Optimisme investor yang berlebihan inilah yang menyebabkan harga saham menjadi naik, namun dalam jangka panjang, pasar akan mengoreksi harga saham tersebut

dan menyebabkan *return* menjadi lebih rendah. Sebaliknya, menurut Miller (2000), *underperformance* dalam jangka panjang seringkali terjadi pada perusahaan yang memiliki kriteria tertentu seperti sejarah operasi perusahaan yang masih pendek, penjualan rendah, kapitalisasi rendah, IPO yang ditanggung oleh *underwriter* berkualitas rendah, dihindari oleh investor institusional, sangat fluktuatif pada awal perdagangan, dan tingkat *underpriced* yang tinggi pada saat penerbitan.

Khin et al (2017) juga ikut meneliti mengenai fenomena *long run underperformance*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja IPO mengalami *underperformance* yang signifikan pada 3 tahun pasca-IPO. Hal tersebut ditunjukkan dari hubungan negatif antara *return* 3 tahun pasca IPO dengan nilai *initial return*nya. Sehingga hal tersebut berdampak pada nilai *return* yang diterima investor menurun atau negatif. Sementara itu, Wen dan Cao (2013) menyatakan bahwa perusahaan IPO mengalami kinerja buruk yang parah setelah tiga hingga lima tahun melakukan *go public*.

Selain itu, Goergen et al (2007) menyatakan bahwa *initial returns* berhubungan negatif dengan kinerja jangka panjang. Sehingga semakin tinggi tingkat *initial return* maka semakin buruk kinerja perusahaan dalam jangka panjang. Selain itu, ukuran perusahaan IPO terbukti berhubungan positif dengan kinerja jangka panjangnya. Perusahaan skala kecil cenderung mendorong terjadinya *underperformance* dalam jangka panjang, namun kinerja harga saham perusahaan skala besar didorong oleh keputusan manajerial dan kinerja keuangan sebelum

perusahaan melakukan IPO. Sehingga semakin besar skala ukuran perusahaan maka semakin baik kinerja jangka panjangnya. Goergen et al (2007) juga mengemukakan bahwa status perusahaan multinasional berpengaruh signifikan terhadap kinerja jangka panjang. Sehingga semakin banyak *subsidiaries* (di berbagai negara) yang dimiliki perusahaan maka semakin baik pula kinerja jangka panjangnya. Jumlah *subsidiaries* menunjukkan diversifikasi risiko perusahaan yang berdampak pada sentimen investor. Investor menganggap bahwa perusahaan multinasional lebih baik dari perusahaan domestik dan adanya status multinasional menandakan kualitas dan reputasi perusahaan.

#### **2.1.4 Underpricing pada IPO**

*Underpricing* merupakan suatu keadaan dimana harga penawaran saham pada saat di pasar perdana lebih rendah dibandingkan pada saat di pasar sekunder (Ljungqvist, 2007). Fenomena *underpricing* pada saat perusahaan melakukan IPO merupakan salah satu topik menarik yang sudah banyak dibahas dan diteliti oleh peneliti terdahulu. Dalam literatur *underpricing*, terdapat beberapa hipotesis atau teori dasar yang menjelaskan alasan terjadinya fenomena *underpricing*. Hipotesis tersebut di antaranya:

1. *Principal Agent*

*Principal agent* merupakan sebuah teori yang membahas mengenai masalah asimetri informasi yang terjadi antara emiten dan *underwriter*. Di mana kedua pihak tersebut memiliki tujuan atau kepentingan yang berbeda terkait dengan proses

penentuan harga penawaran IPO (Baron, 1982). Menurut Baron (1982), *underwriter* merupakan pihak yang memiliki informasi mengenai pasar modal lebih baik dibanding pihak emiten. *Underwriter* sengaja menetapkan harga penawaran serendah mungkin (*underpriced*) agar dapat mengurangi upaya mereka dalam mendistribusikan saham emiten. Sedangkan emiten tidak memiliki informasi mengenai upaya distribusi yang akan dilakukan oleh *underwriter*. Memiliki tujuan yang berbeda dengan *underwriter*, emiten memiliki tujuannya sendiri yaitu mendapatkan dana sebesar mungkin dari aktivitas IPO. Sehingga emiten menginginkan saham ditawarkan dengan harga yang tinggi.

## 2. *Certification Hypothesis*

Booth dan Smith (1986) mengemukakan bahwa *certification hypothesis* merupakan sebuah situasi terjadinya asimetri informasi di antara emiten dan investor. Dalam teori ini, emiten diasumsikan memiliki kekhawatiran mengenai pandangan investor terhadap nilai perusahaan. Sehingga mereka sengaja memilih *underwriter* yang berkualitas untuk membantu proses *go public* agar harga penawaran bernilai wajar. *Underwriter* tersebut akan memberikan jaminan kualitas saham perusahaan IPO sehingga hal tersebut dapat mampu mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor. *Underwiter* berkualitas akan membantu emiten memberikan signal kepada investor bahwa harga penawaran yang ditetapkan *underwriter* mencerminkan *inside information* perusahaan dan menjamin harga penawaran yang ditetapkan berada pada batas wajar. Namun sebagai gantinya, *underwriter* mungkin akan

meminta emiten supaya harga saham yang akan ditawarkan *underpriced* untuk menghindari saham tidak laku terjual. Sehingga penetapan harga penawaran yang *underpriced* akan menjaga reputasi *underwriter*.

### 3. *Ex ante uncertainty*

*Ex ante uncertainty* merupakan kondisi dimana adanya ketidakpastian prediksi akan nilai saham di masa depan. Beatty & Ritter (1986) mengemukakan bahwa kekhawatiran para investor mengenai kemungkinan perubahan nilai saham setelah diperdagangkan di pasar sekunder membuat mereka menuntut emiten agar harga penawaran saham *underpriced* untuk mengkompensasi *ex ante uncertainty*. Sehingga semakin besar *ex ante uncertainty*, semakin besar pula tingkat *underpriced* yang diharapkan investor.

### 4. *The Winner's Curse Hypothesis*

Menurut *the winner's curse hypothesis* yang dikembangkan oleh Rock (1986) menyatakan bahwa pada pasar primer terdapat 2 kelompok investor. Pertama, *investor informed*, yaitu investor yang memiliki akses terhadap informasi. Kedua, *investor uninformed*, yaitu investor yang tidak memiliki akses terhadap informasi. *Investor informed* memiliki informasi lebih mengenai nilai saham yang sebenarnya serta kondisi dan prospek perusahaan di masa mendatang. Sehingga mereka hanya akan membeli saham yang dapat memberikan keuntungan seperti saham yang *underpriced*. Sedangkan *investor uninformed* tidak memiliki informasi lebih sehingga

mereka cenderung membeli saham yang *overpriced*. Oleh karena itu, *underpricing* memiliki tujuan untuk mendorong sejumlah *investor uninformed* untuk melakukan pembelian saham IPO di pasar perdana agar semua kelompok investor memperoleh kemungkinan *return* yang wajar. Selain itu, kedua kelompok investor tersebut dibutuhkan untuk keberhasilan proses IPO.

##### 5. *Signalling Hypothesis*

Christie dan Houser (2019) menyatakan bahwa *signalling* merupakan tindakan yang dapat dilakukan oleh pihak pertama (perusahaan) untuk menyampaikan informasi yang tidak dapat diamati mengenai suatu kualitas mereka kepada pihak lain (investor), dimana sebenarnya investor lebih cenderung mengamati sinyal yang diberikan tersebut. Teori *signalling* dapat mengurangi adanya asimetri informasi antara kedua pihak. Seperti pada penelitian yang dilakukan oleh Allen dan Faulhaber (1989) yang menemukan bahwa dalam beberapa keadaan, perusahaan yang berkualitas ingin memberi sinyal kepada investor tentang prospek superior mereka dengan menawarkan harga dan kuantitas saham IPO yang rendah untuk digunakan sebagai sinyal. Selain itu, perusahaan berkualitas ingin membedakan dirinya dengan perusahaan berkualitas rendah. Hal tersebut dilakukan dengan menawarkan harga serendah mungkin pada saat IPO, perusahaan berharap investor akan menilai perusahaan dengan baik karena hanya perusahaan yang berkualitas yang dapat menutup kerugian awal dari *underpricing* pada saat IPO dengan realisasi kinerja

mereka yang baik. Sehingga terjadinya *underpricing* pada saat perusahaan melakukan IPO dinilai sebagai sinyal ekuilibrium kualitas perusahaan.

#### 6. *Fads Hypothesis*

Berdasarkan bukti bahwa IPO cenderung mengalami *underperformance* dalam jangka panjang, Aggarwal dan Rivoli (1990) mengemukakan bahwa hubungan negatif antara *initial return* dan *return* jangka panjang mungkin disebabkan karena adanya fenomena *fads*. *Initial return* yang abnormal bukan dihasilkan dari *underpricing* yang sistematis melainkan dari *overvaluation* investor pada perusahaan IPO atau adanya fenomena *fads* di awal perdagangan *aftermarket*. Hipotesis *fads* menyatakan bahwa investor terlalu berlebihan dalam menilai saham IPO pada awal perdagangan di pasar sekunder sehingga mereka bersedia membeli dengan harga yang lebih tinggi dibanding harga penawaran. Fenomena *fads* paling mungkin terjadi di pasar sekuritas, dimana pada sekuritas nilai instrinsik lebih sulit untuk diperkirakan, lebih berisiko, dan pasarnya yang didominasi oleh investor yang lebih spekulatif.

Aggarwal dan Rivoli (1990) juga menemukan bahwa terdapat dua penjelasan mengapa investor yang membeli saham IPO pada periode awal *aftermarket* mampu mendapatkan *initial return* abnormal yang positif. Penjelasan pertama yaitu bahwa penjamin emisi secara sistematis menentukan harga saham IPO di bawah intrinsik mereka. Sedangkan, untuk kemungkinan kedua yaitu bahwa harga saham IPO

dikenakan *overvaluation* atau *fads* di perdagangan pada awal *aftermarket*. Hasil penelitian justru menemukan bahwa para investor yang membeli saham IPO di perdagangan awal *aftermarket* dan bertahan selama satu tahun justru tidak mendapatkan *return* abnormal yang positif akibat dari kinerja perusahaan IPO yang buruk. Bahkan, ada beberapa bukti yang menggambarkan bahwa investor justru mendapatkan *return* yang negatif. Sehingga, bisa dikatakan bahwa pembelian saham pada perusahaan IPO adalah investasi yang hanya menguntungkan dalam jangka pendek karena adanya kemungkinan kinerja yang cukup buruk dalam periode jangka panjang.

#### 7. *Book building*

*Book building* merupakan proses penentuan harga saham oleh *underwriter* dengan melihat minat beli investor ritel maupun institusional. Dalam proses *book building*, sebelum menetapkan harga saham emiten, *underwriter* akan mengumumkan rentang harga penawaran. Jumlah dan harga saham yang ditawarkan akan diputuskan oleh *underwriter* berdasarkan penawaran (*bids*) oleh para investor, baru selanjutnya *underwriter* akan menegosiasikan penetapan harga penawaran dengan emiten (Cornelli dan Goldreich, 2003). Menurut Benveniste dan Wilhelm (1990), dimana dalam proses *book building* dapat terjadi asimetri informasi di antara investor institusional dan *underwriter*. Dimana investor institusional merupakan pihak yang memiliki informasi mengenai emiten lebih unggul dibandingkan dengan *underwriter*. Sehingga *underwriter* akan meminta investor institusional untuk membagikan



informasi tersebut, sebagai imbalannya, investor institutional akan meminta jatah saham yang banyak. Bahkan, investor institusional menuntut agar harga penawaran saham *underpriced*.

### **2.1.5 Faktor-Faktor yang Memengaruhi *Underpricing***

Penelitian ini akan meneliti mengenai beberapa faktor yang diduga memengaruhi *underpricing*, faktor-faktor tersebut yaitu ukuran perusahaan, umur perusahaan, jumlah saham yang ditawarkan, *gross proceed*, DER, PER, dan metode IPO.

#### **1. Ukuran Perusahaan**

Ukuran perusahaan menunjukkan total aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Semakin besar total aset yang dimiliki maka semakin besar ukuran sebuah perusahaan. Wiguna & Yadnyana (2015) menyatakan bahwa perusahaan berskala besar lebih memiliki kelengkapan informasi dibandingkan perusahaan berskala kecil, sehingga investor memiliki banyak pertimbangan saat akan melakukan pengambilan keputusan dalam berinvestasi, yang mana hal tersebut berdampak pada *underwriter* akan melakukan penawaran saham emiten dengan harga tinggi.

#### **2. Umur Perusahaan**

Umur perusahaan menunjukkan seberapa lama sebuah perusahaan dapat bertahan dalam persaingan bisnis. Perusahaan yang sudah lama berdiri akan memiliki lebih banyak pengalaman dan kemampuan untuk bertahan dibandingkan dengan

perusahaan baru. Investor cenderung lebih memercayai perusahaan yang sudah lama berdiri dibandingkan dengan perusahaan baru. Kepercayaan investor tersebut akan berdampak pada keputusan investor dalam menginvestasikan dananya kepada perusahaan (Pahlevi, 2014).

### 3. Jumlah Saham Yang Ditawarkan

Presentase kepemilikan saham yang ditahan oleh pemilik atau pendiri menunjukkan bahwa terdapat *private information* yang dimiliki oleh pemilik. *Entrepreneur* atau pemilik perusahaan sebelum melakukan *go public* akan tetap menginvestasikan atau mempertahankan dananya pada perusahaan jika perusahaan tersebut memiliki prospek masa depan yang baik. Oleh karena itu, pemilik tidak akan memindahkan investasinya ke perusahaan lain jika mereka tahu bahwa perusahaan berkinerja dengan baik (Leland dan Pyle, 1977). Sehingga semakin besar presentase saham yang ditawarkan perusahaan maka akan semakin besar tingkat ketidakpastian di masa depan. Hal ini dikarenakan, semakin sedikit perusahaan memiliki *private information* maka tingkat ketidakpastian yang akan ditanggung para pemegang saham baru akan semakin besar (Pahlevi, 2014).

### 4. *Gross Proceed*

*Gross proceed* merupakan aliran kas yang masuk dari hasil IPO. Dengan melakukan IPO, perusahaan berharap agar prospek perusahaan akan membaik melalui kegiatan ekspansi atau investasi yang dilakukan dengan menggunakan dana

hasil IPO (Junaeni dan Agustian, 2013). Oleh karena itu, emiten mengharapkan harga jual yang tinggi sehingga penerimaan dana hasil penawaran juga akan tinggi. Meskipun begitu, perusahaan yang baru akan *go public* cenderung memiliki keterbatasan informasi mengenai bagaimana harga penawaran ditetapkan (Gumanti, 2000 dalam Junaeni dan Agustian, 2013).

#### 5. *Debt to Equity Ratio* (DER)

*Debt to equity ratio* menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi semua kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang dipergunakan untuk membayar hutang perusahaan. Perusahaan akan terlebih dahulu membayar hutangnya kepada kreditur sebelum akhirnya memberikan *return* kepada investor (Kurniawan, 2007 dalam Aini, 2013). Semakin tinggi tingkat DER suatu perusahaan maka kemungkinan tingkat risiko yang akan dihadapi di masa depan juga akan tinggi. Oleh karena itu, *underwriter* menyadari tingginya risiko pada emiten akan memengaruhi investor untuk tidak memilih saham perusahaan yang memiliki *financial leverage* yang tinggi (Wiguna dan Yadnyana, 2015).

#### 6. *Price Earning Ratio* (PER)

*Price earning ratio* menunjukkan hubungan antara harga saham dengan *earning per share*. PER biasa digunakan oleh investor untuk mengukur nilai saham sebuah perusahaan (Filayati dan Soekotjo, 2020). Menurut Husnan (2013) dalam Filayati dan Soekotjo (2020), dimana PER dapat mencerminkan laba suatu

perusahaan, semakin tinggi tingkat PER maka semakin tinggi pula pertumbuhan laba yang diharapkan investor. *Price earning ratio* yang tinggi akan menunjukkan jika suatu perusahaan memiliki prospek yang bagus di masa depan. Oleh karena itu, investor akan bersedia untuk menanamkan modalnya di perusahaan yang memiliki nilai PER yang tinggi.

#### 7. Tujuan penggunaan dana IPO.

Perencanaan penggunaan dana yang diperoleh melalui IPO digunakan sesuai dengan kepentingan perusahaan seperti untuk membiayai ekspansi, melakukan investasi kepada anak perusahaan, membayar hutang, memperbaiki struktur modal, atau tujuan lainnya. Perencanaan penggunaan dana IPO tercantum pada prospektus perusahaan. Perusahaan yang menggunakan dana hasil IPO untuk berekspansi cenderung lebih disukai oleh investor. Sebaliknya, perusahaan yang menggunakan dana IPO untuk membayar hutang cenderung dihindari oleh investor (Kartika dan Putra, 2017).

### 2.2 Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Penelitian mengenai fenomena *underpricing* telah banyak dilakukan oleh peneliti terdahulu di berbagai negara. Seperti pada penelitian Reddy (2013), hasil penelitian menunjukkan terjadi fenomena *underpricing* di pasar modal India pada tahun 2007-2009. Pu & Wang (2015) menyatakan bahwa terjadi *underpricing* saat IPO di Shanghai Securities Exchange pada tahun 2003-2007. Perera dan Kulendran

(2016) juga menyatakan bahwa telah terjadi *underpricing* pada IPO dalam jangka pendek pada tahun 2006 hingga 2011 di *Australian Securities Exchange*. Selain itu, Arifin (2010) juga melakukan pengamatan terhadap aktifitas IPO di Bursa Efek Indonesia selama tahun 1990 hingga 2008 dan hasil penelitiannya menunjukkan bahwa telah terjadi fenomena *underpricing* yang signifikan. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H1: Terdapat fenomena *underpricing* pada perusahaan yang IPO di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2018.

H2: Terdapat fenomena *underperformance* dalam jangka panjang pada perusahaan yang IPO di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2018.

Fenomena *underpricing* dapat diuji dan diteliti dengan berbagai cara yang berbeda. Salah satu caranya yaitu dengan mengacu pada *return* saham pasca-IPO. Tingkat *return* saham yang diterima investor setelah IPO dapat menggambarkan tingkat *underpricing* yang terjadi pada saat IPO. Sehingga *return* saham digunakan sebagai indikator terjadinya fenomena *underpricing* dalam penelitian ini. Penelitian mengenai faktor-faktor yang memengaruhi *return* pasca-IPO telah banyak dilakukan. Seperti pada penelitian Asiri dan Haji (2015) menyatakan bahwa umur perusahaan secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Aslam dan Ullah (2017) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *first day returns*. Wiguna dan Yadnyana (2015) mengemukakan bahwa ukuran perusahaan

memberikan pengaruh negatif yang signifikan pada *initial return*, sedangkan umur perusahaan tidak terbukti memberikan pengaruh pada *initial return*. Tingkat *underpricing* dan *initial return* pada perusahaan berskala besar akan cenderung lebih rendah dibandingkan perusahaan berskala kecil dikarenakan perusahaan berskala besar memiliki kelengkapan informasi yang dibutuhkan oleh investor sebagai pertimbangan keputusan investasi. Sehingga *underwriter* akan melakukan penawaran dengan harga yang tinggi. Pengaruh negatif variabel umur perusahaan pada *initial return* disebabkan karena investor tidak melihat umur perusahaan ketika melakukan pertimbangan investasi. Umur perusahaan dinilai tidak menjamin kredibilitas dari suatu perusahaan. Sedangkan, Gautama et al (2015) menyatakan bahwa ukuran perusahaan dan umur perusahaan tidak berpengaruh secara parsial terhadap *initial return* perusahaan yang melakukan IPO. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H3a: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *return* saham pasca-IPO.

H3b: Umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap *return* saham pasca-IPO.

Sohail dan Raheman (2009) menyatakan bahwa proporsi saham yang ditawarkan kepada publik tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Lutfianto (2013) mengemukakan bahwa presentase saham yang ditawarkan tidak memiliki pengaruh terhadap *initial return*. Hal ini menunjukkan bahwa investor lebih memperhatikan nilai aset emiten dibanding saham yang ditawarkan, karena jika suatu

perusahaan memiliki jumlah aset yang besar berarti kondisi perusahaan dinilai investor lebih stabil sehingga perusahaan akan cenderung menawarkan presentase saham ke publik dalam jumlah yang besar. Sedangkan, menurut Durukan (2002), variabel jumlah saham yang ditawarkan berpengaruh negatif terhadap *return* IPO dalam jangka panjang. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan retensi kepemilikan yang lebih rendah memberikan *return* jangka panjang yang juga rendah. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H3c: Jumlah saham yang ditawarkan berpengaruh negatif terhadap *return* saham pasca-IPO.

Asiri dan Haji (2015) menyatakan bahwa *gross proceed* secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Aslam dan Ullah (2017) menyatakan bahwa *gross proceed* perusahaan berpengaruh negatif terhadap *first day returns*. Wei dan Marsidi (2019) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *gross proceed* dengan tingkat *underpricing*. Durukan (2002) menyatakan bahwa perusahaan IPO yang *gross proceednya* tergolong rendah memberikan keuntungan jangka pendek yang tinggi bagi investor. Hal ini sejalan dengan argumen bahwa perusahaan dihargai terlalu rendah untuk mengkompensasi *investor informed*, namun, *return* yang diterima menurun dalam jangka panjang. Di sisi lain, perusahaan IPO yang nilai *gross proceedsnya* tinggi memberikan *return* jangka pendek yang lebih rendah, namun, keuntungan jangka panjangnya lebih tinggi. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H3d: *Gross proceed* berpengaruh negatif terhadap *return* saham pasca-IPO.

Wiguna dan Yadnyana (2015) menemukan bahwa *financial leverage* memberikan pengaruh positif pada *initial return*. Saputra dan Suaryana (2016) menyatakan bahwa *financial leverage* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *underpricing*. Hal ini disebabkan karena jika rasio hutang perusahaan semakin tinggi maka risiko yang akan dihadapi di masa depan juga tinggi. Hal tersebut akan mengakibatkan terjadinya penurunan harga saham dan berdampak pada *return* yang akan diterima investor di masa yang akan datang. Sehingga hal ini akan memengaruhi ketiaktastian nilai saham dan menyebabkan harga saham menjadi *underpricing*. Mumtaz dan Ahmed (2014) juga menyatakan bahwa *financial leverage* berpengaruh positif terhadap *underpricing*. Hal tersebut dikarenakan semakin tingginya tingkat ketidakpastian prospek perusahaan dimasa depan semakin tinggi pula tingkat *underpricing*. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H3e: *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh positif terhadap *return* saham pasca-IPO.

Lasmana (2015) menyatakan bahwa *price earning ratio* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *underpricing*. Dwijayanti dan Wirakusuma (2015) juga menyatakan bahwa PER berpengaruh positif terhadap *initial return*. Filayati dan Soekotjo (2020) menyatakan bahwa PER berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *initial return*. PER menunjukkan tingkat kepercayaan investor terhadap



prospek perusahaan. Semakin tinggi nilai PER maka semakin tinggi pula pertumbuhan laba yang diharapkan oleh investor. Dengan meningkatnya pertumbuhan laba akan berdampak pada kenaikan *return* yang didapat oleh investor. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H3f: *Price Earning Ratio* (PER) berpengaruh positif terhadap *return* saham pasca-IPO.

Wyatt (2014) mengemukakan bahwa penggunaan dana IPO untuk pembayaran hutang berpengaruh positif terhadap *underpricing*. Sedangkan, menurut Zaluki dan Badru (2020), informasi rencana penggunaan dana IPO di prospektus terbukti berpengaruh terhadap tingkat *initial return*. Penggunaan dana hasil IPO untuk peningkatan modal kerja dan peluang pertumbuhan berpengaruh positif dengan *initial return*. Sedangkan penggunaan dana hasil IPO untuk pembayaran hutang berpengaruh negatif dengan *initial return*. Leone et al (2007) juga menyatakan bahwa tujuan pembayaran hutang berhubungan negatif terhadap *initial return*. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H3g: Terdapat perbedaan pengaruh antara penggunaan dana hasil IPO untuk pembayaran hutang dengan penggunaan dana hasil IPO untuk peningkatan modal terhadap *return* saham pasca-IPO.

## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini merupakan seluruh perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana atau *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2018. Teknik pengambilan sampel yang digunakan yaitu teknik *purposive sampling*, dengan kriteria:

1. Perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana di BEI tahun 2010-2018.
2. Data harga saham dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) diketahui.
3. Tersedianya buku prospektus perusahaan yang IPO di BEI tahun 2010-2018 dan kelengkapan data terkait variabel-variabel yang digunakan.

Sehingga diperoleh jumlah sampel yang akan digunakan yaitu sebanyak 114 perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia yang dimulai dari tahun 2010 hingga 2018.. Sampel dalam penelitian ini terbagi dalam 11 sektor industri yang berbeda seperti pada tabel 3.1 berikut:

**Tabel 3. 1**  
**Klasifikasi Sektor Industri Pada Sampel**

	Sektor	Jumlah
1	Barang konsumen non primer	21

2	Barang konsumen primer	14
3	Properti dan real estate	13
4	Teknologi	6
5	Transportasi dan logistic	8
6	Perindustrian	8
7	Barang baku	13
8	Energi	15
9	Infrastuktur	14
10	Kesehatan	2
11	Keuangan	2
Total jumlah		114

### 3.2 Data dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu data sekunder. Data sekunder tersebut meliputi harga saham perusahaan sampel seperti harga penawaran pada saat IPO, harga pembukaan dan penutupan pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder dan harga saham per tiap bulan dimulai 1 bulan setelah IPO hingga 24 bulan pasca IPO. Selain harga saham, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) juga dibutuhkan untuk melakukan pengukuran kinerja saham jangka pendek dan jangka panjang sekaligus untuk meneliti fenomena *underpricing*. Seluruh data harga saham dan IHSG berasal dari website ebursa.com dan yahoofinance. Sedangkan untuk mengetahui faktor penentu *underpricing*, sumber data berasal dari prospektus perusahaan yang tersedia di website Bursa Efek Indonesia atau *Indonesia Stock Exchange* (IDX) dan website pribadi perusahaan. Data yang diambil dari buku prospektus perusahaan yaitu seperti total aset, tahun berdiri dan tahun IPO, presentase

saham yang ditawarkan ke publik, laba bruto IPO, total ekuitas, total liabilitas, laba per saham dan rencana penggunaan dana IPO. Analisis yang dilakukan dalam penelitian ini dibantu dengan menggunakan Microsoft Excel dan Aplikasi SPSS.

### 3.3 Definisi Operasional Variabel Penelitian

Jenis variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu variabel dependen dan variabel independen. Definisi dan cara pengukuran masing-masing variabel dijelaskan seperti pada tabel 3.2 berikut:

**Tabel 3. 2**  
**Definisi Operasional Variabel Penelitian**

Variabel	Definisi	Pengukurannya
Variabel dependen		
<i>Underpricing</i>	Fenomena <i>Underpricing</i> ini terjadi dalam jangka pendek yaitu setelah perusahaan melakukan penawaran saham perdana dan memasuki saham sekunder.	Fenomena <i>underpricing</i> diidentifikasi dengan melihat nilai <i>mean</i> dari <i>return</i> jangka pendek. Jika nilai <i>mean</i> bernilai positif, maka dapat disimpulkan terjadi <i>underpricing</i> .
<i>Return</i> jangka pendek - <i>Initial Return</i> (INI) - <i>Opening Price Return</i> (OPR) - <i>Return</i> 3 bulan pasca IPO (Retadj3)	Perubahan presentase harga saham dari harga penawaran hingga harga penutup pada hari pertama perdagangan saham.	<i>Initial Return</i> (INI) yaitu selisih harga penawaran pada pasar primer dengan harga penutupan di pasar sekunder. $INI = \frac{\text{Harga penutupan hari pertama}}{\text{Harga penawaran}} - 1 \times 100\%$ <i>Opening Price Return</i> (OPR) yaitu perubahan presentase harga saham dari harga penawaran hingga harga pembukaan pada hari pertama perdagangan.

Variabel	Definisi	Pengukurannya
		$OPR = \frac{\text{Harga pembukaan hari pertama}}{\text{Harga penawaran}} - 1 \times 100\%$
<i>Long term underperformance</i>		Fenomena <i>underperformance</i> diidentifikasi dengan melihat hubungan antara <i>return</i> jangka pendek dengan <i>return</i> jangka panjang. Jika berhubungan negatif, maka dapat disimpulkan terjadi <i>underperformance</i> dalam jangka panjang.
Return jangka panjang - <i>Return</i> 12 bulan pasca IPO (Retadj12) - <i>Return</i> 24 bulan pasca IPO (Retadj24)	Presentase perubahan pembelian saham pada sebulan penuh perdagangan setelah penawaran dan menahannya untuk periode waktu yang telah ditentukan yaitu 3, 12 dan 24 bulan.	Dihitung dengan model <i>Raw Aftermarket Return RET<sub>i,t</sub></i> dan <i>Market Adjusted Abnormal Return (RETADJ<sub>i,t</sub>)</i> untuk setiap periode yaitu 3, 12 dan 24 bulan pasca IPO. $R_{it} = \frac{\text{Harga saham pada saat } t - \text{Harga penutupan hari pertama}}{\text{Harga penutupan hari pertama}} * 100\%$ $RET_{i,t} = \prod_{r=1}^n (1 + r_{i,t}) - 1$ $R_{mt} = \frac{IHSG \text{ pada saat } t - IHSG \text{ pada saat IPO}}{IHSG \text{ pada saat IPO}} * 100\%$ $RET_{m,t} = \prod_{r=1}^n (1 + r_{m,t}) - 1$ $RETADJ_{i,t} = \frac{1 + RET_{i,t}}{1 + RET_{m,t}} - 1$
Variabel independen		
Faktor penentu <i>return</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ukuran perusahaan pada saat IPO (FS)</li> <li>- <i>Gross proceed</i> dari IPO (GP)</li> <li>- Umur perusahaan pada saat IPO (AGE)</li> </ul>	$RET = f (FS, AGE, PRIV, OP, GP, INV, D/E, P/E, MET)$ <ul style="list-style-type: none"> <li>- FS dihitung sebagai logaritma natural dari total aset sebelum IPO.</li> <li>- GP: jumlah lembar saham yang ditawarkan x harga penawaran</li> <li>- AGE: Tahun IPO – Tahun berdiri</li> </ul>

Variabel	Definisi	Pengukurannya
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Jumlah saham yang ditawarkan (OP)</li> <li>- <i>Debt to Equity Ratio</i> (DER)</li> <li>- <i>Price Earning Ratio</i> (PER)</li> <li>- Metode IPO (Method)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- OP : <math>\frac{\text{jumlah saham yang ditawarkan ke publik}}{\text{jumlah saham beredar}} \times 100\%</math></li> <li>- DER : <math>\frac{\text{Total hutang}}{\text{Ekuitas}} \times 100\%</math></li> <li>- PER: <math>\frac{\text{Laba per saham}}{\text{Harga penawaran}} \times 100\%</math></li> <li>- Method merupakan tujuan penggunaan dana IPO yang dihitung dengan menggunakan variabel dummy, dimana pembayaran hutang diberi nilai 1 sedangkan peningkatan modal diberi nilai 0.</li> </ul>

### 3.4 Metode Analisis Data

Metode analisis data pada penelitian ini yaitu dengan menggunakan analisis statistik deskriptif, uji *one sample t test*, regresi univariat, analisis multivariate, uji asumsi klasik dan uji hipotesis.

#### 3.4.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan alat analisis yang digunakan untuk menyajikan dan meringkas sebuah data agar mudah untuk dipahami. Pada penelitian ini, analisis statistik deskriptif digunakan untuk mengetahui nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), standar deviasi dan nilai t dari masing-masing variabel yang digunakan, baik variabel dependen maupun variabel independen. Variabel yang termasuk dalam variabel dependen yaitu *initial return*, *opening price return*, dan *market adjusted abnormal return* bulan ke 3,12 dan 24. Sedangkan variabel yang termasuk sebagai

variabel independen yaitu ukuran perusahaan, umur perusahaan, jumlah saham yang ditawarkan, *gross proceed*, *debt to equity ratio*, *price earning ratio* dan tujuan penggunaan dana.

### 3.4.2 Uji One Sample T Test

Uji *one sample t test* merupakan sebuah teknik analisis yang digunakan untuk membandingkan satu variabel bebas. Selain itu, uji ini dilakukan untuk menentukan apakah suatu nilai tertentu berbeda secara signifikan dengan nilai rata-rata (*mean*) sampel. Pada penelitian ini nilai *mean* seluruh jenis *return* akan dibandingkan dengan nilai 0 untuk mengetahui apakah *return* termasuk dalam nilai yang positif atau negatif. Pada jenis pengujian ini variabel yang akan diuji yaitu *initial return*, *opening price return*, dan *market adjusted abnormal return* bulan ke 3, 12 dan 24. Uji *t test* dilakukan dalam penelitian ini untuk menguji apakah *return* saham jangka pendek secara statistik menghasilkan nilai yang positif serta untuk menguji apakah dalam jangka panjang *return* saham secara statistik mengalami penurunan atau *underperformance*.

### 3.4.3 Analisis Regresi Univariat

Analisis univariat adalah analisis yang dilakukan terhadap satu variabel secara mandiri. Analisis ini bertujuan untuk mendeskripsikan setiap variabel yang digunakan. Analisis univariat digunakan untuk mengetahui hubungan antar variabel *return* jangka pendek dan hubungan antara *return* jangka pendek dengan *return* jangka panjang. Sehingga hasil analisis ini akan mampu membuktikan fenomena

*underpricing* dan *underperformance* dalam jangka panjang. Persamaan regresi univariat dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut:

$$INI = a + \beta OPR$$

$$RETADJ_t = a + \beta OPR$$

$$RETADJ_t = a + \beta INI$$

Keterangan:

a : Konstanta

$\beta$  : Koefisien regresi

INI : *Initial return*

OPR : *Opening price return*

RETADJ<sub>t</sub> : *Market adjusted abnormal return*

#### 3.4.4 Analisis Regresi Multivariat

Analisis multivariat adalah analisis yang dilakukan secara serentak dimana data yang diamati memiliki lebih dari satu variabel independen untuk setiap variabel dependen yang diamati. Selain itu, analisis multivariate merupakan teknik analisis yang dapat menganalisis pengaruh dari beberapa variabel terhadap variabel lainnya dalam waktu yang bersamaan. Analisis ini digunakan untuk mengetahui pengaruh dari seluruh karakteristik perusahaan terhadap masing-masing jenis *return* pasca IPO



(RET) yaitu *initial return*, *opening price return*, *return 3 bulan pasca IPO*, *return 12 bulan pasca IPO* dan *return 24 bulan pasca IPO*. Persamaan regresi multivariate dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut:

$$RET = \beta_0 + \beta_1 FS + \beta_2 AGE + \beta_3 OP + \beta_4 GP + \beta_5 D/E + \beta_6 P/E + \beta_7 MET + \varepsilon$$

**Keterangan:**

RET : *Return* saham pasca-IPO

$\beta_0$  : Konstanta

$\beta_{1-9}$  : Koefisien regresi untuk setiap variabel X

FS : Ukuran perusahaan

AGE : Umur perusahaan

OP : Jumlah saham yang ditawarkan

GP : *Gross proceed*

DER : *Debt to Equity Ratio*

PER : *Price Earning Ratio*

METHOD : Tujuan penggunaan dana

$\varepsilon$  : Residual error

### 3.4.4.1 Uji Asumsi Klasik

#### 1. Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk menguji apakah nilai residual terdistribusi secara normal atau tidak. Model regresi dinilai baik ketika distribusi nilai residualnya normal. Uji normalitas dalam penelitian ini yaitu dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* dengan tingkat signifikansi sebesar 5% ( $\alpha=0,05$ ). Kriteria pengujiannya adalah sebagai berikut :

- Jika angka signifikansi (Sig F)  $> 0,05$  data residual berdistribusi normal.
- Jika angka signifikansi (Sig F)  $< 0,05$  data residual tidak berdistribusi normal.

#### 2. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk menguji apakah terjadi korelasi variabel antara suatu periode  $t$  dengan periode sebelumnya ( $t-1$ ). Uji autokorelasi dilakukan pada penelitian ini karena dalam penelitian ini terdapat data time series. Pengujian autokorelasi dilakukan dengan menggunakan uji *Run Test* dengan tingkat signifikansi 5% ( $\alpha=0,05$ ). Kriteria pengujiannya adalah sebagai berikut :

- Jika nilai Asymp.Sig (2-tailed)  $> 0,05$  maka tidak terdapat gejala autokorelasi.
- Jika nilai Asymp.Sig (2-tailed)  $< 0,05$  maka terdapat gejala autokorelasi.

#### 3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah pada sebuah model regresi terdapat ketidaksamaan varian dari residual dalam satu pengamatan ke

pengamatan yang lain. Model regresi dikatakan memenuhi persyaratan ketika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap atau disebut homoskedastisitas, sedangkan jika varians dari residual berbeda maka disebut heteroskedastisitas. Pengujian dilakukan dengan menggunakan uji *Park* dengan tingkat signifikansi 5% ( $\alpha=0,05$ ).

- Jika nilai signifikansi  $> 0,05$  maka tidak terjadi heteroskedastisitas.
- Jika nilai signifikansi  $< 0,05$  maka terjadi heteroskedastisitas.

#### **4. Uji Multikolinearitas**

Uji multikolinearitas dilakukan untuk menguji apakah pada sebuah model regresi ditemukan adanya hubungan linear antar variabel independen. Model regresi dikatakan baik ketika tidak terjadi korelasi diantara variabel independent atau tidak adanya multikolinearitas. Pengujian dilakukan dengan melihat *Variance Inflation Factor* (VIF) pada model regresi.

- Jika nilai VIF  $< 10,00$  maka tidak terjadi multikolinearitas.
- Jika nilai VIF  $> 10,00$  maka terjadi multikolinearitas.

#### **3.4.4.2 Koefisien Determinasi (R Square)**

Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui seberapa kuat variabel independen dalam mempengaruhi variabel dependen. Koefisien determinasi dapat diidentifikasi dengan mengkuadratkan koefisien korelasi.

#### 3.4.4.3 Uji Simultan (Uji F)

Uji F digunakan dalam penelitian untuk mengetahui apakah variabel independen yang digunakan dalam penelitian secara (simultan) bersama-sama mempengaruhi variabel dependen.

##### 1. Formula hipotesis

Ho: Tidak ada pengaruh antara ukuran perusahaan, umur perusahaan, jumlah saham yang ditawarkan, *gross proceed*, DER, PER dan metode IPO *return* saham pasca-IPO.

Ha: Ada pengaruh antara ukuran perusahaan, umur perusahaan, jumlah saham yang ditawarkan, *gross proceed*, DER, PER, dan tujuan penggunaan dana terhadap *return* saham pasca-IPO.

##### 2. Pengambilan keputusan

Jika nilai signifikansi  $> \alpha$  atau F hitung  $< F$  tabel maka Ho diterima

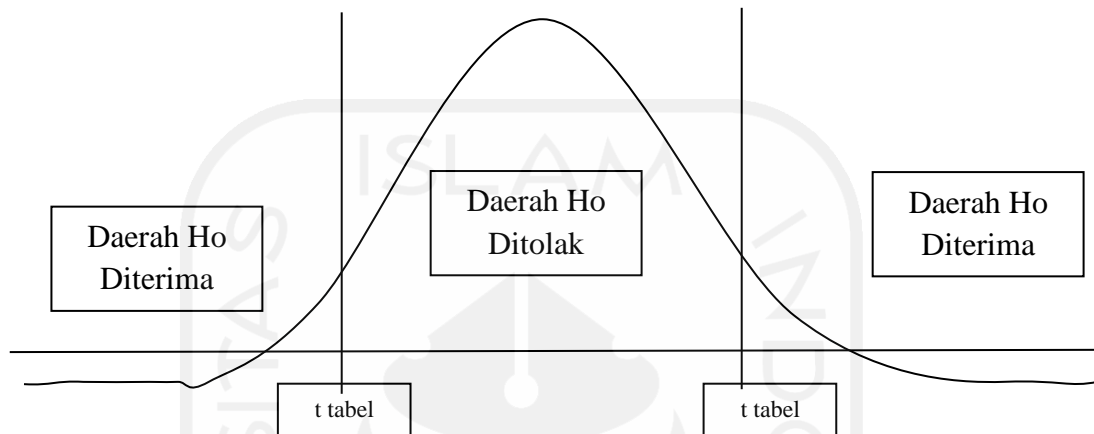
Jika nilai signifikansi  $< \alpha$  atau F hitung  $> F$  tabel maka Ho ditolak

#### 3.4.4.4 Uji Parsial (Uji t)

Uji t dilakukan dalam penelitian untuk melihat pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Uji t bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh tersebut secara signifikan atau tidak antara variabel independen terhadap variabel dependen yang digunakan dalam penelitian.

**Gambar 3. 1**

**Kurva Uji-t**



1. Formula hipotesis:

a. Ho: Ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham pasca-IPO

Ha: Ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *return* saham pasca-IPO

b. Ho: Umur perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham pasca-IPO

Ha: Umur perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *return* saham pasca-IPO

c. Ho: Jumlah saham yang ditawarkan tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham pasca-IPO.

Ha: Jumlah saham yang ditawarkan memiliki pengaruh negatif terhadap *return* saham pasca-IPO.

d. Ho: Gross proceed tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham pasca-IPO.

Ha: Gross proceed memiliki pengaruh negatif terhadap *return* saham pasca-IPO.

e. Ho: Debt to Equity Ratio (DER) tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham pasca-IPO.

Ha: Debt to Equity Ratio (DER) berpengaruh positif terhadap *return* saham pasca-IPO.

f. Ho: Price Earning Ratio (PER) tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham pasca-IPO

Ha: Price Earning Ratio (PER) memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham pasca-IPO

g. Ho: Tidak terdapat perbedaan pengaruh penggunaan dana hasil IPO untuk pembayaran hutang dan untuk peningkatan modal terhadap *return* saham pasca-IPO.

Ha: Terdapat perbedaan pengaruh penggunaan dana hasil IPO untuk pembayaran hutang dan untuk peningkatan modal terhadap *return* saham pasca-IPO.

## 2. Pengambilan keputusan

Jika nilai signifikansi  $> \alpha$  atau  $t$  hitung  $< t$  tabel maka  $H_0$  diterima

Jika nilai signifikansi  $< \alpha$  atau  $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$  maka  $H_0$  ditolak



## BAB IV

### ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan alat analisis yang digunakan untuk memberikan gambaran atau mendeskripsikan sebuah data yang digunakan dalam penelitian. Tabel 4.1 menyajikan nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), nilai t hitung dan standar deviasi dari masing-masing jenis *return*, baik *return* jangka pendek maupun jangka panjang dan seluruh variabel independen yang digunakan.

**Tabel 4. 1**  
**Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviasi	t
INI*	114	-35,71 %	70 %	35,48 %	28,55	13,270
OPR*	114	-2,56 %	70 %	34,50 %	25,50	14,449
RETADJ <sub>3</sub>	114	-820,33 %	3.975,06 %	53,24 %	458,04	1,241
RETADJ <sub>12</sub>	114	-1.013,44 %	272,58 %	-5.82 %	116,80	-0,533
RETADJ <sub>24</sub>	114	-2.845,52 %	12.115,38 %	89,39 %	1.178,85	0.810
FS	114	19	33	27,25	1,66	
Age	114	2	5	3,59	0,81	
OP	114	0,47	52	23,62	9,66	
GP	114	24	29	26,04	1,29	
DER	114	6	3.850	241,91	483,81	
PER	114	-9.196	3.846.153.84	68.491.43	458.799.782	
Method	114	0	1	0,14	0,34	

\*Signifikan pada level 1% ( $t_{0,01} = 2.359$ )

Sumber: Data sekunder diolah, 2021



Berdasarkan hasil uji statistik deskriptif pada tabel 4.1 di atas menunjukkan bahwa N atau jumlah data dari setiap variabel yang valid berjumlah 114 sampel perusahaan. Variabel INI secara statistik signifikan pada level 1% dengan nilai maksimum INI yaitu sebesar 70% dan nilai minimum sebesar -35,71%. Nilai rata-rata dari INI yaitu sebesar 35,48% dan nilai standar deviasi sebesar 28,55, hal tersebut menunjukkan bahwa nilai rata-rata lebih besar dibandingkan dengan standar deviasi sehingga menunjukkan adanya penyimpangan data yang terjadi rendah.

Variabel OPR secara statistik signifikan pada level 1% dengan nilai maksimum OPR sebesar 70% dan nilai minimum sebesar -2,56%. Nilai rata-rata dari OPR yaitu sebesar 34,50% dan nilai standar deviasi sebesar 25,50, hal tersebut menunjukkan bahwa nilai rata-rata lebih besar dibandingkan dengan standar deviasi sehingga menunjukkan adanya penyimpangan data yang terjadi rendah. Nilai maksimum RETADJ<sub>3</sub> sebesar 3.975,06% dan nilai minimum sebesar -820,33%. Nilai rata-rata dari RETADJ<sub>3</sub> yaitu sebesar 53,24% dan standar deviasi sebesar 458,04, hal tersebut menunjukkan bahwa nilai rata-rata lebih kecil dibandingkan dengan standar deviasi sehingga menunjukkan adanya penyimpangan data yang terjadi tinggi.

Nilai maksimum RETADJ<sub>12</sub> sebesar 250,02% dan nilai minimum sebesar -893,63%. Nilai rata-rata dari RETADJ<sub>12</sub> yaitu sebesar -4,98% dan standar deviasi sebesar 103,92, hal tersebut menunjukkan bahwa nilai rata-rata lebih kecil dibandingkan dengan standar deviasi sehingga menunjukkan adanya penyimpangan data yang terjadi tinggi. Nilai maksimum RETADJ<sub>24</sub> sebesar 12.115,38% dan nilai

minimum sebesar -2.845,52%. Nilai rata-rata dari  $RETADJ_{24}$  yaitu sebesar 89,39% dan standar deviasi sebesar 1.178,85, hal tersebut menunjukkan bahwa nilai rata-rata lebih kecil dibandingkan dengan standar deviasi sehingga menunjukkan adanya penyimpangan data yang terjadi tinggi.

Sedangkan, nilai maksimum variabel FS sebesar 33 dan nilai minimum sebesar 19 dengan nilai rata-rata sebesar 27,25. Nilai maksimum variabel AGE sebesar 5 dan nilai minimum sebesar 2 dengan nilai rata-rata sebesar 3,59. Nilai maksimum variabel OP sebesar 52 dan nilai minimum sebesar 0,47 dengan nilai rata-rata sebesar 23,62. Nilai maksimum variabel GP sebesar 29 dan nilai minimum sebesar 24 dengan nilai rata-rata sebesar 26,04. Nilai maksimum variabel DER sebesar 3.850 dan nilai minimum sebesar 6 dengan nilai rata-rata sebesar 241,91. Nilai maksimum variabel PER sebesar 3.846.153.846 dan nilai minimum sebesar -9.196 dengan nilai rata-rata sebesar 68.491.432. Nilai maksimum variabel Method sebesar 1 dan nilai minimum sebesar 0 dengan nilai rata-rata sebesar 0,14.

## **4.2 Hasil Uji Hipotesis**

### **4.2.1 Hipotesis 1**

Hipotesis pertama menyatakan bahwa terdapat fenomena *underpricing* pada perusahaan yang IPO di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2018. Sehingga pengujian hipotesis 1 dilakukan dengan menggunakan uji statistik deskriptif dan uji regresi univariat. Hasil uji statistik deskriptif pada tabel 4.1 menunjukkan bahwa variabel *return* jangka pendek yaitu INI, OPR dan  $RETADJ_3$  memiliki nilai *mean*

(rata-rata) yang positif yaitu sebesar 35,48%, 34,50% dan 53,24%. Selain itu variabel INI dan OPR signifikan pada level 1%, hal ini di karenakan nilai t hitung variabel INI sebesar  $13,270 > 2,359$  dan nilai t hitung OPR sebesar  $14,449 > 2,359$ .

**Tabel 4. 2**  
**Hasil Regresi Univariat**

Variabel Dependen	Variabel Independen	Estimated Coefficient	T	Standard Error	R <sup>2</sup>	F	D-W
INI	OPR	0.915*	14.988	0.061	0.667	224.637	2.099
RETADJ <sub>3</sub>	OPR	3.365**	2.018	1.667	0.035	4.073	2.016
	INI	2.652***	1.774	1.495	0.027	3.148	2.025
RETADJ <sub>12</sub>	OPR	-0.264	-0.610	0.432	0.003	0.372	2.081
	INI	-0.108	-0.278	0.386	0.001	0.077	2.094
RETADJ <sub>24</sub>	OPR	1.698	0.389	4.365	0.001	0.151	2.116
	INI	1.228	0.315	3.900	0.001	0.099	2.117

\*Signifikan pada level 1% ( $t_{0.01} = 2.623$ )  
\*\*Signifikan pada level 5% ( $t_{0.05} = 1.982$ )  
\*\*\*Signifikan pada level 10% ( $t_{0.10} = 1.659$ )

Sumber: Data sekunder diolah, 2021

Sedangkan hasil uji regresi univariat pada tabel 4.2 menunjukkan bahwa variabel OPR dan INI menghasilkan nilai koefisien yang positif ketika diregresikan dengan variabel RETADJ<sub>3</sub> yaitu sebesar 3.365 dan 2.652 dan signifikan pada level 5% dan 10%. Hal ini di karenakan nilai t hitung variabel OPR terhadap variabel RETADJ<sub>3</sub> sebesar  $2,018 > 1,982$  dan nilai t hitung INI terhadap variabel RETADJ<sub>3</sub>

sebesar  $1,774 > 1,659$ . Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel OPR dan INI berpengaruh positif terhadap variabel  $RETADJ_3$ . Nilai  $R^2$  pada regresi variabel OPR terhadap variabel  $RETADJ_3$  yaitu sebesar 0.035, hasil ini menunjukkan bahwa presentase sumbangan pengaruh variabel OPR terhadap variabel  $RETADJ_3$  adalah sebesar 3,5%. Sedangkan nilai  $R^2$  pada regresi variabel INI terhadap variabel  $RETADJ_3$  yaitu sebesar 0.027, hasil ini menunjukkan bahwa presentase sumbangan pengaruh variabel INI terhadap variabel  $RETADJ_3$  adalah sebesar 2,7%.

Selain itu, dilakukan pula pengujian pada salah satu teori penyebab terjadinya *underpricing* yaitu *the winner curse hypothesis*. Teori ini diuji dengan mengacu pada hubungan antara variabel OPR dengan variabel INI. Hasil uji regresi univariat pada tabel 4.2 menunjukkan bahwa variabel OPR menghasilkan nilai koefisien yang positif ketika diregresikan dengan variabel INI yaitu sebesar 0.915 dan signifikan pada level 1% dikarenakan nilai  $t$  hitungnya sebesar  $14,988 > 2,623$ . Hal ini menunjukkan bahwa variabel OPR berpengaruh positif terhadap variabel INI. Nilai  $R^2$  terbesar berada pada regresi variabel OPR terhadap variabel INI yaitu sebesar 0.667, hasil ini menunjukkan bahwa presentase sumbangan pengaruh variabel OPR terhadap variabel INI adalah sebesar 66,7%.

#### **4.2.2 Hipotesis 2**

Hipotesis kedua menyatakan bahwa terdapat fenomena *underperformance* dalam jangka panjang pada perusahaan yang IPO di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2018. Sehingga pengujian hipotesis 2 dilakukan dengan menggunakan

uji regresi univariat. Hasil uji regresi univariat pada tabel 4.2 menunjukkan bahwa variabel OPR dan INI menghasilkan nilai koefisien yang negatif ketika diregresikan terhadap variabel RETADJ<sub>12</sub> yaitu sebesar -0.264 dan -0.108, dengan nilai t hitung variabel OPR terhadap RETADJ<sub>12</sub> sebesar  $-0.610 < 1.659$  dan nilai t hitung variabel INI terhadap RETADJ<sub>12</sub> sebesar  $-0.278 < 1.659$ . Hal ini menunjukkan bahwa variabel OPR dan INI berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap variabel RETADJ<sub>12</sub>. Nilai R<sup>2</sup> pada regresi variabel OPR terhadap variabel RETADJ<sub>12</sub> yaitu sebesar 0.003, hasil ini menunjukkan bahwa presentase sumbangan pengaruh variabel OPR terhadap variabel RETADJ<sub>12</sub> adalah sebesar 0,3%. Sedangkan nilai R<sup>2</sup> pada regresi variabel INI terhadap variabel RETADJ<sub>12</sub> yaitu sebesar 0.001, hasil ini menunjukkan bahwa presentase sumbangan pengaruh variabel INI terhadap variabel RETADJ<sub>12</sub> adalah sebesar 0,1%.

Sebaliknya, variabel OPR dan INI menghasilkan nilai koefisien yang positif ketika diregresikan terhadap variabel RETADJ<sub>24</sub> yaitu sebesar 1.698 dan 1.228, dengan nilai t hitung variabel OPR terhadap RETADJ<sub>24</sub> sebesar  $0.389 < 1.659$  dan nilai t hitung variabel INI terhadap RETADJ<sub>24</sub> sebesar  $0.315 < 1.659$ . Hal ini menunjukkan bahwa variabel OPR dan INI berpengaruh positif tidak signifikan terhadap variabel RETADJ<sub>24</sub>. Nilai R<sup>2</sup> pada regresi variabel OPR dan INI terhadap variabel RETADJ<sub>24</sub> yaitu sebesar 0.001, hasil ini menunjukkan bahwa presentase sumbangan pengaruh variabel OPR dan INI terhadap variabel RETADJ<sub>24</sub> adalah sebesar 0,1%.

### 4.2.3 Hipotesis 3

Hipotesis ketiga diajukan untuk mengetahui faktor-faktor apa saja yang dapat memengaruhi *return* pasca-IPO, dimana *return* yang diterima oleh investor dapat menggambarkan tingkat *underpricing* suatu saham. Sehingga hipotesis 3a menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *return* saham pasca-IPO. Hipotesis 3b menyatakan bahwa umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap *return* saham pasca-IPO. Hipotesis 3c menyatakan bahwa jumlah saham yang ditawarkan berpengaruh negatif terhadap *return* saham pasca-IPO.

Sementara itu, hipotesis 3d menyatakan bahwa *gross proceed* berpengaruh negatif terhadap *return* saham pasca-IPO. Hipotesis 3e menyatakan bahwa *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh positif terhadap *return* saham pasca-IPO. Hipotesis 3f menyatakan bahwa *Price Earning Ratio* (PER) berpengaruh positif terhadap *return* saham pasca-IPO. Sedangkan, hipotesis 3g menyatakan bahwa Terdapat perbedaan pengaruh antara penggunaan dana hasil IPO untuk pembayaran hutang dengan penggunaan dana hasil IPO untuk peningkatan modal terhadap *return* saham pasca-IPO.

Dengan demikian pengujian hipotesis 3 dilakukan dengan menggunakan uji regresi multivariat. Namun sebelum dilakukan uji regresi multivariat, terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik agar dapat memberikan kepastian terkait persamaan yang digunakan memiliki ketetapan dalam estimasi, konsisten dan tidak bias.

### 4.2.3.1 Uji Asumsi Klasik

Terdapat 4 jenis uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini yaitu uji normalitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas dan uji multikolinearitas.

#### 1. Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan dalam penelitian ini untuk menentukan apakah data yang telah dikumpulkan berdistribusi secara normal atau tidak. Tabel 4.3 berikut ini adalah hasil uji normalitas dari 114 sampel yang digunakan.

**Tabel 4. 3**  
**Uji Normalitas**

<b>One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test</b>		
		Unstandardized Residual
N		114
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	16.73673586
Most Extreme Differences	Absolute	.043
	Positive	.039
	Negative	-.043
Test Statistic		.043
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 <sup>c,d</sup>
a. Test distribution is Normal.		
b. Calculated from data.		
c. Lilliefors Significance Correction.		
d. This is a lower bound of the true significance.		

Berdasarkan tabel 4.3 di atas, dalam uji normalitas dapat dilihat bahwa nilai signifikansi sebesar  $0.200 > 0.05$  sehingga dapat disimpulkan bahwa data residual berdistribusi dengan normal.

## 2. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi digunakan dalam penelitian ini untuk mengetahui apakah terjadi korelasi variabel antara suatu periode t dengan periode sebelumnya. Tabel 4.4 berikut ini adalah hasil uji autokorelasi dari 114 sampel yang digunakan.

**Tabel 4. 4**  
**Uji Autokorelasi**

<b>Runs Test</b>	
	Unstandardized Residual
Test Value <sup>a</sup>	-.65778
Cases < Test Value	57
Cases >= Test Value	57
Total Cases	114
Number of Runs	54
Z	-.753
Asymp. Sig. (2-tailed)	.452
a. Median	

Berdasarkan tabel 4.4 di atas, dalam uji autokorelasi dapat dilihat nilai Asymp.Sig (2-tailed) sebesar  $0.452 > 0.05$  sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala autokorelasi.

## 3. Uji Heteroskedastisitas



Uji heteroskedastisitas digunakan dalam penelitian ini untuk mengetahui apakah pada model regresi terdapat ketidaksamaan varian dari residual dalam satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Tabel 4.5 berikut ini adalah hasil uji heteroskedastisitas dari 114 sampel yang digunakan.

**Tabel 4. 5**  
**Uji Heteroskedastisitas**

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.110	4.542		-.024	.981
	TA	.017	.174	.013	.099	.922
	Age	-.157	.255	-.059	-.616	.539
	OP	-.028	.024	-.124	-1.170	.245
	GP	.210	.201	.125	1.047	.297
	DER	.000	.000	-.089	-.962	.338
	PER	-1.254E-9	.000	-.265	-2.895	.005
	Method	-.361	.576	-.058	-.627	.532

a. Dependent Variable: LN\_RES

Berdasarkan tabel 4.5 di atas, dalam uji heteroskedastisitas dapat dilihat nilai signifikansi untuk variabel FS, Age, OP, GP, DER dan Method yaitu  $> 0.05$  sehingga dapat dikatakan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas. Namun pada variabel PER nilai signifikansi  $< 0.05$  yang berarti terjadi heteroskedastisitas pada variabel tersebut. Sehingga dapat disimpulkan bahwa secara keseluruhan tidak terjadi adanya gejala heteroskedastisitas pada sampel yang digunakan.

#### 4. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas digunakan dalam penelitian ini untuk mengetahui apakah pada sebuah model regresi ditemukan adanya hubungan linear antar variabel independen. Tabel 4.6 berikut ini adalah hasil uji multikolinearitas dari 114 sampel yang digunakan.

**Tabel 4. 6**  
**Uji Multikolinearitas**

Coefficients <sup>a</sup>								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	346.505	37.436		9.256	.000		
	TA	3.096	1.433	.202	2.161	.033	.467	2.140
	Age	-6.918	2.102	-.220	-3.290	.001	.910	1.099
	OP	.527	.197	.200	2.680	.009	.732	1.366
	GP	-14.767	1.655	-.748	-8.920	.000	.578	1.731
	DER	.001	.003	.025	.390	.697	.963	1.038
	PER	7.025E-9	.000	.126	1.968	.052	.986	1.015
	Method	-1.253	4.749	-.017	-.264	.792	.963	1.039

a. Dependent Variable: OPR

Berdasarkan tabel 4.6 di atas, dalam uji multikolinearitas dapat dilihat bahwa seluruh variabel independen memiliki nilai VIF < 10,00 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi korelasi diantara variabel independen atau tidak adanya multikolinearitas.

#### 4.2.3.2 Uji Regresi Multivariat

Analisis regresi multivariat digunakan dalam penelitian ini untuk mengetahui seberapa besar pengaruh variabel ukuran perusahaan, umur perusahaan, jumlah saham yang ditawarkan, *gross proceed*, DER, PER dan tujuan penggunaan dana terhadap *return* saham IPO.

**Tabel 4. 7**  
**Hasil Regresi Multivariat**

	OPR	INI	RETADJ <sub>3</sub>	RETADJ <sub>12</sub>	RETADJ <sub>24</sub>
Constant	346.505	354.542	474.431	-175.783	-999.891
FS	3.096** (2.161)	2.696 (1.492)	53.509** (1.774)	-3.203 (-0.325)	13.995 (0.142)
AGE	-6.918* (-3.290)	-9.722* (-3.665)	-14.642 (-0.331)	-7.374 (-0.510)	-262.380** (-1.812)
OP	0.527* (2.680)	0.363 (1.465)	6.053 (1.463)	-1.596 (-1.182)	-11.505 (-0.850)
GP	-14.767* (-8.920)	-14.075* (-6.738)	-79.809** (-2.290)	12.191 (1.072)	74.306 (0.652)
DER	0.001 (0.390)	0.001 (0.342)	0.574* (7.959)	0.009 (0.398)	0.012 (0.052)
PER	7.025E-9** (1.968)	7.109E-9 (1.579)	-3.254E-8 (-0.433)	5.440E-9 (0.222)	-1.714E-9 (-0.007)
Method	-1.253	-3.395	-198.218**	9.135	-117.191

	OPR	INI	RETADJ <sub>3</sub>	RETADJ <sub>12</sub>	RETADJ <sub>24</sub>
	(-0.264)	(-0.567)	(-1.983)	(0.280)	(-0.358)
R <sup>2</sup>	0.569	0.453	0.408	0.031	0.043
F	20.010	12.537	10.450	0.478	0.688
Std. Error	17.281	21.805	363.783	118.741	1190.402
*Signifikan pada level 1% ( $t_{0.01} = 2.623$ )					
**Signifikan pada level 10% ( $t_{0.10} = 1.659$ )					

Sumber: Data sekunder diolah, 2021

### 1. Koefisien Determinasi

Berdasarkan pada tabel 4.7, dapat dijelaskan bahwa hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen OPR didapatkan nilai R<sup>2</sup> sebesar 0.569, hal ini berarti bahwa pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen OPR adalah sebesar 56.9%. Sedangkan sisanya sebesar 43.1% dipengaruhi oleh variabel independen lain yang tidak dilibatkan dalam penelitian ini. Hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen INI didapatkan nilai R<sup>2</sup> sebesar 0.453, hal ini berarti bahwa pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen INI adalah sebesar 45.3%. Sedangkan sisanya sebesar 54.7% dipengaruhi oleh variabel independen lain yang tidak dilibatkan dalam penelitian ini.

Sedangkan, hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen RETADJ<sub>3</sub> didapatkan nilai R<sup>2</sup> sebesar 0.408, hal ini berarti bahwa pengaruh variabel

dependen RETADJ<sub>3</sub> adalah sebesar 40.8%. Sedangkan sisanya sebesar 59.2% dipengaruhi oleh variabel independen lain yang tidak dilibatkan dalam penelitian ini. Hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen RETADJ<sub>12</sub> didapatkan nilai R<sup>2</sup> sebesar 0.031, hal ini berarti bahwa pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen RETADJ<sub>12</sub> adalah sebesar 3,1%. Sedangkan sisanya sebesar 96,9% dipengaruhi oleh variabel independen lain yang tidak dilibatkan dalam penelitian ini. Hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen RETADJ<sub>24</sub> didapatkan nilai R<sup>2</sup> sebesar 0.043, hal ini berarti bahwa pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen RETADJ<sub>24</sub> adalah sebesar 4.3%. Sedangkan sisanya sebesar 95.7% dipengaruhi oleh variabel independen lain yang tidak dilibatkan dalam penelitian ini.

## **2. Uji Simultan (Uji-F)**

Berdasarkan hasil perhitungan uji-F pada tabel 4.7, dapat dijelaskan bahwa:

1. Nilai signifikansi sebesar  $0.000 < 0.1$  atau nilai F hitung sebesar  $20.010 > 1.77$ , maka terdapat pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen OPR. Sehingga Ho ditolak dan Ha diterima.
2. Nilai signifikansi sebesar  $0.000 < 0.1$  atau nilai F hitung sebesar  $12.537 > 1.77$ , maka terdapat pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen INI. Sehingga Ho ditolak dan Ha diterima.

3. Nilai signifikansi sebesar  $0.000 < 0.1$  atau nilai F hitung sebesar  $10.450 > 1.77$ , maka terdapat pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen RETADJ<sub>3</sub>. Sehingga Ho ditolak dan Ha diterima.
4. Nilai signifikansi sebesar  $0.849 > 0.1$  atau nilai F hitung sebesar  $0.478 < 1.77$ , maka tidak terdapat pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen RETADJ<sub>12</sub>. Sehingga Ho diterima dan Ha ditolak.
5. Nilai signifikansi sebesar  $0.682 > 0.1$  atau nilai F hitung sebesar  $0.688 < 1.77$ , maka tidak terdapat pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen RETADJ<sub>24</sub>. Sehingga Ho diterima dan Ha ditolak.

### **3. Uji Parsial (Uji-t)**

Berdasarkan tabel 4.7, dapat dijelaskan bahwa variabel FS, OP, DER dan PER menghasilkan nilai koefisien yang positif ketika diregresikan terhadap variabel OPR yaitu sebesar 3.096, 0.527, 0.001, dan  $7.025E-9$ . Sebaliknya, variabel Age, GP dan method menghasilkan nilai koefisien yang negatif ketika diregresikan dengan variabel OPR yaitu sebesar -6.918, -14.767 dan  $-1.253$ . Sedangkan variabel FS, OP, DER, dan PER menghasilkan nilai koefisien yang positif ketika diregresikan dengan variabel INI yaitu sebesar 2.696, 0.363, 0,001 dan  $7.109E-9$ . Sebaliknya, variabel Age, GP dan method menghasilkan nilai koefisien yang negatif ketika diregresikan dengan variabel INI yaitu sebesar -9.722, -14.075 dan -3.395. Sedangkan variabel FS, OP dan DER menghasilkan nilai koefisien yang positif ketika diregresikan dengan variabel RETADJ<sub>3</sub> yaitu sebesar 53.509, 6.053 dan 0.574. Sebaliknya, variabel Age,

GP, PER dan Method menghasilkan nilai koefisien yang negatif ketika diregresikan dengan variabel RETADJ<sub>3</sub> yaitu sebesar -14.642, -79.809, -3.254E-8 dan -198.218.

Variabel GP, DER, PER dan Method menghasilkan nilai koefisien yang positif ketika diregresikan dengan variabel RETADJ<sub>12</sub> yaitu sebesar 12.191, 0.009, 5.440E-9, dan 9.135. Sebaliknya, variabel FS, Age, dan OP menghasilkan nilai koefisien yang negatif ketika diregresikan dengan variabel RETADJ<sub>12</sub> yaitu sebesar -3.203, -7.374, dan -1.569. Variabel FS, GP, dan DER menghasilkan nilai koefisien yang positif ketika diregresikan dengan variabel RETADJ<sub>24</sub> yaitu sebesar 13.995, 74.306, 0.012. Sebaliknya, variabel Age, OP, PER dan Method menghasilkan nilai koefisien yang negatif yaitu sebesar -262.380, -11.505, -1.714E-9, dan -117.191.

Selain itu, berdasarkan hasil perhitungan uji-t pada analisis regresi multivariat di tabel 4.7, dapat dijelaskan bahwa:

1. Variabel FS secara parsial berpengaruh secara statistik terhadap variabel dependen OPR dan signifikan pada level 10%, hal ini di karenakan nilai signifikansi sebesar  $0.033 < 0.10$  atau t hitung sebesar  $2.161 > 1.659$ . Selain itu, variabel FS secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen RETADJ<sub>3</sub> dan signifikan pada level 10%, hal ini di karenakan nilai signifikansi sebesar  $0.079 < 0.10$  atau t hitung sebesar  $1.774 > 1.659$ . Namun variabel FS secara parsial tidak berpengaruh secara statistik terhadap variabel dependen INI, RETADJ<sub>12</sub> dan RETADJ<sub>24</sub>.

2. Variabel Age secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen OPR dan signifikan pada level 1%, hal ini dikarenakan nilai signifikansi  $0.001 < 0.01$  atau t hitung sebesar  $-3.290 > 2.623$ . Variabel Age juga secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen INI dan signifikan pada level 1%, hal ini dikarenakan nilai signifikansi  $0.000 < 0.01$  atau t hitung sebesar  $-3.665 > 2.623$ . Selain itu, variabel Age secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen RETADJ<sub>24</sub> dan signifikan pada level 10%, hal ini dikarenakan nilai signifikansi  $0.099 < 0.10$  atau t hitung sebesar  $-1.667 > 1.659$ . Namun variabel Age secara parsial tidak berpengaruh terhadap variabel dependen RETADJ<sub>3</sub> dan RETADJ<sub>12</sub>.
3. Variabel OP secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen OPR dan signifikan pada level 1%, hal ini dikarenakan nilai signifikansi  $0.009 < 0.01$  atau t hitung sebesar  $2.680 > 2.623$ . Namun, variabel OP secara parsial tidak berpengaruh terhadap variabel dependen INI, RETADJ<sub>3</sub>, RETADJ<sub>12</sub> dan RETADJ<sub>24</sub>.
4. Variabel GP secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen OPR dan signifikan pada level 1%, hal ini dikarenakan nilai signifikansi  $0.000 < 0.01$  atau t hitung sebesar  $-8.920 > 2.623$ . Variabel GP juga secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen INI dan signifikan pada level 1%, hal ini dikarenakan nilai signifikansi  $0.000 < 0.01$  atau t hitung sebesar  $-6.738 > 2.623$ . Variabel GP secara parsial berpengaruh terhadap variabel RETADJ<sub>3</sub> dan signifikan pada level 10%, hal ini dikarenakan nilai signifikansi  $0.024 >$



0.01 atau t hitung sebesar  $-2.290 > 1.659$ . Namun, variabel GP secara parsial tidak berpengaruh terhadap variabel dependen  $RETADJ_{12}$  dan  $RETADJ_{24}$ .

5. Variabel DER secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen  $RETADJ_3$  dan signifikan pada level 1%, hal ini dikarenakan nilai signifikansi  $0.000 < 0.10$  atau t hitung sebesar  $7.959 > 2.623$ . Namun, variabel PER secara parsial tidak berpengaruh terhadap variabel dependen INI, OPR,  $RETADJ_{12}$  dan  $RETADJ_{24}$ .
6. Variabel PER secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen OPR, hal ini di karenakan nilai signifikansi  $0.052 < 0.10$  atau t hitung sebesar  $1.968 > 1.659$ . Namun, variabel PER secara parsial tidak berpengaruh terhadap variabel dependen INI,  $RETADJ_3$ ,  $RETADJ_{12}$  dan  $RETADJ_{24}$ .
7. Variabel Method secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen  $RETADJ_3$  dan signifikan pada level 10%, hal ini di karenakan nilai signifikansi  $0.050 < 0.10$  atau t hitung sebesar  $-1.983 > 1.659$ . Namun, variabel PER secara parsial tidak berpengaruh terhadap variabel dependen INI, OPR,  $RETADJ_{12}$  dan  $RETADJ_{24}$ .

### **4.3 Pembahasan**

#### **4.3.1 Underpricing di Indonesia**

Berdasarkan hasil penelitian, dijelaskan bahwa nilai rata-rata (*mean*) pada seluruh variabel yang termasuk dalam jenis *return* jangka pendek yaitu variabel *Initial Return* (INI), *Opening Price Return* (OPR), dan *return* 3 bulan setelah IPO

(RETADJ<sub>3</sub>) bernilai positif. Bahkan variabel *Initial Return* (INI) dan *Opening Price Return* (OPR) terbukti signifikan secara statistik pada level 1%. Dimana tingkat nilai *mean return* positif yang diperoleh investor dalam jangka pendek dapat menunjukkan nilai *mean* dari tingkat *underpricing* suatu saham. Selain itu, hubungan antara *return* hari pertama perdagangan dan *return* 3 bulan setelah IPO terbukti signifikan di level 5% dan 10%, dimana hal tersebut dapat menunjukkan bahwa *return* yang diperoleh investor berlangsung tetap positif dari awal perdagangan hingga 3 bulan setelahnya. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa telah terjadi fenomena *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2010-2018 sehingga hipotesis 1 diterima.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya, seperti dalam penelitian Florentina (2014), Kartika dan Putra (2017), Heryanto dan Kartawinata (2016), dan Yusniar (2016). Menurut Kartika dan Putra (2017), telah terjadi fenomena *underpricing* di Indonesia yang ditunjukkan dari tingkat *mean initial return* yang bernilai positif selama 5 tahun berturut-turut pada IPO periode 2010-2014. Florentina (2014), Heryanto dan Kartawinata (2016), dan Yusniar (2016) menyatakan bahwa hasil penelitian menunjukkan bahwa telah terjadi *underpricing* di Indonesia ditunjukkan dari nilai *mean initial return* yang bernilai positif dan *mean return* 3 bulan pasca IPO yang tetap berlangsung positif. Tetapi hasil berbeda ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Pranyoto et al (2019), dimana

terjadi *overpricing* pada saham perusahaan non keuangan di Indonesia yang ditunjukkan dari nilai *mean initial return* yang negatif sebesar -9,656.

Hasil penelitian ini juga mendukung *the winner's curse hypothesis*. Variabel *Opening Price Return* (OPR) berpengaruh positif terhadap variabel *Initial Return* (INI) serta signifikan pada level 1%. Dimana kedua variabel tersebut sama-sama menggunakan harga penawaran sebagai dasar perhitungan. Hasil penelitian ini mendukung *the winner's curse hypothesis* yang menyatakan bahwa investor yang membeli saham pada harga penawaran merupakan investor yang menyadari adanya keuntungan dari *initial return* atau disebut sebagai *investor informed*. Sehingga perusahaan sengaja memberikan diskon pada harga penawaran untuk mendorong *investor uninformed* melakukan pembelian saham IPO di pasar primer agar kedua kelompok investor tersebut mendapatkan kemungkinan *return* yang wajar.

Indikasi ini didukung oleh penelitian Durukan (2002), dimana pengujian *the winner's curse hypothesis* dilakukan dengan melihat hubungan antara *opening price return* dengan *initial return*. Jika hubungan kedua *return* tersebut positif maka dapat disimpulkan hasil penelitiannya mendukung *the winner curse hypothesis*. Dimana investor yang melakukan pembelian dari harga penawaran merupakan investor yang mengetahui adanya *initial return*. Selain itu, menurut Chhabra dan Kiran (2020), hasil penelitian terbukti mendukung *the winner curse hypothesis*. Dimana hal tersebut ditunjukkan dari *adjusted return* pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder bernilai positif dalam jangka pendek.

Namun berbeda dengan penelitian ini, menurut Yahya et al (2019), pengujian *the winner's curse hypothesis* diukur dengan memperkirakan tingkat alokasi jumlah saham yang diterima *investor uninformed* yang telah mereka pesan sebelumnya. Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan negatif signifikan antara tingkat alokasi dengan aktivitas *flipping* pada hari dan minggu pertama perdagangan. Dimana aktivitas *flipping* merupakan kondisi dimana investor sesegera mungkin menjual saham pada awal *aftermarket* dengan tujuan mendapatkan *initial return*. Artinya *investor uninformed* menerima tingkat jumlah saham yang diterima tinggi maka aktivitas *flipping* semakin sedikit. Dimana menurut teori *the winner curse*, jika *investor uninformed* menerima jumlah saham banyak maka saham tersebut termasuk dalam saham yang *overpriced*, sedangkan jika *investor uninformed* menerima jumlah saham yang sedikit maka saham tersebut termasuk dalam saham yang *underpriced*. Hal ini dikarenakan IPO yang *underpriced* cenderung dialokasikan lebih banyak kepada *investor informed*. Sehingga *investor uninformed* akan menahan sahamnya dalam jangka panjang akibat harga saham yang *overpriced*.

#### **4.3.2 Underperformance Dalam Jangka Panjang Pasca-IPO**

Berdasarkan hasil penelitian, dijelaskan bahwa adanya hubungan negatif antara *return* jangka pendek dengan *return* 1 tahun setelah IPO ( $RETADJ_{12}$ ) meskipun tidak signifikan secara statistik sehingga hipotesis 2 ditolak. Namun adanya pola perubahan nilai *return* ini mendukung hipotesis *fads* yang menyatakan bahwa *underpricing* terjadi karena adanya *overvaluation* saham IPO oleh investor

pada awal perdagangan di pasar sekunder, sehingga investor mau membeli saham IPO di pasar sekunder dengan harga yang lebih tinggi. Sebaliknya, dalam jangka panjang saham IPO justru mengalami penurunan akibat pasar mengoreksi harga saham yang terkena dampak *overvaluation* oleh para investor. Namun, hasil penelitian menunjukkan bahwa pada tahun kedua setelah IPO nilai *return* kembali positif yang disebabkan oleh faktor lain di luar isu IPO yang ada dalam penelitian ini.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya, seperti dalam penelitian Khin et al (2017), hasil penelitian memberikan bukti pendukung untuk *fads hypothesis*, dimana terdapat hubungan negatif antara *initial return* dan *return* 12, 24, dan 36 bulan pasca-IPO. Bahkan *return* 36 bulan pasca-IPO signifikan di level 5%. Hal ini menunjukkan bahwa pasar akan langsung mengoreksi *overvaluation* setelah menyadari adanya *initial return* yang tinggi. Selain itu, menurut Reddy (2013), IPO dalam jangka pendek memang terbukti memberikan *initial return* yang positif namun dalam jangka panjang *return* yang diterima investor cenderung turun dan menjadi negatif. Tetapi hasil berbeda ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Chen et al (2010), hasil penelitian menunjukkan bahwa IPO pada pasar modal Taiwan dapat mengungguli pasar dalam waktu 5 tahun setelah *go public* dengan atau tanpa *initial return*. Hal tersebut menunjukkan bahwa meskipun investor tidak mendapatkan jatah saham pada saat penerbitan, investor masih tetap bisa mendapatkan keuntungan jika menahan saham untuk waktu yang lama setelah diterbitkan.

### 4.3.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap *Return Saham Pasca-IPO*

Berdasarkan hasil uji hipotesis, dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan secara positif berpengaruh signifikan terhadap *return* saham jangka pendek sehingga hipotesis 3a ditolak. Artinya perusahaan berskala kecil memberikan *return* saham jangka pendek yang rendah, sedangkan perusahaan berskala besar memberikan *return* saham jangka pendek yang tinggi. Hal ini terjadi karena perusahaan berskala besar lebih memiliki kelengkapan informasi dibandingkan perusahaan berskala kecil. Kelengkapan informasi tersebut dapat digunakan oleh investor untuk dijadikan bahan pertimbangan saat melakukan investasi. Dalam teori *signaling*, dijelaskan bahwa penekanan harga penawaran bertujuan untuk memberikan sinyal kualitas perusahaan. Karena hanya perusahaan yang berkualitas yang mampu menutup kerugian akibat fenomena *underpricing* dengan realisasi kinerja jangka panjang yang baik.

Indikasi ini didukung oleh penelitian Hermuningsih (2014), dimana pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap *initial return* disebabkan karena perusahaan skala besar dapat memberikan jaminan dan kepercayaan lebih kepada investor mengenai kinerja yang baik di masa depan, yang akan berdampak pada tingkat *return* yang tinggi. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian Islam et al (2010) dan Hermuningsih (2014), hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan secara positif berpengaruh signifikan terhadap *initial return* dan *underpricing*. Tetapi hasil berbeda ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Aslam dan Ullah (2017) dan Wiguna dan Yadnyana (2015). Menurut Aslam & Ullah (2017), ukuran

perusahaan justru berpengaruh negatif terhadap *first day returns*. Sedangkan menurut Wiguna dan Yadnyana (2015), perusahaan berskala kecil memberikan *initial return* lebih tinggi dibandingkan perusahaan berskala besar.

#### **4.3.4 Pengaruh Umur Perusahaan Terhadap Return Saham Pasca-IPO**

Berdasarkan hasil uji hipotesis, dapat disimpulkan bahwa umur perusahaan secara negatif berpengaruh signifikan terhadap *return* saham jangka pendek dan jangka panjang sehingga hipotesis 3b diterima. Artinya perusahaan baru memberikan *return* saham yang tinggi, sedangkan perusahaan dewasa justru memberikan *return* saham yang rendah. Perusahaan baru memiliki risiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dewasa. Hal ini disebabkan karena perusahaan baru memiliki informasi historis keuangan lebih sedikit dibandingkan dengan perusahaan dewasa. Sehingga investor akan kesulitan dalam menganalisis kesehatan keuangan perusahaan baru. Dalam teori *ex ante uncertainty*, ketidakpastian nilai perusahaan di masa depan akan membuat investor menuntut agar harga saham menjadi *underpriced*.

Indikasi ini didukung oleh hasil penelitian Engelen dan Essen (2010), dimana perusahaan yang belum lama berdiri memiliki lebih banyak *ex ante uncertainty* mengenai nilai perusahaan di masa depan. Sehingga investor cenderung menuntut tingkat *underpricing* yang lebih tinggi kepada perusahaan baru. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Pahlevi (2014). Menurut Pahlevi (2014), hasil penelitian menunjukkan bahwa umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Tetapi hasil berbeda ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh

Gautama et al (2015) dan Wei dan Marsidi (2019), dimana umur perusahaan terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return* dan *underpricing*.

#### **4.3.5 Pengaruh Jumlah Saham yang Ditawarkan Terhadap *Return* Saham**

##### **Pasca-IPO**

Berdasarkan hasil uji hipotesis, dapat disimpulkan bahwa jumlah saham yang ditawarkan secara positif memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham jangka pendek sehingga hipotesis 3c ditolak. Hal ini berarti perusahaan yang menawarkan presentase saham yang besar ke publik memberikan *return* saham tinggi, sedangkan perusahaan yang menawarkan jumlah saham yang lebih sedikit ke publik memberikan *return* saham yang rendah. Presentase kepemilikan saham yang ditahan oleh pemilik atau pendiri dapat menggambarkan bahwa terdapat *private information* yang dimiliki oleh pemilik. *Private information* yang dimiliki tersebut dapat menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek masa depan yang baik sehingga pemilik tetap mempertahankan investasinya di perusahaan. Semakin kecil presentase saham yang ditawarkan maka semakin kecil pula ketidakpastian di masa depan. Dengan kata lain, semakin besar presentase saham yang ditawarkan maka semakin besar pula *ex ante uncertainty* di masa depan. Oleh karena itu, *underwriter* sengaja menetapkan harga penawaran serendah mungkin untuk menghindari saham yang tidak laku terjual dan memenuhi tuntutan investor. Sehingga hal tersebut berdampak pada terjadinya fenomena *underpricing* dan peningkatan *initial return*.



Indikasi ini didukung oleh penelitian Maya (2013), dimana semakin besar presentase saham yang ditawarkan maka semakin besar tingkat ketidakpastian di masa depan. Oleh karena itu, emiten dan *underwiter* sama-sama menyepakati harga penawaran perdana yang rendah sehingga berdampak pada terjadinya tingkat *underpricing* yang meningkat. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Maya (2013), dimana presentase saham yang ditawarkan terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap *underpricing* saham. Tetapi hasil berbeda ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Sohail dan Raheman (2009) dan Rastiti dan Stephanus (2015), dimana presentase saham yang ditawarkan kepada publik terbukti tidak berpengaruh terhadap *initial return*.

#### **4.3.6 Pengaruh *Gross Proceed* Terhadap Return Saham Pasca-IPO**

Berdasarkan hasil uji hipotesis, dapat disimpulkan bahwa *gross proceed* secara negatif memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham jangka pendek sehingga hipotesis 3d diterima. Hal ini berarti perusahaan yang memiliki nilai *gross proceed* yang tinggi memberikan *return* saham rendah, sedangkan perusahaan yang memiliki nilai *gross proceed* yang rendah memberikan *return* saham yang tinggi. Dalam teori *ex ante uncertainty*, *gross proceed* dinilai mewakili tingkat *ex ante uncertainty*. Perusahaan yang menawarkan jumlah saham yang banyak biasanya dilakukan oleh perusahaan mapan, sedangkan perusahaan yang menawarkan jumlah saham sedikit ke public merupakan perusahaan yang spekulatif. Sehingga, *investor uninformed* cenderung melakukan pembelian saham IPO yang tidak memiliki

kepastian akan prospek masa depannya untuk mengharapkan tingkat *underpricing* yang tinggi. Hal tersebut berdampak pada *gross proceed* yang diterima emiten rendah dan *initial return* yang diterima investor tinggi.

Indikasi ini didukung oleh penelitian Wei dan Marsidi (2019), dimana hubungan negatif antara *gross proceed* dan tingkat *underpricing* menyiratkan bahwa *gross proceed* yang lebih tinggi dapat mengurangi *ex-ante uncertainty* pada perusahaan IPO. Jika ketidakpastian berkurang, maka harga penawaran akan lebih stabil. Investor menganggap bahwa perusahaan yang menawarkan IPO dalam ukuran besar (baik dari segi harga dan jumlah) dapat memberikan jaminan mengenai kinerja keuangan perusahaan di masa depan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Aslam dan Ullah (2017) dan Wei dan Marsidi (2019). Aslam dan Ullah (2017) menyatakan bahwa *gross proceed* berpengaruh negatif terhadap *first day return*. Selain itu, menurut Wei dan Marsidi (2019), hasil penelitian menunjukkan bahwa *gross proceed* berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*. Tetapi hasil berbeda ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Budiman (2018), dimana *gross proceed* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*.

#### **4.3.7 Pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) Terhadap *Return Saham Pasca-IPO***

Berdasarkan hasil uji hipotesis, dapat disimpulkan bahwa DER memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *return* saham jangka pendek sehingga hipotesis 3e diterima. Artinya perusahaan yang memiliki nilai DER tinggi akan memberikan *return* yang tinggi, sebaliknya, perusahaan dengan nilai DER rendah akan

memberikan *return* saham yang rendah pula. Perusahaan yang memiliki tingkat DER yang tinggi akan memberikan tingkat risiko yang tinggi pula kepada investor di masa depan. Sehingga investor akan cenderung menghindari saham perusahaan yang tingkat nilai DERnya tinggi. Tingkat nilai DER yang tinggi dapat meningkatkan *ex ante uncertainty* nilai sebuah perusahaan di masa depan. Sehingga, *underwriter* sengaja menetapkan harga menjadi *underpriced* untuk menarik minat investor. Sehingga, hal tersebut menyebabkan *return* yang didapatkan oleh investor juga tinggi.

Indikasi ini didukung oleh penelitian Saputra dan Suaryana (2016) dan Wiguna dan Yadnyana (2015). Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi rasio hutang yang dimiliki perusahaan mencerminkan risiko yang ditanggung perusahaan, yang mana hal tersebut berdampak pada penurunan harga saham dan *return* yang akan diterima investor. Investor akan menghindari saham perusahaan yang memiliki nilai *financial leverage* yang tinggi. Sehingga perusahaan akan menetapkan harga saham menjadi *underpriced* untuk menarik minat investor. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Mumtaz dan Ahmed (2014) dan Pahlevi (2014), dimana *financial leverage* memberikan pengaruh positif terhadap *initial return* dan *underpricing*. Tetapi hasil berbeda ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Najmiyah et al (2014), dimana hasil penelitian menunjukkan bahwa *Debt to Equity Ratio* (DER) tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Selain itu, menurut Gautama et al (2015) dan Rastiti dan Stephanus (2015), variabel DER secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap *intial return*.

#### **4.3.8 Pengaruh *Price Earning Ratio* (PER) Terhadap *Return Saham* Pasca-IPO**

Berdasarkan hasil uji hipotesis, dapat disimpulkan bahwa PER berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham jangka pendek sehingga hipotesis 3f diterima. Artinya perusahaan dengan nilai *Price Earning Ratio* (PER) yang tinggi akan memberikan *return* saham yang tinggi, sebaliknya, perusahaan dengan nilai PER rendah akan memberikan *return* saham yang rendah pula. Investor biasa menggunakan PER untuk mengukur nilai suatu saham. Selain itu PER juga dapat mencerminkan laba suatu perusahaan sehingga semakin besar nilai PER maka semakin tinggi *return* yang diharapkan investor. Perusahaan sengaja menerapkan harga penawaran menjadi *underpriced* untuk memberikan sinyal kualitas perusahaan kepada investor. Dimana perusahaan ingin investor menyadari bahwa perusahaan berkualitas akan mampu menutup kerugian akibat *underpricing* dengan kinerja baik di masa depan.

Indikasi ini didukung oleh penelitian Filayati dan Soekotjo (2020), dimana pengaruh positif tersebut disebabkan karena tingkat rasio PER menunjukkan tingkat kepercayaan para investor terhadap kinerja perusahaan di masa depan. Nilai PER menunjukkan jumlah rupiah yang harus dikeluarkan oleh investor untuk mendapatkan laba. Nilai dari PER menggambarkan prospek perusahaan di masa depan cukup baik, sehingga investor berani untuk menanamkan modalnya pada perusahaan yang

memiliki nilai PER yang tinggi. Hal tersebut dikarenakan dengan tingkat PER yang tinggi maka semakin tinggi pula pertumbuhan labanya sehingga akan berdampak pada kenaikan harga saham maupun kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen kepada para investornya. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Dwijayanti dan Wirakusuma (2015) dan Lasmana (2015), hasil penelitian menunjukkan bahwa *Price Earning Ratio* (PER) terbukti berpengaruh positif terhadap *initial return* perusahaan IPO. Tetapi hasil berbeda ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Emilia et al (2008), dimana *price earning ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*.

#### **4.3.9 Pengaruh Tujuan Penggunaan Dana Terhadap *Return* Saham Pasca-IPO**

Berdasarkan hasil uji hipotesis, dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan pengaruh antara penggunaan dana hasil IPO untuk pembayaran hutang dengan penggunaan dana hasil IPO untuk peningkatan modal terhadap *return* saham jangka pendek pasca-IPO sehingga hipotesis 3g diterima. Hasil penelitian menunjukkan bahwa saham perusahaan yang menggunakan dana IPO untuk membayar hutang berpengaruh negatif terhadap *return* saham jangka pendek pasca-IPO. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang menggunakan dana IPO untuk pembayaran hutang akan menyebabkan *return* saham yang diterima investor mengalami penurunan atau negatif. Sedangkan, perusahaan yang menggunakan dana IPO untuk peningkatan modal berpengaruh positif terhadap *return* saham jangka pendek pasca-

IPO. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang menggunakan dana IPO untuk peningkatan modal akan menyebabkan *return* saham yang diterima investor positif.

Sehingga hal ini menunjukkan bahwa rencana penggunaan dana IPO yang tercantum pada prospektus dijadikan pertimbangan oleh investor dalam keputusan investasi. Rencana penggunaan dana IPO dapat memberikan sinyal kepada investor mengenai nilai perusahaan. Penggunaan dana hasil IPO untuk meningkatkan modal lebih disukai oleh investor karena dana akan digunakan untuk meningkatkan kegiatan usaha perusahaan. Sedangkan, penggunaan dana hasil IPO untuk melakukan pembayaran hutang cenderung dihindari oleh investor.

Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Zaluki dan Badru (2020), dimana perusahaan yang menggunakan dana hasil IPO untuk melakukan pembayaran hutang berpengaruh negatif terhadap *initial return*. Pembayaran hutang merupakan salah satu strategi untuk menyeimbangkan struktur modal perusahaan sehingga kemungkinan laba di masa depan akan stabil dan mengurangi tingkat *ex ante uncertainty*. Hal ini berdampak pada penerimaan *return* pasca-IPO yang diterima investor rendah atau negatif. Sedangkan, menurut Wyatt (2014), hubungan positif antara penggunaan dana untuk modal kerja dan peluang pertumbuhan dengan *return* pasca-IPO menyiratkan bahwa penggunaan dana untuk tujuan tersebut dapat meningkatkan tingkat *ex ante uncertainty* yang relatif tinggi karena ketidakpastian arus kas atau pengembalian dana di masa depan terkait dengan kegiatan investasi yang dilakukan perusahaan. Sehingga

harga penawaran ditetapkan *underpriced* yang berdampak pada nilai *return* yang diterima investor positif.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Rahim dan Che-Embi (2013), dimana peluang pertumbuhan berhubungan positif dengan *initial return*. Leone et al (2007) menyatakan bahwa tujuan pembayaran hutang berhubungan negatif terhadap *initial return*. Tetapi hasil berbeda ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Wyatt (2014), dimana penggunaan dana IPO untuk pembayaran hutang berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*. Sedangkan, menurut Aini (2013), penggunaan dana IPO untuk investasi tidak berpengaruh terhadap *underpricing* saham.

## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat fenomena *underpricing* dan *underperformance* dalam jangka panjang pada perusahaan yang IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2010–2018 dan untuk mengetahui faktor-faktor yang memengaruhi *underpricing*. Berikut merupakan hasil penelitian yang dilakukan terhadap 114 sampel perusahaan:

1. Terdapat fenomena *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO tahun 2010-2018. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai rata-rata *return* jangka pendek seluruhnya bernilai positif sehingga menunjukkan adanya *underpricing*. Selain itu, hasil penelitian juga mendukung teori *the winner's curse hypothesis*.
2. Terdapat fenomena *underperformance* dalam jangka panjang pada perusahaan yang IPO di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2018. Hasil penelitian menunjukkan hubungan negatif antara *return* jangka pendek dengan *return* 1 tahun setelah IPO ( $RETADJ_{12}$ ) meskipun tidak signifikan secara statistik. Sehingga hasil ini mendukung teori *fads hypothesis*.
- 3b. Variabel ukuran perusahaan secara positif berpengaruh signifikan terhadap *return* saham jangka pendek. Perusahaan berskala besar memiliki kelengkapan informasi yang dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan investor



dibandingkan perusahaan berskala kecil. Dalam teori *signalling*, emiten sengaja menetapkan harga saham menjadi *underpriced* untuk memberikan sinyal kualitas.

- 3c. Variabel umur perusahaan secara negatif berpengaruh signifikan terhadap *return* saham jangka pendek dan jangka panjang. Perusahaan baru memiliki informasi historis keuangan lebih sedikit dibanding perusahaan dewasa sehingga dapat meningkatkan *ex ante uncertainty* nilai perusahaan. Hal tersebut membuat investor menuntut agar harga saham menjadi *underpriced*.
- 3d. Variabel jumlah saham yang ditawarkan secara positif memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham jangka pendek. Perusahaan yang menawarkan jumlah saham yang besar ke publik menandakan bahwa tidak adanya *private information* yang dimiliki pemilik atau pendiri sehingga menimbulkan *ex ante uncertainty* di masa depan yang akan ditanggung oleh investor. Investor akan menuntut agar saham *underpriced* untuk mengkompensasi mereka akibat adanya *ex ante uncertainty*.
- 3e. Variabel *gross proceed* secara negatif memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham jangka pendek. Dalam teori *ex ante uncertainty*, nilai *gross proceed* yang tinggi mewakili tingkat *ex ante uncertainty*. Sehingga *investor uninformed* cenderung membeli saham yang tingkat *ex ante uncertainty*-nya tinggi untuk mendapatkan keuntungan dari *underpricing*.
- 3f. Variabel *debt to equity ratio* secara positif memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham jangka pendek. Perusahaan yang memiliki tingkat *debt to equity*

*ratio* yang tinggi memiliki tingkat risiko yang tinggi juga di masa depan. Sehingga untuk menarik minat investor, *underwriter* sengaja menetapkan harga *underpriced*.

- 3g. Variabel *price earning ratio* secara positif memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham jangka pendek. Perusahaan yang memiliki nilai *price earning ratio* yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba. Sehingga perusahaan sengaja menerapkan harga penawaran menjadi *underpriced* untuk memberikan sinyal kualitas perusahaan kepada investor.
- 3h. Terdapat perbedaan pengaruh antara penggunaan dana untuk pembayaran hutang dengan penggunaan dana untuk peningkatan modal terhadap *return* saham pasca-IPO. Penggunaan dana IPO untuk pembayaran hutang berhubungan negatif dengan *return* jangka pendek. Hal ini dikarenakan perusahaan berniat untuk menyeimbangkan struktur modalnya dan berpengaruh pada kemungkinan laba yang stabil di masa depan. Sehingga tingkat *ex ante uncertainty* rendah dan *return* pasca-IPO juga rendah. Sedangkan, penggunaan modal untuk peningkatan modal berhubungan positif dengan *return* jangka pendek. Hal ini dikarenakan tingkat *ex ante uncertainty* yang tinggi terkait dengan pengembalian dana investasi perusahaan di masa depan yang berdampak pada *return* pasca-IPO yang tinggi.

## 5.2 Saran

Hasil uji koefisien determinasi dalam penelitian ini menunjukkan bahwa variabel independen secara simultan hanya memengaruhi jenis *return* seperti *opening price return* dan *initial return* sebesar 56.9%, dan 45,3%. Selain itu, variabel independen secara simultan hanya memengaruhi *return* 3, 12 dan 24 bulan pasca-IPO sebesar 40.8%, 3.1% dan 4.3%. Sehingga besar kemungkinan masih banyaknya faktor-faktor lain yang mampu memengaruhi jenis *return* pasca-IPO tersebut diluar konteks penelitian ini. Selain itu, penelitian ini hanya menggunakan 114 perusahaan IPO pada periode 2010-2018 sebagai sampel. Sampel pada penelitian ini pun tidak berfokus hanya pada 1 sektor industri melainkan tersebar menjadi 11 sektor industri yang berbeda. Sehingga berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan pada penelitian ini maka peneliti selanjutnya disarankan untuk bisa menambahkan variabel baru terkait faktor-faktor yang memengaruhi *underpricing* dan memperbesar jumlah sampel dengan memperpanjang tahun observasi pada perusahaan yang melakukan IPO agar hasil penelitian memiliki generalisasi yang lebih kuat.

## Daftar Pustaka

- Agathee, U. S., Brooks, C., & Sannasee, R. V. (2012). Hot and Cold IPO markets: The Case of The Stock Exchange of Mauritius. *Journal of Multinational Financial Management*, 22(4), 168–192.
- Aggarwal, R., & Rivoli, P. (1990). Fads in the Initial Public Offering Market? *Financial Management*, 19(4), 45–57.
- Ahmad Zaluki, N. A., & Badru, B. O. (2020). Intended Use of IPO Proceeds and Initial Returns. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18, 1–27.
- Aini, S. N. (2013). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham Pada Perusahaan Ipo di Bei Periode 2007-2011. *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 1(1), 89–102.
- Ali, G., Khan, A. J., & Rafiq, S. (2020). Economic Analysis of IPO Underpricing in Stock Market of Pakistan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 10(4), 198–205.
- Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signalling By Underpricing In The IPO Market. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 303–323.
- Arifin, Z. (2010). Potret IPO di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*, 14(1), 89–102.
- Asiri, B. K., & Haji, A. J. (2015). The Determinants Of IPO Underpricing In The GCC Countries. *International Journal of Arts and Sciences*, 8(4), 205–218.
- Aslam, U., & Ullah, S. (2017). Determinants of IPO Short Run and Long Run Performance: A Case Study on the Listed Firm of Pakistan Stock Exchange. *Paradigms: A Research Journal of Commerce, Economics, and Social Sciences Print*, 11(2), 165–172.
- Bansal, R., & Khanna, A. (2012). Determinants of IPOs Initial Return: Extreme Analysis of Indian Market. *Journal of Financial Risk Management*, 1(4), 68–74.
- Baron, D. P. (1982). A Model of the Demand for Investment Banking Advising. *The Journal of Finance*, 37(4), 955–976.
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 213–232.

- Benveniste, L. M., & Wilhelm, W. J. (1990). A Comparative Analysis of IPO Proceeds Under Alternative Regulatory Environments. *Journal of Financial Economics*, 28(2), 173–207.
- Booth, J. R., & Smith, R. L. (1986). Capital Raising, Underwriting and The Certification Hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 15(1), 261–281.
- Budiman, A. (2018). Kinerja Jangka Pendek dan Jangka Panjang Saham Perusahaan IPO di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Muara Ilmu Ekonomi Dan Bisnis*, 2(2), 444–453.
- Celikyurt, U., Sevilir, M., & Shivdasani, A. (2010). Going Public to Acquire? The Acquisition Motive in IPOs. *Journal of Financial Economics*, 96(3), 345–363.
- Chen, A., Chen, L. W., & Kao, L. (2010). Leverage, Liquidity and IPO Long-run Performance: Evidence from Taiwan IPO Markets. *International Journal of Accounting & Information Management*, 18(1), 31–38.
- Chhabra, S., & Kiran, R. (2020). Impact of Information on Winners' Curse and Long Run Performance of Initial Public Offerings. *International Journal of Finance and Economics*, 1–18.
- Choie, K. S. (2016). Factors of IPO Underpricing. *International Journal of Economics and Finance*, 8(2), 107–114.
- Christie, A., & Houser, D. (2019). Financing and Signaling Decisions Under Asymmetric Information: an Experimental Study. *Review of Behavioral Finance*, 11(2), 102–127.
- Cornelli, F., & Goldreich, D. (2003). Bookbuilding: How Informative Is the Order Book? *The Journal of Finance*, 58(4), 1415–1443.
- Durukan, M. B. (2002). The Relationship Between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance : Case of Istanbul Stock Exchange. *Managerial Finance*, 28(2), 18–38.
- Dwijayanti, M. I., & Wirakusuma, M. G. (2015). Pengaruh Informasi Keuangan Dan Non Keuangan Pada Return Awal Perusahaan Yang Melakukan Ipo. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 13(1), 130–141.
- Emilia, E., Sulaiman, L., & Sembel, R. (2008). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Initial Return 1 Hari, Return 1 bulan, dan Pengaruh Terhadap Return 1 Tahun Setelah IPO. *Journal of Applied Finance & Accounting*, 1(1), 116–140.
- Engelen, P. J., & Essen, M. Van. (2010). Underpricing of IPOs: Firm, Issue and Country Specific Characteristics. *Journal of Banking and Finance*, 34(8), 1958–

1969.

- Filayati, M. A., & Soekotjo, H. (2020). Pengaruh Faktor-faktor Rasio Pasar terhadap Intitial Return Perusahaan IPO Tahun 2018. *Jurnal Ilmu Dan Reset Manajemen*, 9(3), 1–19.
- Florentina, M. N. (2014). Karakteristik Penawaran Umum Saham Perdana: Kinerja Saham Jangka Pendek dan Kinerja Saham Jangka Panjang Pada Pasar Modal Indonesia. *E-Journal Graduate Unpar*, 1(2), 150–161.
- Gautama, A., Diayudha, L., & Puspitasari, V. A. (2015). Analisa Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Initial Return Setelah Initial Public Offering ( IPO ). *Jurnal Administrasi Kantor*, 3(2), 539–550.
- Goergen, M., Khurshed, A., & Mudambi, R. (2007). The Long-run Performance of UK IPOs: Can it be Predicted? *Managerial Finance*, 33(6), 401–419.
- Helwege, J., & Liang, N. (2004). Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(3), 541–569.
- Hermuningsih, S. (2014). Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Initial Return Setelah Initial Public Offering (IPO) Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Universitas Paramadina*, 11(3), 1226–1251.
- Heryanto, H., & Kartawinata, B. R. (2016). Analisis Kinerja Saham Pada Perusahaan Yang Melakukan Initial Public Offering (IPO) Di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2014. *E-Proceeding of Management*, 3(2), 1999–2006.
- Idx.co.id. (2015). *Panduan Go Public*. Diperoleh Pada 21 Juni 2020 Di: [https://www.idx.co.id/portals/0/staticData/information/forCompany/panduan-go-public%20\\_dec-2015.pdf](https://www.idx.co.id/portals/0/staticData/information/forCompany/panduan-go-public%20_dec-2015.pdf).
- Islam, A., Ali, R., & Ahmad, Z. (2010). Underpricing of IPOs: The Case of Bangladesh. *Global Economy and Finance Journal*, 3(1), 44–61.
- Junaeni, I., & Agustian, R. (2013). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing Saham pada Perusahaan yang Melakukan Initial Public Offering di BEI. *Jurnal Ilmiah WIDYA*, 1(1), 52–59.
- Kartika, G. A. S., & Putra, I. M. P. D. (2017). Faktor-Faktor Underpricing Initial Public Offering Di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 19(3), 2205–2233.
- Khin, E. W. S., Wong, R., & Ting, L. S. (2017). Initial Public Offering ( IPO ) Underpricing in Malaysian Settings. *Journal of Economic & Financial Studies*, 5(2), 14–25.

- Killins, R. N. (2018). An investigation of The Short-Term Performance of The Canadian IPO Market. *Research in International Business and Finance*, 47, 102–113.
- Kim, J. B., Krinsky, I., & Lee, J. (1993). Motives for Going Public and Underpricing: New Findings From Korea. *Journal of Business Finance & Accounting*, 20(2), 195–211.
- Lasmana, A. (2015). Analisis Rasio Keuangan ROA, ROE, Price Earning Ratio Terhadap Underpricing Saham Perdana. Studi Kasus: Perusahaan yang Melakukan IPO di BEI Periode 2008-2011. *Jurnal Akunida*, 1(1), 1–8.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, And Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371–387.
- Leone, A. J., Rock, S., & Willenborg, M. (2007). Disclosure of Intended Use of Proceeds and Underpricing in Initial Public Offerings. *Journal of Accounting Research*, 45(1), 111–153.
- Ljungqvist, A. (2007). IPO Underpricing. *Handbook of Corporate Finance*, 2(06), 375–422.
- Lutfianto, A. S. (2013). Determinan Initial Return Saham Go Public Tahun 2006-2011. *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 1(1), 364–376.
- Maria, E. (2011). Analisis Kinerja Saham Jangka Panjang Perusahaan Yang Melakukan Initial Public Offering Di Bursa Efek Indonesia. *Majalah Ilmiah Solusi Unsika*, 10(20), 1–12.
- Maya, R. (2013). Pengaruh Kondisi Pasar, Persentase Saham Yang Ditawarkan, Financial Leverage, Dan Profitabilitas Terhadap Underpricing Saham Yang Ipo Di Bei Periode 2007-2011. *Jurnal Akuntansi Universitas Negeri Padang*, 1(2), 1–24.
- Mehmood, W., Mohd-Rashid, R., & Ahmad, A. H. (2020). Pricing Mechanism and IPO Initial Return: Evidence From Pakistan Stock Exchange. *International Journal of Business and Society*, 21(3), 1239–1257.
- Miller, E. M. (2000). Long Run Underperformance of Initial Public Offerings : an Explanation. *Department of Economics and Finance Working Papers*, 16, 1–23.
- Mumtaz, M. Z., & Ahmed, A. M. (2014). Determinants of Underpricing of Initial Public Offerings: Evidence from Pakistan. *Journal of Business & Economics*, 6(1), 47–80.
- Najmiyah, Sujana, E., & Sinarwati, N. K. (2014). Pengaruh Price to Book Value



- (Pbv), Price Earning Ratio (PER) dan Debt To Equity Ratio (DER) terhadap Return Saham pada Industri Real Estate dan Property yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009 – 2013. *Jurnal Akuntansi Universitas Pendidikan Ganesha*, 2(1), 1–12.
- Pahlevi, R. W. (2014). Underpricing Saham Pada Penawaran Saham Perdana. *Jurnal Siasat Bisnis*, 18(2), 219–232.
- Perera, W., & Kulendran, N. (2016). Evaluation of Short-Run Market Performance and its Determinants Using Marginal Analysis and Binary Models: Evidence from Australian Initial Public Offerings. *Journal of Insurance and Financial Management*, 2(1), 1–29.
- Pranyoto, E., Susanti, & Sari, I. K. (2019). Overpricing pada Perusahaan Nonkeuangan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan Kewirausahaan*, 13(2), 126–141.
- Pu, D., & Wang, S. (2015). The Impact of Pricing Mechanism Reform on Underpricing of Initial Public Offerings in China. *Applied Economics Letters*, 22(14), 1144–1149.
- Rahim, R. A., & Che-Embi, N. A. (2013). Initial Returns of Shariah versus Non-Shariah IPO s : Are There Any Differences ? *Jurnal Pengurusan*, 39, 37–50.
- Rastiti, F., & Stephanus, D. S. (2015). Studi Empiris Tingkat Underpricing pada Initial Public Offering. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 6(3), 341–511.
- Rathnayake, D. N., Louembé, P. A., Kassi, D. F., Sun, G., & Ning, D. (2019). Are IPOs Underpriced or Overpriced? Evidence From an Emerging Market. *Research in International Business and Finance*, 50, 171–190.
- Reddy Srinivasa, K. (2013). The Aftermarket Pricing Performance of Initial Public Offers: Insights From India. *International Journal of Commerce and Management*, 25(1), 84–107.
- Ritter, J. R. (1984). The “Hot Issue” Market of 1980. *The Journal of Business*, 57(2), 215–240.
- Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3–27.
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *Journal of Finance*, 57(4), 1795–1828.
- Rock, K. (1986). Why New Issues are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 187–212.



- Safitri, T. A. (2013). Asimetri Informasi Dan Underpricing. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 4(1), 1–9.
- Saputra, A. C., & Suaryana, I. G. N. (2016). Pengaruh Umur Perusahaan, Ukuran Perusahaan, Return on Assets dan Financial Leverage pada Underpricing Penawaran Umum Perdana. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 15(2), 1201–1227.
- Sohail, M. K., & Raheman, A. (2009). Determinants of Under-pricing of IPOs Regarding Financial & Non-Financial Firms in Pakistan. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 15, 62–73.
- Tandelilin, E. (2010). Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi. *Yogyakarta: Kanisius*.
- Wei, F. J., & Marsidi, A. (2019). Determinants of Initial Public Offering (IPO) Underpricing in Malaysian Stock Market. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 9(11), 1183–1199.
- Wen, Y. F., & Cao, M. H. (2013). Short-Run and Long-Run Performance of IPOs: Evidence from Taiwan Stock Market. *Journal of Finance and Accounting*, 1(2), 32–40.
- Wiguna, I. G. N. H., & Yadnyana, K. (2015). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Initial Return Pada Penawaran Saham Perdana. *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 12, 921–946.
- Wyatt, A. (2014). Is There Useful Information in The “Use of Proceeds” Disclosures in IPO Prospectuses? *Accounting and Finance*, 54(2), 625–667.
- Yahya, N. C., Rahim, R. A., & Rashid, R. M. (2019). Flipping Activity in Malaysian IPO Market: a New Explanation From The Winners’ Curse Perspective. *International Journal of Accounting and Finance*, 9(1), 47–67.
- Yusniar, M. W. (2016). Kinerja Harga Saham Jangka Pendek Dan Jangka Panjang Setelah Penawaran Saham Perdana ( IPO ). *Jurnal Wawasan Manajemen Universitas Lambung Mangkurat*, 4(3), 187–204.

## LAMPIRAN

### Lampiran 1

#### Daftar Sampel Perusahaan

No	Tanggal IPO	Nama perusahaan	Kode Emiten	Sektor industri
1	12 Desember 2018	PT Mega Perintis Tbk.	ZONE	Barang konsumen non primer
2	10 Desember 2018	PT Urban Jakarta Propertindo Tbk	URBN	Properti dan real estat
3	10 Desember 2018	PT Satria Mega Kencana Tbk	SOTS	Barang konsumen non primer
4	28 November 2018	PT Sentral Mitra Informatika Tbk	LUCK	Teknologi
5	27 November 2018	PT Distribusi Voucher Nusantara Tbk	DIVA	Teknologi
6	09 November 2018	PT Dewata Freightinternational Tbk	DEAL	Transportasi dan logistik
7	06 November 2018	PT Shield On Service Tbk	SOSS	Perindustrian
8	05 November 2018	PT Kota Satu Properti Tbk	SATU	Properti dan real estat
9	31 Oktober 2018	PT Cahayaputra Asa Keramik Tbk	CAKK	Perindustrian
10	29 Oktober 2018	PT Yelooo Integra Datanet Tbk	YELO	Barang konsumen non primer
11	11 Oktober 2018	PT Superkrane Mitra Utama Tbk	SKRN	Perindustrian

12	10 Oktober 2018	PT Jaya Bersama Indo Tbk	DUCK	Barang konsumen non primer
13	10 Oktober 2018	PT Garudafood Putra Putri Jaya Tbk	GOOD	Barang konsumen primer
14	09 Oktober 2018	PT HK Metals Utama Tbk	HKMU	Barang baku
15	09 Oktober 2018	PT Maha Properti Indonesia Tbk	MPRO	Properti dan real estat
16	05 Oktober 2018	PT Cottonindo Ariesta Tbk	KPAS	Barang konsumen primer
17	05 Oktober 2018	PT Super Energy Tbk	SURE	Energi
18	03 Oktober 2018	PT Satria Antarana Prima Tbk	SAPX	Transportasi dan logistik
19	28 September 2018	PT Natura City Developments Tbk	CITY	Properti dan real estat
20	18 September 2018	PT Pratama Abadi Nusa Industri Tbk	PANI	Barang baku
21	18 September 2018	PT Arkadia Digital Media Tbk	DIGI	Barang konsumen non primer
22	30 Agustus 2018	PT Madusari Murni Indah Tbk	MOLI	Barang baku
23	23 Agustus 2018	PT Trimitra Propertindo Tbk	LAND	Properti dan real estat
24	16 Agustus 2018	PT Andira Agro Tbk	ANDI	Barang konsumen primer
25	07 Agustus 2018	PT MD Pictures Tbk	FILM	Barang konsumen non primer
26	12 Juli 2018	PT NFC Indonesia Tbk	NFCX	Teknologi
27	12 Juli 2018	PT Mahkota Group Tbk	MGRO	Barang konsumen primer
28	11 Juli	PT Pollux Properti	POLL	Properti dan real

	2018	Indonesia Tbk		estat
29	09 Juli 2018	PT Indonesia Kendaraan Terminal Tbk	IPCC	Infrastruktur
30	09 Juli 2018	PT Jaya Sukses Makmur Sentosa Tbk	RISE	Barang konsumen non primer
31	09 Juli 2018	PT Batavia Prosperindo Trans Tbk	BPTR	Transportasi dan logistik
32	06 Juli 2018	PT Transcoal Pacific Tbk	TCPI	Energi
33	05 Juli 2018	PT MAP Aktif Adiperkasa Tbk	MAPA	Barang konsumen non primer
34	28 Juni 2018	PT Trimuda Nuansa Citra Tbk	TNCA	Transportasi dan logistik
35	08 Juni 2018	PT Steadfast Marine Tbk	KPAL	Perindustrian
36	08 Juni 2018	PT MNC Studios International Tbk	MSIN	Barang konsumen non primer
37	08 Juni 2018	PT Sriwahana Adityakarta Tbk	SWAT	Barang baku
38	23 Mei 2018	PT Guna Timur Raya Tbk	TRUK	Transportasi dan logistik
39	23 Mei 2018	PT Sarimelati Kencana Tbk	PZZA	Barang konsumen non primer
40	16 Mei 2018	PT Medikaloka Hermina Tbk	HEAL	Kesehatan
41	14 Mei 2018	PT Surya Pertiwi Tbk	SPTO	Perindustrian
42	27 April 2018	PT Dafam Property Indonesia Tbk	DFAM	Barang konsumen non primer
43	09 April 2018	PT Tridomain Performance Materials Tbk	TDPM	Barang baku
44	09 April 2018	PT Gihon Telekomunikasi Indonesia Tbk	GHON	Infrastruktur
45	06 April 2018	PT Indah Prakasa Sentosa Tbk	INPS	Energi

46	28 Maret 2018	PT Sky Energy Indonesia Tbk	JSKY	Energi
47	27 Maret 2018	PT Jaya Trishindo Tbk	HELI	Transportasi dan logistik
48	15 Februari 2018	PT Borneo Olah Sarana Sukses Tbk	BOSS	Energi
49	16 Januari 2018	PT LCK Global Kedaton Tbk	LCKM	Infrastruktur
50	29 Desember 2017	PT Prima Cakrawala Abadi Tbk	PCAR	Barang konsumen primer
51	19 Desember 2017	PT Campina Ice Cream Industry Tbk	CAMP	Barang konsumen primer
52	18 Desember 2017	PT Asuransi Jiwa Syariah Jasa Mitra Abadi	JMAS	Keuangan
53	13 Desember 2017	PT Panca Budi Idaman Tbk	PBID	Barang baku
54	05 Desember 2017	PT Pelita Samudera Shipping Tbk	PSSI	Energi
55	30 November 2017	PT Wijaya Karya Bangunan Gedung Tbk	WEGE	Infrastruktur
56	24 November 2017	PT PP Presisi Tbk	PPRE	Infrastruktur
57	01 November 2017	PT M Cash Integrasi Tbk	MCAS	Teknologi
58	05 Oktober 2017	PT Kioson Komersial Indonesia Tbk	KIOS	Teknologi
59	03 Oktober 2017	PT Trisula Textile Industries Tbk	BELL	Barang konsumen non primer
60	07 Agustus 2017	PT Ayana Land International Tbk	NASA	Barang konsumen non primer
61	12 Juli	PT Mark Dynamics	MARK	Perindustrian

	2017	Indonesia Tbk		
62	05 Juli 2017	PT Megapower Makmur Tbk	MPOW	Infrastruktur
63	22 Juni 2017	PT Marga Abhinaya Abadi Tbk	MABA	Barang konsumen non primer
64	22 Juni 2017	PT Buyung Poetra Sembada Tbk	HOKI	Barang konsumen primer
65	21 Juni 2017	PT Integra Indocabinet Tbk	WOOD	Barang konsumen non primer
66	21 Juni 2017	PT MAP Boga Adiperkasa Tbk	MAPB	Barang konsumen non primer
67	21 Juni 2017	PT Hartadinata Abadi Tbk	HRTA	Barang konsumen non primer
68	19 Juni 2017	PT Kirana Megatara Tbk	KMTR	Barang baku
69	09 Juni 2017	PT Alfa Energi Investama Tbk	FIRE	Energi
70	16 Mei 2017	PT Terregra Asia Energy Tbk	TGRA	Infrastruktur
71	10 Mei 2017	PT Pelayaran Tamarin Samudra Tbk	TAMU	Energi
72	10 Mei 2017	PT Cahayasakti Investindo Sukses Tbk	CSIS	Properti dan real estat
73	05 Mei 2017	PT Sariguna Primatirta Tbk	CLEO	Barang konsumen primer
74	10 April 2017	PT Industri dan Perdagangan Bintraco Dharma Tbk	CARS	Barang konsumen non primer
75	16 Maret 2017	PT Nusantara Pelabuhan Handal Tbk	PORT	Infrastruktur
76	07 Desember 2016	PT Prodia Widyahusada Tbk	PRDA	Kesehatan
77	28 September 2016	PT Paramita Bangun Sarana Tbk	PBSA	Infrastruktur

78	28 September 2016	PT Aneka Gas Industri Tbk	AGII	Barang baku
79	20 September 2016	PT Waskita Beton Precast Tbk	WSBP	Barang baku
80	14 Juni 2016	PT Cikarang Listrindo Tbk	POWR	Infrastruktur
81	10 Februari 2016	PT Mitra Pemuda Tbk	MTRA	Infrastruktur
82	11 Desember 2015	PT Kino Indonesia Tbk	KINO	Barang konsumen primer
83	10 Desember 2015	PT Indonesia Pondasi Raya Tbk	IDPR	Infrastruktur
84	03 Desember 2014	PT Soechi Lines Tbk	SOCI	Energi
85	05 November 2014	PT Blue Bird Tbk	BIRD	Transportasi dan logistik
86	11 Juli 2014	PT Sitara Propertindo Tbk	TARA	Properti dan real estat
87	10 Juli 2014	PT Mitrabara Adiperdana Tbk	MBAP	Energi
88	27 Juni 2014	PT Chitose Internasional Tbk	CINT	Barang konsumen non primer
89	08 April 2014	PT Wijaya Karya Beton Tbk	WTON	Barang baku
90	17 Januari 2014	PT Tunas Alfin Tbk	TALF	Barang baku
91	12 Desember 2013	PT Sawit Sumbermas Sarana Tbk	SSMS	Barang konsumen primer
92	08 November 2013	PT Grand Kartech Tbk.	KRAH	Perindustrian
93	08 Juli 2013	PT Multipolar Technology Tbk	MLPT	Teknologi

94	26 Juni 2013	PT Saratoga Investama Sedaya Tbk	SRTG	Keuangan
95	29 Mei 2013	PT Mitra Pinasthika Mustika Tbk	MPMX	Barang konsumen non primer
96	08 Mei 2013	PT Austindo Nusantara Jaya Tbk	ANJT	Barang konsumen primer
97	22 Februari 2013	PT Steel Pipe Industry of Indonesia Tbk	ISSP	Barang baku
98	18 Desember 2012	PT Wismilak Inti Makmur Tbk	WIIM	Barang konsumen primer
99	08 November 2012	PT Baramulti Suksessarana Tbk	BSSR	Energi
100	11 Oktober 2012	PT Pelayaran Nelly Dwi Putri Tbk	NELY	Transportasi dan logistik
101	31 Agustus 2012	PT Inti Bangun Sejahtera Tbk	IBST	Infrastruktur
102	05 Juli 2012	PT Kobexindo Tractors Tbk	KOBX	Perindustrian
103	07 Juni 2012	PT Supra Boga Lestari Tbk	RANC	Barang konsumen primer
104	10 April 2012	PT Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk	BEST	Properti dan real estat
105	23 Desember 2011	PT Greenwood Sejahtera Tbk	GWSA	Properti dan real estat
106	17 November 2011	PT Golden Energy Mines Tbk	GEMS	Energi
107	11 Oktober 2011	PT Solusi Tunas Pratama Tbk	SUPR	Infrastruktur
108	10 Oktober 2011	PT SMR Utama Tbk	SMRU	Energi
109	20 Juni 2011	PT Metropolitan Land Tbk.	MTLA	Properti dan real estat
110	06 April 2011	PT Mitrahaftera Segara Sejati Tbk.	MBSS	Energi



111	12 Januari 2011	PT Megapolitan Developments Tbk	EMDE	Properti dan real estat
112	30 November 2010	PT Midi Utama Indonesia Tbk	MIDI	Barang konsumen primer
113	10 November 2010	PT Krakatau Steel (Persero) Tbk	KRAS	Barang baku
114	06 Oktober 2010	PT Harum Energy Tbk	HRUM	Energi

