



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

Robinson, Irene Rini Demi Pangestuti¹
robin.kspm@gmail.com

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

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

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

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

Keywords: IPO, Abnormal Return, Stock Underperformance, Hot Market

¹Corresponding author



PENDAHULUAN

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

Salah satu alternatif perusahaan dalam memenuhi kebutuhan pendanaannya adalah dengan melakukan penawaran umum saham kepada masyarakat atau sering di sebut dengan *Go Public* atau *Initial Public Offering (IPO)* pada kondisi ini perusahaan akan menjual sebagian atau seluruh kepemilikan perusahaan kepada masyarakat yang kemudian akan menjadikan perusahaan menjadi sebuah perusahaan publik. Menurut Tandelilin (2010) penawaran umum perdana (*Initial Public Offering, IPO*) merupakan penjualan sekuritas oleh perusahaan yang dilakukan pertama kali pada pasar primer dalam jangka waktu tertentu, setelah itu maka saham akan diperdagangkan dalam pasar sekunder di bursa efek dan harga saham ditentukan oleh kekuatan permintaan dan penawaran saham tersebut.

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

Namun pada kenyataannya walaupun seluruh negara berusaha untuk menciptakan pasar modal yang efisien, dalam prakteknya kondisi pasar modal di seluruh dunia masih menunjukkan adanya penyimpangan yang bertentangan dengan teori efisiensi pasar atau anomali yang dibuktikan dengan berbagai macam penelitian yang menemukan adanya anomali *assimetry information* pada harga saham perdana, adanya siklus *Hot dan Cold Market*, dan terjadinya *underperformance* pada saham saham yang IPO dalam jangka menengah dan panjang

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

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

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

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

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

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

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

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

Menurut Sahoo dan Rajib (2010) *Underperform* IPO dapat diinterpretasikan sebagai saham IPO yang mempunyai negatif *abnormalreturn*. Tingkat *underperformance* saham IPO salah satunya bergantung pada ketepatan waktu perusahaan dalam *go public*, dalam berbagai penelitian yang dilakukan menemukan bahwa terdapat hubungan antara ketepatan waktu *go publik* dengan kinerja IPO dalam jangka panjang. Menurut Trauten, et al (2007) perusahaan yang *go public* pada saat *hot market* akan cenderung memiliki tingkat *underperformance* yang lebih buruk dibandingkan dengan saat *cold market*. Salah satu penjelasan terhadap buruknya kinerja IPO (*underperformance*) dalam jangka panjang dengan ketepatan waktu (*market timing*) yaitu bahwa manajer melakukan *go public* perusahaan saat terjadi peningkatan optimisme investor yang menyebabkan harga saham menjadi terlalu tinggi (*over valued*) (Agathee, et al, 2012). Tindakan investor yang tidak rasional pada saat IPO membuat harga saham menjadi terlalu mahal sehingga tidak sesuai dengan nilai perusahaan yang sesungguhnya, sehingga dalam jangka panjang investor akan mengetahui harga wajar (*fair value*) saham perusahaan yang sebenarnya sehingga akan menyebabkan penurunan performa IPO (*underperformance*) dalam jangka panjang. Dalam jangka panjang, *initial return* positif yang diperoleh pada *underpricing*, ditiadakan karena kerugian yang dialami dalam jangka panjang (Roy Sembel, 1996).

Pengaruh *Hot Market* Terhadap *Stock Underperformance*

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

Hipotesis 1 : *Hot market* berpengaruh positif terhadap *stock underperformance*

Pengaruh Usia Perusahaan Terhadap *Stock Underperformance*

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

tersebut sesuai dengan hasil penelitian Ritter (1991) dimana IPO yang dilakukan oleh perusahaan yang baru berdiri cenderung mengalami *underperformance*.

Hipotesis 2 : Usia perusahaan berpengaruh negatif terhadap *stock underperformance*

Pengaruh Reputasi *Underwriter* Terhadap *Stock Underperformance*

Pengaruh reputasi *underwriter* terhadap *stock underperformance* dapat dijelaskan dengan *underwriter effect hypothesis* dimana *underwriter* yang berkualitas akan selektif dalam melakukan penjaminan emisi dengan tujuan untuk menjaga reputasi mereka, yang kemudian akan berdampak pada pendapatan masa depan mereka (Yip dan Suu, 2009). *Underwriter* terkemuka hanya akan menanggung IPO yang mereka percaya akan mempunyai kinerja yang baik di pasar sekunder. Dengan asumsi bahwa *underwriter* yang besar akan lebih memiliki informasi lebih baik tentang kondisi perusahaan. Dengan demikian, reputasi *underwriter* dapat mengindikasikan kualitas IPO dan menghasilkan lebih banyak permintaan untuk saham baru (Baron, 1982). Pendapat tersebut sesuai dengan hasil penelitian Coakley (2005) dimana IPO yang dipimpin oleh *underwriter* dengan reputasi yang baik cenderung memberikan *abnormal return* yang baik. Hal tersebut sesuai dengan hasil penelitian Brau (2012) dimana reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap *underperformance*.

Hipotesis 3 : Reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap *stock underperformance*

Pengaruh *Underpricing* Terhadap *Stock Underperformance*

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

Hipotesis 4 : *Underpricing* berpengaruh positif terhadap *stock underperformance*

Pengaruh *Volume* Emisi IPO Terhadap *Stock Underperformance*

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

Hipotesis 5 : *Volume* berpengaruh negatif terhadap *stock underperformance*

Pengaruh Jenis Industri Terhadap *Stock Underperformance*

Menurut hipotesis *fads* IPO kemungkinan penetapan harga IPO telah dilakukan dengan tepat namun para investor berekspektasi secara berlebihan terhadap penerbitan saham baru pada awal perdagangan di pasar sekunder. Sedangkan secara umum, emiten dan investor akan mengamati hasil dari perusahaan-perusahaan pada industri sejenis, perusahaan yang lebih informatif dibandingkan perusahaan-perusahaan lain di industri yang sejenis akan menjadi *leading* bagi kelompok industri sejenis lainnya (Agathee, et al, 2012). Menurut Lowry dan Schwert (2002), penumpukan pendaftaran bagi banyak IPO dengan kesamaan dalam jenis industri dalam satu periode akan menyebabkan korelasi berantai terhadap *initial return*. Selain itu, *initial return* yang

tinggi akan menyampaikan informasi yang menguntungkan tentang valuasi pasar. Informasi-informasi positif yang muncul di pasar akan memicu lebih banyak perusahaan sejenis untuk melakukan IPO. Kemudian menurut Bravo (1998) fenomena *underperformance* hampir terjadi pada seluruh jenis industri kecuali pada industri finansial dan restoran. Menurut Miller (2000) pengaruh industri keuangan terhadap *underperformance* dapat dijelaskan dengan pendekatan teori *divergence of opinion* dimana hanya terdapat sedikit perbedaan pendapat antar investor terhadap perusahaan industri keuangan karena perusahaan industri keuangan mempunyai regulasi yang paling ketat dibandingkan industri lain dalam menjalankan bisnisnya, sehingga industri keuangan lebih cenderung mempunyai *underperformance* yang kecil.

Hipotesis 6 : Jenis industri berpengaruh negatif terhadap *stock underperformance*

Pengaruh *Size* Terhadap *Stock Underperformance*

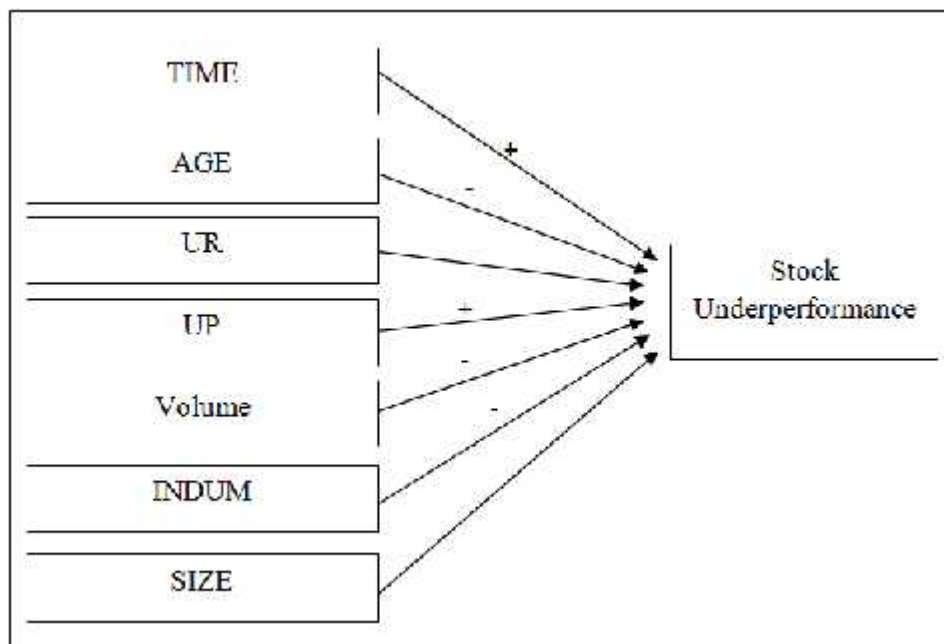
Offer Size secara umum digunakan sebagai *proxy* untuk tingkat risiko yang dimiliki oleh perusahaan IPO. Dapat dikatakan bahwa penerbitan saham IPO yang berukuran kecil akan lebih spekulatif dibandingkan penerbitan saham IPO yang berukuran besar dan oleh karena itu akan mempengaruhi tingkat *initial return* IPO (Beatty dan Ritter, 1986). Perusahaan dengan ukuran yang kecil akan cenderung mempublikasikan informasi yang kurang memadai dan mempunyai tingkat risiko bisnis yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang berukuran besar. Hal tersebut sesuai dengan hasil penelitian Su dan Bangassa (2011) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa IPO yang dilakukan dengan kapitalisasi yang kecil cenderung mengalami *underperformance*, serta Sahoo dan Rajib (2010) yang dalam penelitiannya menemukan hubungan negatif antara *offer size* dengan tingkat *underperformance*.

Hipotesis 7 : Kapitalisasi IPO berpengaruh negatif terhadap *stock underperformance*

Berdasarkan hipotesis sebelumnya maka kerangka pemikiran dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

Gambar 1

Model Kerangka Pemikiran Penelitian



Sumber : Agathee, et al (2012), Haqua dan Imam (2014), Sahoo dan Rajib (2010)

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Undeperformance

Dalam penelitian ini variabel dependen yang digunakan adalah *underperformance* yang diukur dengan menggunakan tingkat *abnormalreturn* saham IPO yang memiliki kinerja

underperform dalam periode 12 bulan. Pendekatan yang digunakan untuk mengukur *abnormal return* yang digunakan adalah metode *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR) yang dirumuskan dengan fungsi sigma atas *return* saham dikurangi *return* pasar.

Hot and Cold Market

Hot and Cold Market adalah klasifikasi periode siklus pasar perdana saham yang ditentukan berdasarkan tingkat aktivitas dan optimisme pasar. Menurut Helwege (2004) *hot market* mempunyai karakteristik dengan *volume* penawaran saham yang tinggi, terdapat *underpricing*, *oversubscribe* dalam penawaran umum, dan terkonsentrasi dalam sebuah industri tertentu. Sedangkan dalam *cold market* mempunyai karakteristik dengan lebih sedikit penawaran umum, lebih sedikit *underpricing*, dan lebih sedikit *oversubscription*. Dalam penelitian ini klasifikasi periode IPO hot dan cold ditentukan berdasarkan rata-rata tingkat *underpricing* tahunan dimana periode dengan tingkat rata-rata *underpricing* > 25% merupakan *hot market* yaitu pada tahun 1999, 2000, 2001, 2002, 2006, 2007, 2008, 2010 dan periode dengan rata-rata tingkat *underpricing* < 25% merupakan periode *cold market* yaitu pada tahun 1998, 2003, 2004, 2005, 2009, 2011, 2012 (Arifin, 2010).

Usia Perusahaan

Dalam penelitian ini usia perusahaan merupakan usia perusahaan pada saat melakukan penawaran umum saham perdana (IPO) yang dihitung dengan selisih antara tahun IPO dengan tahun pendirian perusahaan.

Reputasi Underwriter

Reputasi *underwriter* dinilai berdasarkan pengalaman *underwriter* dalam memimpin IPO perusahaan yang mengindikasikan keandalan *underwriter* dan kepercayaan perusahaan terhadap *underwriter*. Dalam penelitian ini reputasi *underwriter* diukur dengan jumlah frekuensi IPO yang ditangani oleh *underwriter* dalam periode satu tahun.

Underpricing

Underpricing adalah *return* yang diperoleh oleh investor dari selisih antara harga penutupan pada hari pertama perdagangan saham di pasar sekunder dengan harga perdana saat IPO (Arifin, 2010). Dalam penelitian ini *underpricing* dirumuskan dengan : (harga perdana IPO dikurangi harga penutupan saham pada hari pertama di pasar sekunder) dibagi dengan harga perdananya dikali seratus persen.

Volume IPO

Volume IPO merupakan jumlah saham yang diemisikan dalam satu tahun yang mengindikasikan tingkat aktivitas IPO yang terjadi dalam periode IPO.

Jenis Industri

Jenis industri merupakan penggolongan perusahaan berdasarkan *business core* yang dilakukan perusahaan dalam operasional bisnisnya. Menurut Bravo (1998) fenomena *underperformance* hanya terjadi pada perusahaan non keuangan sehingga dalam penelitian ini pengelompokan jenis industri perusahaan dibagi menjadi perusahaan finansial dan non finansial.

Kapitalisasi Pasar

Kapitalisasi adalah jumlah modal pemegang saham dan hutang jangka panjang perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin besar kapitalisasi perusahaan maka semakin besar perusahaan tersebut dan sebaliknya jika kapitalisasi perusahaan kecil maka dapat dikatakan bahwa ukuran perusahaan juga kecil. Menurut Sahoo dan Rajib (2010) dalam perusahaan yang melakukan IPO kapitalisasi perusahaan dapat diukur dengan menggunakan *Offer Size* atau nilai arus kas masuk saat perusahaan melakukan penawaran umum saham perdana.

Populasi dan Sampel

Penelitian ini menggunakan seluruh populasi saham perusahaan yang pernah melakukan IPO di Indonesia dan tercatat di Bursa Efek Jakarta hingga berubah menjadi Bursa Efek Indonesia, yaitu mencakup perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO sejak tanggal 1 Januari 1998 sampai dengan 31 Desember 2012. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini ditentukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sesuai dengan penelitian ini sehingga diperoleh sebanyak 107 sampel perusahaan.

Metode Penelitian

Alat analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis *Multivariate regression*. *Multivariate regression* digunakan untuk mencari pengaruh beberapa variabel bebas (independen variabel) terhadap variabel terikat (dependen variabel). Dalam penelitian ini terdapat beberapa variabel independen yang digunakan diantaranya adalah *hot / cold market* (TIME), Usia perusahaan (Age), dan reputasi *underwriter* (UR), *underpricing* (UP), *industry dummy* (INDUM), *volume* emisi IPO (VOL), kapitalisasi IPO (SIZE). Agar dapat mengetahui pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen maka dapat dibuat model regresi *multivariate* sebagai berikut :

$$Y = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + b_6 X_6 + b_7 X_7 + e$$

Dimana:

Y = *Underperformance*

a = Konstanta

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

X₁ = *Hot / Cold Market* (TIME)

X₂ = Usia perusahaan (Age)

X₃ = Reputasi *Underwriter* (UR)

X₄ = *Underpricing* (UP)

X₅ = *Volume* IPO tahunan (VOL)

X₆ = *Industry dummy* variabel (INDUM)

X₇ = Nilai kapitalisasi IPO perusahaan (SIZE)

e = Variabel residual (tingkat error)

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Variabel

Underperformance yang menunjukkan *abnormalreturn* saham IPO yang negatif memiliki nilai minimum sebesar -173,908% yang dimiliki oleh PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk (BTEK) yang melakukan IPO pada tahun 2004 dan nilai maksimum sebesar -0,760% yang dimiliki oleh PT Fortune Mate Indonesia Tbk (FMII) yang melakukan IPO pada tahun 2000. Sehingga dapat dilihat bahwa saham IPO yang mempunyai tingkat *underperformance* terbesar dalam penelitian ini adalah PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk (BTEK) dan saham IPO yang mempunyai *underperformance* terendah adalah PT Fortune Mate Indonesia (FMII), dengan nilai *mean* sebesar -47.38619% dan standar deviasi 38.527323%.

Siklus pasar Perdana (*hot and cold market*) yang menunjukkan tingkat optimisme investor dalam suatu periode mempunyai nilai minimum 0 yang menandakan *Cold market* pada tahun 1998, 2003, 2004, 2005, 2009, 2011, serta 2012 dan nilai maksimum 1 yang menandakan *Hot market* pada tahun 1999, 2000, 2001, 2002, 2006, 2007, 2008, serta 2010, dengan nilai *mean* sebesar 0,61 dan standar deviasi sebesar 0,491.

Usia perusahaan yang menunjukkan usia dan pengalaman bisnis perusahaan mempunyai nilai minimum 2 tahun yang dimiliki oleh PT MNC Kapital Indonesia (BCAP) Tbk dan PT Leo Investments Tbk (ITTG) dan maksimum 61 tahun yang dimiliki oleh PT Garuda Indonesia Tbk (GIAA), dengan nilai *mean* 15,24 dan standar deviasi 11,661.

Reputasi *underwriter* yang menunjukkan reputasi *underwriter* mempunyai nilai minimum 1x yang dimiliki oleh ADFO, BMSR, CKRA, KARK, SQML,VRNA, BCIP, BPF, GREN, HADE,

HOME, YULE, MASA, RICY, SDRA, ANTA, ARTI, BTEK, FISH, BEKS, BACA, BULL, GDST, RINA, MFIN, PLAS, AKKU, EMDE, INAF, RELI, BMRA, DEWA, BBKP, SKYB, WIKA, SCMA, PALM, MICE, SIMP, WOMF, MBTO, ARII, MNCN, MBSS, serta TBIG dan maksimum 5x yang dimiliki oleh CTRP dan JSRM, dengan nilai *mean* 1,79 dan standar deviasi 0,844

Underpricing yang menunjukkan tingkat *initial return* atau *underpricing* saham IPO mempunyai nilai minimum -30% yang dimiliki oleh PT Leo Investments Tbk (ITTG) dan nilai maksimum 188,570% yang dimiliki oleh PT Wahana Phonix Mandiri Tbk (WAPO), dengan nilai *mean* 29,31664% dan standar deviasi 37,897889%.

Volume IPO yang menunjukkan tingkat optimisme perusahaan untuk melakukan IPO mempunyai nilai minimum 12.030.000 lembar pada tahun 1998 dan nilai maksimum 470.534.215 lembar pada tahun 2010 dengan nilai *mean* 180.111.090,92 dan standar deviasi 147.105.266,051.

Jenis industri yang menunjukkan jenis industri perusahaan keuangan dan non-keuangan mempunyai nilai minimum 0 yang menandakan perusahaan merupakan perusahaan yang bergerak dalam industri *non-financial* dan nilai maksimum 1 yang menandakan perusahaan merupakan perusahaan yang bergerak dalam industri *financial*, dengan nilai *mean* 0,23 dan standar deviasi 0,425.

Kapitalisasi IPO yang menunjukkan besarnya kapitalisasi pasar perusahaan mempunyai nilai minimum Rp7.800.000.000 yang dimiliki oleh PT Betonjaya Manunggal Tbk (BTON) dan nilai maksimum Rp5.174.910.000.000 yang dimiliki oleh PT Borneo Lumbang Energi & Metal Tbk (BORN), dengan nilai *mean* 504.911.277.988,35 dan standar deviasi 978.051.672.772,997.

Pembahasan Hasil Penelitian

Pengujian Asumsi Klasik

Hasil pengujian normalitas dengan metode *one-sample Kolmogorov-Smirnov* data memiliki nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0,200 hasil ini jauh di lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi ini lolos dalam uji normalitas.

Hasil pengujian heteroskedastisitas dengan menggunakan uji Park pada tabel 4.3 di atas dapat dilihat bahwa variabel independen dengan nilai signifikansi $> 0,05$ tidak mengalami heteroskedastisitas. Namun dalam tabel di atas terdapat satu variabel independen dengan nilai signifikansi $< 0,05$. Salah satu cara untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas adalah dengan menerapkan *robust standard error*. Model regresi yang telah memiliki *robust standard error* dapat dinyatakan telah terbebas dari pelanggaran heteroskedastisitas. Dengan diterapkannya *robust standard error* dalam penelitian ini maka dapat dikatakan bahwa model penelitian ini telah terbebas dari pelanggaran heteroskedastisitas. Sehingga penelitian ini masih dapat untuk dilanjutkan.

Hasil uji multikolinieritas menunjukkan bahwa seluruh variabel independen mempunyai nilai *Tolerance* yang lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF yang lebih kecil dari 10. Jadi, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas dalam model regresi penelitian ini.

Pengujian autokorelasi dengan menggunakan uji *Breusch-Godfrey* menunjukkan bahwa koefisien parameter untuk residual lag (LAGRES) memberikan probabilitas tidak signifikan (0,163) hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi autokorelasi pada model regresi.

Hasil Uji Model Fit dan Derajat Determinasi

Berdasarkan hasil pengujian koefisien determinasi (R^2) dapat dilihat bahwa nilai *Adjusted R Square* adalah 0,150 (15,0%) hal ini menunjukkan bahwa 15,0% variasi variabel dependen dapat di jelaskan dengan variasi seluruh variabel independen dalam penelitian ini yaitu TIME, AGE, UR, UP, VOL, INDUM, dan SIZE. Kemudian sisanya sebesar 85,0% dijelaskan oleh variabel lainnya di luar model. Nilai koefisien determinasi ini relatif kecil hal tersebut dikarenakan pada model penelitian ini menggunakan data *cross section* yang mempunyai variasi yang besar antara masing-masing pengamatan.

Berdasarkan hasil pengujian signifikansi simultan (Uji F) di atas dapat dilihat bahwa nilai signifikansi F adalah 0,001 (0,1%), nilai ini lebih kecil dari signifikansi yaitu 0,05 (5%). Sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini seluruh variabel independen mempengaruhi variabel dependen secara bersama-sama.

Pengujian Hipotesis

Uji T dapat dilakukan dengan melihat nilai signifikansi T pada tingkat signifikansi yang digunakan yaitu 0,10. Jika nilai signifikansi T lebih besar di bandingkan nilai signifikansi (Sig. t < Sig.), maka dapat disimpulkan bahwa variabel independen secara individu mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini pengujian signifikansi parameter individual dengan Uji T disajikan dalam tabel berikut :

Tabel 1
Hasil Uji T

		Coefficients ^a				Collinearity Statistics	
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Tolerance	VIF
		B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	67.687	10.806		6.264		
	TIME	-6.972	7.525	-0.089	-0.926	0.873	1.145
	AGE	-0.782	0.311	-0.237	-2.513	0.905	1.105
	UR	0.864	4.46	0.019	0.194	0.84	1.19
	UP	0.217	0.1	0.214	2.178	0.831	1.204
	VOL	-4.69E-08	0	-0.179	-1.726	0.745	1.342
	INDUM	-12.427	8.543	-0.137	-1.455	0.902	1.108
	SIZE	-1.44E-12	0	-0.037	-0.333	0.668	1.498

a. Dependent Variable: Underperformance

Note: Values marked with *, and ** indicate significance at the 10%, 5%,

$$\text{Underperformance} = 67,687 - 6,972 \text{ Time} - 0,782 \text{ Usia perusahaan} + 0,864 \text{ Reputasi} \\ \text{underwriter} + 0,217 \text{ Underprice} - 0,00000004689 \text{ Volume emisi} - 12,427 \\ \text{Industri} - 0,00000000001439 \text{ Size}$$

TIME mempunyai nilai t hitung sebesar -0,926 dan nilai koefisien beta sebesar -6,972 dengan nilai signifikansi 0,356. Nilai signifikansi yang > 0,10 menunjukkan bahwa variabel *hot market* tidak berpengaruh terhadap *underperformance* saham IPO sehingga hipotesis pertama ditolak. Dalam periode penelitian ini optimisme investor masih sangat kecil dikarenakan perekonomian indonesia yang masih dalam *recovery* setelah krisis besar tahun 1998 dan ditambah dengan krisis tahun 2008 yang cukup berdampak bagi perekonomian di Indonesia.

AGE mempunyai nilai t hitung sebesar -2,513 dan nilai koefisien beta sebesar -0,782 dengan nilai signifikansi 0,014. Nilai signifikansi yang < 0,10 menunjukkan variabel AGE berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock underperformance*, sehingga hipotesis ketiga diterima. Perusahaan yang baru berdiri dan berusia relatif muda akan memiliki ketidakpastian bisnis yang lebih besar, hal tersebut dikarenakan perusahaan yang baru berdiri belum mempunyai pengalaman operasional dan bisnis yang matang sehingga akan memiliki kemungkinan gagal bisnis yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang sudah mempunyai pengalaman yang lebih banyak, sehingga perusahaan yang relatif muda akan cenderung memiliki tingkat *stock underperformance* yang lebih besar. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ritter (2004), Cheng dan Renucci (2011), Giudici dan Roosenboom (2004), dan Banu (2002) yang menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan IPO dengan usia lebih muda cenderung lebih *underperformance*.

UR mempunyai nilai t hitung sebesar 0,194 dan nilai koefisien beta sebesar 0,864 dengan nilai signifikansi 0,847. Nilai signifikansi yang > 0,10 menunjukkan bahwa variabel UR tidak

berpengaruh terhadap *stock underperformance*, sehingga hipotesis empat ditolak. Dalam penelitian ini frekuensi *underwriter* dalam melakukan penjaminan IPO relatif kecil, hal tersebut dikarenakan perusahaan yang ingin melakukan IPO cenderung lebih mengutamakan *underwriter* yang mempunyai hubungan afiliasi terhadap perusahaan dibandingkan *underwriter* yang tidak terafiliasi.

UP mempunyai nilai t sebesar 2,178 dan nilai koefisien beta sebesar 0,217 dengan nilai signifikansi sebesar 0,032. Nilai signifikansi yang $< 0,10$ menunjukkan bahwa variabel UP berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock underperformance*, sehingga hipotesis lima diterima. Tingkat *underpricing* yang tinggi mencerminkan tingkat *overvalued* saham IPO yang terlalu besar. Tingkat *overvalued* yang besar mengindikasikan bahwa harga saham sudah terlalu mahal sehingga dalam jangka panjang harga saham akan terus mengalami koreksi menuju harga keseimbangannya yaitu pada nilai intrinsik perusahaan yang sesungguhnya. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ritter (2004), Coakley, et al (2005), Cheng dan Renucci (2011), Kirkulak (2008), dan Giudici dan Roosenboom (2004) yang menyatakan bahwa semakin besar tingkat *underpricing* saham IPO maka semakin besar pula tingkat *underperformance* saham IPO dalam jangka panjang.

VOL mempunyai nilai t hitung sebesar -1,726 dan nilai koefisien beta sebesar -0,00000004689 dengan nilai signifikansi sebesar 0,087. Nilai signifikansi yang $> 0,10$ menunjukkan bahwa variabel VOL berpengaruh negatif terhadap *stock underperformance*, sehingga hipotesis enam diterima. *Volume* emisi IPO yang besar menandakan bahwa terdapat peluang bisnis dan investasi yang besar, sehingga perusahaan-perusahaan akan berusaha untuk mendapatkan sumber pendanaan jangka panjang untuk dapat melakukan pengembangan bisnis dan investasi. Semakin besar *volume* emisi dapat diinterpretasikan bahwa semakin besar pula aktivitas IPO yang dilakukan oleh perusahaan karena banyaknya kebutuhan pendanaan jangka panjang oleh perusahaan untuk mendanai proyek baru dalam pengembangan bisnis dan investasi dalam jangka panjang yang diharapkan dapat menjadi aliran *cash inflow* bagi perusahaan dan bagi pemegang saham dimasa yang akan datang yang pada akhirnya akan meningkatkan kinerja saham atau menurunkan tingkat *stock underperformance* IPO.

INDUM mempunyai nilai t hitung sebesar -1,455 dan mempunyai nilai koefisien beta sebesar -12,427 dengan nilai signifikansi sebesar 0,149. Nilai signifikansi yang $> 0,10$ menunjukkan bahwa variabel INDUM tidak berpengaruh terhadap *stock underperformance*, sehingga hipotesis tujuh ditolak. Pada krisis tahun 1998-1999 sebagian perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam bidang jasa keuangan di Indonesia tidak dapat bertahan sehingga dilikuidasi dan sebagian lainnya yang bertahan melakukan berbagai kebijakan untuk memperkuat fundamental perusahaan seperti *merger* dan akuisisi sehingga jumlah perusahaan keuangan lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan *non-keuangan*.

SIZE mempunyai nilai t hitung sebesar -0,333 dan nilai koefisien beta sebesar -0,00000000001439 dengan nilai signifikansi sebesar 0,740. Nilai signifikansi yang $> 0,10$ menunjukkan bahwa variabel SIZE tidak berpengaruh terhadap *stock underperformance*, sehingga hipotesis delapan ditolak. Perusahaan-perusahaan besar di Indonesia sebagian besar merupakan perusahaan milik negara dan *family business* yang cenderung hanya menawarkan kepemilikan saham perusahaannya dengan persentase yang kecil dengan tujuan agar kendali perusahaan tetap dimiliki oleh negara atau internal keluarga pendiri saja, sehingga kapitalisasi IPO perusahaan tidak dapat mencerminkan *firm size* perusahaan yang sesungguhnya.

KESIMPULAN

Berdasarkan dari hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diambil kesimpulan sebagai berikut. Pada saham yang memiliki kinerja *underperform*, *hot market* memiliki koefisien korelasi negatif dan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underperformance* saham IPO perusahaan. Pada saham perusahaan yang memiliki kinerja *underperform*, usia perusahaan memiliki koefisien korelasi negatif dan berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underperformance* saham IPO perusahaan. Pada saham perusahaan yang memiliki kinerja *underperform*, reputasi *underwriter* memiliki koefisien korelasi positif dan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underperformance* saham IPO perusahaan. Pada saham perusahaan yang memiliki kinerja *underperform*, tingkat *underprice* memiliki koefisien korelasi positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underperformance* saham IPO



perusahaan. Pada saham perusahaan yang memiliki kinerja *underperform*, volume emisi IPO dalam periode IPO memiliki koefisien korelasi negatif dan berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underperformance* saham IPO perusahaan. Pada saham perusahaan yang memiliki kinerja *underperform*, industri keuangan memiliki koefisien korelasi negatif dan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underperformance* saham IPO perusahaan. Pada saham perusahaan yang memiliki kinerja *underperform*, kapitalisasi IPO perusahaan memiliki koefisien korelasi negatif dan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underperformance* saham IPO perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian ini faktor-faktor yang berpengaruh terhadap tingkat *underperformance* saham IPO adalah usia perusahaan, usia perusahaan yang besar mencerminkan pengalaman perusahaan dalam menjalankan bisnisnya, sehingga perusahaan yang mempunyai usia yang besar mempunyai risiko yang lebih kecil. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Brau, et al (2012) Ritter (2004), Cheng dan Renucci (2011), Giudici dan Roosenboom (2004), dan Banu (2002) yang menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan IPO dengan usia lebih muda cenderung lebih *underperformance*.

Underpricing berpengaruh terhadap *underperformance* saham IPO, tingkan *underpricing* yang besar menciptakan lonjakan harga saham yang tinggi pada hari perdana perdagangan saham IPO sehingga harga saham cenderung *overvalue* dan dalam jangka panjang harga saham akan mengalami koreksi menuju harga wajarnya. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Haqua dan Imam (2014), Ritter (2004), Coakley, et al (2005), Cheng dan Renucci (2011), Kirkulak (2008), dan Giudici dan Roosenboom (2004) yang menyatakan bahwa semakin besar tingkat *underpricing* saham IPO maka semakin besar pula tingkat *underperformance* saham IPO dalam jangka panjang.

Volume IPO berpengaruh terhadap *underperformance* saham IPO, Semakin besar *volume* emisi dapat diinterpretasikan bahwa semakin besar pula aktivitas IPO yang dilakukan oleh perusahaan karena banyaknya kebutuhan pendanaan jangka panjang oleh perusahaan untuk mendanai proyek baru dalam pengembangan bisnis dan investasi dalam jangka panjang yang diharapkan dapat menjadi aliran *cash inflow* bagi perusahaan dan bagi pemegang saham dimasa yang akan datang yang pada akhirnya akan meningkatkan kinerja saham atau menurunkan tingkat *stock underperformance* IPO. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ritter (2004) yang menyatakan bahwa *volume* IPO berpengaruh terhadap *underperformance* saham IPO dalam jangka panjang.

Penelitian ini mencoba untuk menjelaskan pengaruh faktor kondisi serta psikologi pasar terhadap penurunan kinerja saham IPO, sehingga diharapkan investor yang ingin berinvestasi pada saham IPO dapat mempunyai pertimbangan yang tepat sebelum memutuskan untuk berinvestasi pada saham IPO. Namun penelitian ini masih terdapat beberapa keterbatasan sehingga masih perlu dilakukan pengembangan dalam penelitian selanjutnya, seperti penambahan faktor fundamental perusahaan sehingga dapat lebih meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan fenomena *stock underperformance*.

REFERENSI

-----1998-2012. IDX Fact Book

- Agathee, Ushad S., Brooks, Chris., Vinesh, Raja. 2012. Hot and Cold IPO Markets : The Case of The Stock Exchange of Mauritius. *J. of Multi. Fin. Manag.* 22 (2012) 168–192.
- Aggarwal, R., Leal, R., Herndanez, L. 1993. The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings In Latin America. *Finan. Manage.* 22, 42–53.
- Aggarwal, R., Rivoli, P. 1990. Fads in The Initial Public Offering Market? *Finan. Manage.* 19 (4), 5–57.
- Allen, F., Faulhaber, G.R. 1989. Signaling by Underpricing in The IPO Market. *J. Finan. Econ.* 23, 303–323.
- Alvarez, Susana and Gonzalez, Victor M. 2001. Long-Run Performance of Initial Public Offerings (IPOs) In The Spanish Capital Market. Departement of Business Administration, University of Oviedo.



- Ang, Robert. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Arifin, Zaenal. 2010. Potret IPO di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis* Vol. 14 No. 1, April 2010 Hal: 89–100.
- Banu Durukan, M. 2002. The Relationship Between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of Istanbul Stock Exchange. *Managerial Finance*, Vol. 28 Iss 2 pp. 18 – 38.
- Barber, B.M., Lyon, J.D. 1997. Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of t-statistics. *J. Finan. Econ.* 43, 341–372.
- Baron, David P. 1982. A Model of the Demand for Investment Banking. Advising and Distribution Services for New Issues. *Journal of Finance* 37, 955-976.
- Beatty, R., Ritter, J.R. 1986. Investment Banking, Reputation, and The Underpricing of Initial Public Offerings. *J. Finan. Econ.* 15, 213–232.
- Bessler, Wolfgang., Thies, Stefan. 2007. The Long Run Performance of Initial Public Offerings in Germany. *Managerial Finance*, Vol. 33 Iss 6 pp. 420 – 441.
- Booth, J., Smith, R. 1986. Capital Raising, Underwriting and The Certification Process. *Journal of Financial Economics* 15, 261–281.
- Brau, J., Fawcett, S. 2006. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *J. Finance* 90 (1), 399–436.
- Brau, James C., Couch, Robert B., and Sutton, Ninon K. 2012. The Desire to Acquire and IPO Long-Run Under performance. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis* Vol. 47, No. 3.
- Bravo, A. 1998. Inference in long horizon event studies: A Bayesian approach with application to initial public offerings. Working paper, Duke University.
- Brown, S.J., and J.B. Warner. 1985. Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics* 14, 3-31.
- Carhart, M.M. 1997. On Persistence In Mutual Fund Performance. *Journal of Finance* 52, 57–82.
- Carter, R., Dark, F., Singh, A., 1998. Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks. *Journal of Finance* 53, 285–311.
- Carter, R., Manaster, S. 1990. Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. *Journal Of Finance* 45, 1045–1068.
- Carter, Richard B., H. Dark, Frederick., R.A. Sapp, Travis. 2010. Underwriter Reputation and IPO Issuer Alignment 1981–2005. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 50 (2010) 443–455.
- Cheng, Tao., Renucci, Antoine. 2011. Long-run Performance of IPO stocks : Is The End of The Lockup Period Crucial. *Université de Pau et des Pays de l'Adour*.
- Coakley, Jerry., Hadass, Leon., Wood, Andrew. 2005. Hot IPOs Can Damage your Long-Run Wealth. Discussion Paper No. 06-01.
- Corhay, Albert., Teo, Stanley. 2002. The Long Run Performance of Malaysian Initial Public Offerings (IPO): Value and Growth Effects. *Managerial Finance*, Vol. 28 Iss 2 pp. 52-65.
- Ghosh, S. 2004. Underpricing of IPOs: The Indian Experience Over The Last Decade, Working Paper, Reserve Bank of India.
- Ghozali, Imam. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Giusici, Giancarlo., Roosenboom, Peter. 2004. Pricing Initial Public Offerings on Europe's New Stock Markets", *Advances in Financial Economics*, Vol. 10 pp. 25-59.
- Gujarati, Damodar. 1999. *Ekonometrika Dasar*. Jakarta : penerbit Erlangga.
- Haque, Rumana., Imam Mahmood O., 2014. Earning Management, Timing Ability and Long-Run Underperformance of IPOs in Bangladesh. *Research Journal of Finance and Accounting* ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847 (Online) Vol.5, No.17.
- Helwege, J., Liang, N. 2004. Initial public offerings in hot and cold markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39, 541-569.
- Ibbotson, R.G. 1975. Price Performance of Common Stock New Issues. *J. Finan. Econ.* 2, 235–272.
- Ibbotson, R.G., Jaffe, J.F. 1975. Hot Issue Markets. *J. Finance* 30, 1027–1042.
- J. Fred Weston and Copeland. 1999. *Manajemen Keuangan*, Jilid 1, Terjemahan. Jaka Wasana and Krisbandono, Penerbit Kina Rupa Aksara, Jakarta.



- Jaskiewicz P, González., Víctor M, Menéndez., Susana and Schiereck, Dirk. 2005. "Long-Run IPO Performance Analysis of German and Spanish Family-Owned Businesses," *Family Business Review*, 18(3), 179-2002.
- Jogiyanto, Hartono. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketujuh. Yogyakarta : BPFE
- Kirkulak, Berna. 2008. The Initial and Long Run Returns of Japanese Venture Capital Backed and Non Venture Capital Backed IPOs. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 4 Iss 2 pp. 112–135.
- Korajczyk, Robert A & Lucas, Deborah J & McDonald, Robert L. 1991. The Effect of Information Releases on The Pricing and Timing of Equity Issues. *Review of Financial Studies*, Society for Financial Studies, vol. 4(4), pages 685-708.
- Levis, M. 1993. The Long Run Performance of Initial Public Offerings: The UK experience 1980-88. *Finan. Manage.* 22 (1), 28–41.
- Ljungqvist, A., Nanda, V., Singh, R., 2005. Hot Markets, Investor Sentiment and IPO Pricing. *J. Bus.* 79, 1667–1702.
- Loughran, T., Ritter, J.R. 1995. The New Issue Puzzle. *J. Finance* 50, 23–51.
- Loughran, T., Ritter, J.R. 2004. Why Has IPO Underpricing Increased Over Time? *Finan. Manage.* 33, 5–37.
- Loughran, T., Ritter, J.R., Rydqvist, K. 1994. Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific-Basin Finance J.* 2, 165–199.
- Lowry, M. 2003. Why Does IPO Volume Fluctuate So Much? *J. Finan. Econ.* 67, 3–40.
- Lowry, M., Schwert, G.W. 2002. IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning? *J. Finance* 57, 1171–1200.
- Maksimovic, V., and P. Pichler. 2001. Technological Innovation and Initial Public Offerings, *Review of Financial Studies* 14, 459–494.
- Manurung, Adler H. 2012. *Teori IPO*. Working Papers. Jakarta: Universitas Tarumanagara.
- Mello, A. S., and J. E. Parsons. 2000. Hedging and Liquidity. *Review of Financial Studies* 13, 127–153.
- Michaely, R., Shaw, W.H., 1994. The pricing of initial public offerings: tests of adverse-selection and signalling theories. *Review of Financial Studies* 7, 279–319.
- Mitchell, M.L., Stafford, E. 2000. Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance. *Journal of Business* 73, 287–329.
- Modigliani, F., and M. Miller. 1963. Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review* 53, 433–443.
- Miller, Edward M., 2000. Long run underperformance of initial public offerings : an explanation. Department of Economics and Finance Working Papers, 1991-2006
- Republik Indonesia. 1995. Undang-Undang Nomor 8 Tentang Pasar Modal. Jakarta : Sekretariat Negara
- Ritter, J. R., 1991. The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance* 42, 365–394.
- Rock, K. 1986. Why New Issues are Underpriced. *Journal of Financial Economics* 15, 187–212.
- Sahoo, Seshadev., Rajib, Prabina. 2010. After Market Pricing Performance of Initial Public Offerings (IPOs) : Indian IPO Market 2002–2006. *Vikalpa* Vol. 35 No. 4.
- Samsul, Mohamad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Scott, J. H. 1976. A Theory of Optimal Capital Structure, *Bell Journal of Economics* 7, 33–54.
- Shiller, R (1990). Speculative Prices and Popular Models. *Journal of Economic perspectives*, 4(2), 55-65.
- Su, Chen., Bangassa, Kenbata. 2011. The Impact of Underwriter Reputation on Initial Return and Long-run Performance of Chinese IPOs. *Int. Fin. Markets, Inst. and Money* 21 (2011) 760–791.
- Suret, J., Kooli, M. 2001. The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Canada. *Scientific Ser.*, 1–34.
- Tambunan, A.P. 2007. *Menilai Harga Wajar Saham (Stock Valuation)*. Jakarta : Alex Media Komputindo.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio and Investasi Teori and Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.



- Trauten, A., Schulz, R.C., Dierkes, M. 2007. The Performance of IPO Investment Strategies and Pseudo Market Timing – Evidence from Germany, Working Paper, Westfälische Wilhelms-Universität Münster.
- Yip, Yewmun., Su Yuli., Boon Ang, Jiun. 2009. Effects of underwriters, venture capital and industry on long term initial public offering performance, *Managerial Finance*, Vol. 35 Iss 8 pp. 700-715.
- Zingales, L. 1995. Insider Ownership and The Decision To Go Public. *Review of Economic Studies* 60, 425–448.