

PENGARUH AKTIVITAS PASAR DAN REPUTASI UNDERWRITER TERHADAP *EXCESS RETURNS* DALAM PROSES PENJAMINAN SAHAM IPO DI BURSA EFEK INDONESIA

Oleh:
Arni Utamaningsih*)

ABSTRAKSI

Penelitian ini mengklarifikasi peranan underwriter sebagai partisipan aktif di dalam proses IPO dan mengilustrasikan bagaimana aktivitas-aktivitas penjaminan dikoordinasi oleh investment bank. Proses IPO merupakan serangkaian aktivitas-aktivitas yang terintegrasi, saling tergantung dan terbagi atas periode premarket, issue-date dan aftermarket. Studi ini mencoba menyajikan analisis yang lebih komprehensif mengenai keterkaitan antar periode itu dan memandang proses IPO sebagai suatu keterkaitan yang utuh, dan tidak lagi dipandang parsial sebagaimana telah dibahas pada studi-studi sebelumnya. Analisis dalam studi ini menunjukkan, bahwa reputasi underwriter mempunyai implikasi, baik terhadap aktivitas underwriter selama proses penjaminan saham IPO maupun terhadap investor returns.

Reputasi underwriter merupakan determinan yang positif, tetapi berpengaruh lemah terhadap aktivitas underwriter pada periode premarket, tidak berpengaruh terhadap aktivitas stabilisasi harga pada periode aftermarket, dan tidak berpengaruh terhadap investor returns. Aktivitas-aktivitas underwriter pada periode premarket merupakan determinan yang signifikan terhadap initial returns tetapi tidak berpengaruh terhadap aktivitas-aktivitas pada periode aftermarket maupun returns jangka pendek. Initial returns secara signifikan berpengaruh terhadap aktivitas underwriter pada periode aftermarket maupun terhadap returns jangka panjang. Hasil penelitian ini diperoleh melalui pengujian secara simultan, dengan mempertimbangan aktivitas-aktivitas pasar yang dilakukan underwriter serta atribut reputasi yang dimilikinya. Lebih jauh, path analysis dapat menggambarkan rangkaian aktivitas dan reputasi underwriter itu sebagai suatu proses IPO dan menjelaskan hubungannya dengan investor returns.

Kata kunci : Reputasi Underwriter, Aktivitas Underwriter, Partial Price Adjustment, Underpricing, Price Stabilization, Excess Returns, Path Analysis.

*) Arni Utamaningsih adalah Mahasiswa S3 Manajemen UGM

A. PENDAHULUAN

Ketika sebuah perusahaan pertama kali *go public*, umumnya perusahaan penerbit saham (emiten) menggunakan jasa *underwriter* sebagai pihak ketiga yang turut menjembatani kepentingan emiten dan investor. *Investment bank* sebagai pihak *underwriter* menyediakan jasa penjaminan saham serta membantu emiten dalam proses emisi. Proses emisi saham-saham IPO terbagi atas tiga perioda, yaitu perioda *premarket*, pelaksanaan emisi saham di pasar perdana (*issue date*) dan *aftermarket*. Penelitian-penelitian terdahulu yang mengkaji saham-saham IPO memandang proses IPO sebagai seri yang terpisah-pisah. Hubungan antara seri *premarket*, *issue date* dan *aftermarket* tidak jelas, atau kaitan antara ketiga seri tersebut tidak terhubung. Sehingga pada gilirannya akan menghasilkan kesimpulan yang terisolasi dan parsial. Disisi lain, keterkaitan perioda *premarket*, *issue-date* dan *aftermarket* yang merupakan bagian krusial dalam proses penjaminan saham-saham IPO.

Penelitian ini bermaksud untuk mengkaitkan perioda *premarket*, *issue-date* dan *aftermarket* sehingga menjadi suatu proses yang terdiri atas komponen-komponen emisi saham IPO yang saling berkaitan, utuh dan terintegrasi. Keterkaitan ini dipandang dengan cara menginvestigasi serangkaian aktivitas *underwriter* dengan atribut reputasinya pada perioda *premarket*, *issue-date* dan *aftermarket*. Jika dalam model *IPO pricing* yang dikembangkan oleh Rock (1986) dan Allen dan Faulhaber (1989), *underwriter* ditunjukkan sebagai partisipan pasif di dalam proses IPO, maka dalam penelitian ini *underwriter* bertindak sebagai partisipan aktif. Penelitian ini tidak hanya menggambarkan perusahaan penerbit saham dan investor saja, tetapi juga peran krusial *underwriter* di dalam proses *strategic pricing*, mengalokasikan saham serta menstabilisasi harga pasca IPO.

Seluruh aktivitas pasar yang diselenggarakan oleh *underwriter* tercermin dalam perubahan nilai *partial price adjustment*, *underpricing*, *price stabilization* dan *abnormal returns* yang merupakan fenomena-fenomena krusial yang terjadi pada perioda *premarket*, *issue date* dan *aftermarket*. Dengan demikian aktivitas *underwriter* dalam memasarkan saham IPO pada perioda *premarket* akan berpengaruh secara simultan terhadap aktivitas *underwriter* pada perioda *issue date*, selanjutnya aktivitas pada perioda *premarket* dan *issue date* itu akan berpengaruh secara simultan pula terhadap perioda *aftermarket*. Reputasi *underwriter* diduga turut mempengaruhi opini pemodal mengenai kualitas perusahaan emiten dan berkaitan dengan prospek jangka panjangnya. Oleh karenanya, penelitian ini juga menginvestigasi hubungan antara reputasi *underwriter* dan aktivitas pasar (*market activities*) serta hubungan keduanya terhadap *short run* dan *long run investor returns*.

Pada perioda *premarket* terdapat fenomena *partial price adjustment* (PPA) yang diduga terkait dengan persentase kisaran harga penawaran (*percent of preliminary offer price range*) yang disajikan dalam *preliminary prospectus* (Hanley, 1993). Penelitian Logue *et al.*, (2002) menggunakan *expected proceeds* (EXPRO), *preliminary offer price range* (%PRIRNG) dan *log of revenue* (REV) sebagai faktor eksogenus yang diduga berpengaruh terhadap *partial price*

adjustment (PPA). Ketiga faktor eksogenus tersebut diindikasikan sebagai faktor spesifik yang mempengaruhi proses penjaminan saham-saham IPO dan *return* bagi investor (Logue, 1973; Logue dan Lindvall, 1974).

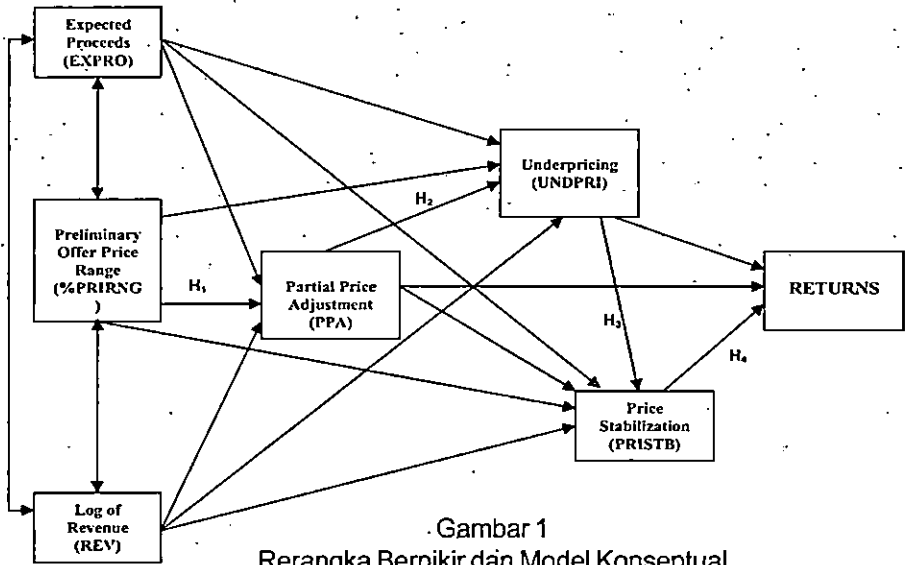
Pada periode *issue-date*, yaitu saat saham diperdagangkan di pasar perdana, terdapat fenomena *underpricing*. Fenomena *underpricing* merupakan fenomena yang paling krusial terkait dengan penetapan harga perdana, mengapa harga itu sepertinya dipatok pada level harga yang "mengundang" permintaan yang berlebihan dari calon investor. Mengapa penetapan harga saham IPO selalu lebih rendah dari harga yang sesuai dengan penilaian pasar, hingga kini tidak diketahui dengan pasti apa yang menjadi penyebab utamanya. Sebagian besar teori akademik menyatakan bahwa *underpricing* dilakukan secara sengaja (Baron, 1982; Rock, 1986; Tinic, 1988; Allen dan Foulhaber, 1989; Grinblatt dan Hwang, 1989; Welch, 1989). Beberapa peneliti menyatakan bahwa *underpricing* disebabkan adanya *asymmetric information* (Baron, 1982; Rock 1986; Beatty dan Ritter, 1986). Rock (1986) berargumentasi bahwa *uninformed investor* mencerminkan *a winner's curse*. Baron (1982) menyatakan adanya *asymmetric information* antara *underwriter* dengan perusahaan emiten. Sementara itu jika *underwriter* memberikan jaminan *full commitment*, maka semua sekuritas dijamin harus terjual semua. Kalau tidak terjual, *underwriter* itulah yang akan membeli sisanya. Karena *underwriter* menanggung risiko harus membeli sekuritas yang tidak terjual, mereka cenderung berupaya untuk bernegosiasi dengan calon emiten supaya sekuritas yang ditawarkan tidak terlalu mahal harganya (Husnan, 2001).

Pada periode *aftermarket*, terdapat fenomena *price stabilization*. Dalam proses penjaminan IPO, fenomena *price stabilization* diduga terkait dengan *underpricing*. Dalam jangka setelah 30 hari sejak hari pertama perdagangan di pasar sekunder, diduga intensitas *price stabilization* semakin menurun. Penelitian ini menggunakan *path analysis* untuk mengidentifikasi secara jelas antara aktivitas pasar dan reputasi *underwriter*. Dengan mengindikasikan perbedaan itu, diharapkan hasil penelitian ini dapat menggambarkan dan menarik kesimpulan yang lebih baik mengenai proses penjaminan saham IPO dan pengaruhnya terhadap *investor returns* pada tiga horison waktu yang berbeda setelah IPO (1 bulan, 3 bulan, dan 6 bulan).

Penelitian ini juga mengacu pada peraturan Bapepam No. IX.A.2 Baru, mengenai jadwal penawaran umum. Pada peraturan baru ini terdapat periode *red herring*, yaitu periode *bookbuilding* yang memungkinkan diselenggarakannya *strategic pricing*.

B. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Gambar 1 berikut ini, merupakan rerangka berpikir dan model konseptual pengembangan hipotesis.



Partial Price Adjustment (PPA)

Preliminary offer price range merupakan determinan yang diduga mempengaruhi aktivitas *underwriter* dan *return investor*. Ekspektasi investor terhadap pemberian harga saham baru berkaitan dengan *ex ante uncertainty* mengenai nilai perusahaan emiten (Beatty dan Ritter, 1986). Seiring dengan meningkatnya *uncertainty*, kos yang digunakan calon investor untuk mengumpulkan dan menganalisis informasi mungkin akan menjadi lebih tinggi.

Selama perioda pendaftaran (*filing period*), sangat mungkin terjadi perubahan harga penawaran, yaitu pada saat-saat sebelum tanggal penerbitan saham di pasar perdana. Benveniste dan Spindt (1989) berargumentasi bahwa melalui perubahan harga penawaran, *underwriter* dapat menghimpun informasi untuk menaksir kekuatan permintaan investor yang prospektif. Jika terdapat permintaan yang kuat, *underwriter* akan mematok harga penawaran yang tinggi. Jika investor potensial mengetahui harga yang tinggi tersebut dan bersedia membayarnya, maka *underwriter* akan menawarkan *return* yang lebih menarik.

Fakta yang mendukung argumen di atas dikemukakan oleh Hanley (1993). Hanley (1993) mendokumentasikan perubahan harga penawaran selama perioda pendaftaran, dan menemukan bahwa *underwriter* tidak sepenuhnya melakukan penyesuaian harga penawaran saham mereka ke level yang lebih tinggi untuk menjaga *underpricing* tetap konstan ketika permintaan menguat. Jadi ketika *underwriter* merevisi harga saham menjadi lebih tinggi dari estimasi harga penawaran yang original, yang dimuat dalam prospektus pendahuluan, maka *underpricing* cenderung lebih tinggi. Bradley dan Jordan (2002) menunjukkan, bahwa amandemen harga penawaran mempunyai kekuatan prediksi yang signifikan untuk memperkirakan *underpricing*. Saham-saham dengan harga penawaran di atas *file range* pada umumnya lebih *underpriced*. Hasil penelitian Logue *et al.* (2002) juga menyatakan hal yang sama, yaitu *preliminary offer*.

price range merupakan determinan positif bagi *partial price adjustment*. Berdasarkan rangkaian penjelasan di atas, maka disusun hipotesis sebagai berikut:

H1: *Preliminary offer price* berpengaruh positif terhadap *partial price adjustment*.

Underpricing (UNDPRI)

Walaupun *underwriter* sudah berusaha menstabilkan *preliminary price* maupun *offer size*, berapa *final offer price* dan jumlah saham yang sesungguhnya dijual tidak dapat dipastikan sampai pada hari penerbitan saham. Laughran & Ritter (2002) menggunakan *prospect theory* untuk menjelaskan mengapa emiten setuju untuk menetapkan harga saham IPO pada level yang "mengundang" *excess demand*. *Partial price adjustment* yang terjadi karena permintaan penawaran yang tinggi menghasilkan tingkat kesejahteraan yang lebih baik bagi emiten dan secara simultan memberikan *excess profit* bagi investor.

Logue *et al.* (2002) berpendapat bahwa aktivitas *premarket underwriter* merupakan faktor yang berpengaruh paling signifikan terhadap terjadinya *underpricing*. Keputusan *underwriter* dalam menetapkan harga penawaran dan pengalokasian saham mengundang respon investor yang tercermin dalam *rationing equilibrium*. Perubahan harga yang terjadi merupakan bukti keterampilan *underwriter* dalam memasarkan saham-saham IPO. Logue *et al.* menemukan *investment banks* yang berkualitas tinggi lebih mungkin untuk menyesuaikan harga ke atas selama proses IPO. Hasil ini membuktikan bahwa *underwriter reputation* memfasilitasi pengadaan aktivitas *premarket underwriter*. *Rationing* dan *underpricing* merupakan konsekuensi dari penyesuaian harga yang terakhir terjadi.

Menurut pendapat Benveniste dan Spindt (1989); Benveniste, Busaba dan Wilhelm (1996), investor harus diberikan kompensasi atas informasi privat yang mereka miliki. Informasi privat itu terkait dengan nilai perusahaan emiten yang sesungguhnya. Melalui kombinasi antara *underpricing* dan *rationing*, *reward* atas informasi semacam itu dapat didistribusikan secara selektif kepada para investor yang memiliki informasi. Hasil penelitian yang mendukung temuan Benveniste dan Spindt (1989) adalah penelitian Bradley dan Jordan (2002), yang menunjukkan 35%-50% variasi IPO mengalami *underpricing*. *Underpricing* dapat diprediksi melalui *public information* yang diperoleh sebelum tanggal penerbitan saham. Fenomena *partial price adjustment* menyediakan informasi publik yang lebih luas, walaupun tidak sepenuhnya merefleksikan semua tipe informasi publik. Berdasarkan rangkaian penjelasan tersebut, maka disusun hipotesis sebagai berikut:

H2: *Partial price adjustment* berpengaruh positif terhadap *underpricing*.

Price Stabilization (PRISTB)

Aktivitas *price stabilization* atau stabilisasi harga yang dilakukan *underwriter* ke dalam transaksi perdagangan saham ditujukan untuk mencegah atau memperlambat penurunan harga pasar. *Price support* atau stabilisasi harga melibatkan modal yang besar, sehingga dalam prakteknya yang terlibat adalah

investment banker yang bermodal besar pula. Menurut Hanley *et al.* (1993), *price stabilization* dalam proses IPO merupakan aktivitas periode *aftermarket* yang terjadi di pasar sekunder. Hasil penelitian Hanley *et al.* menemukan *spread* yang lebar antara harga pasarutupan dengan harga penawaran, setelah itu terjadi stabilisasi harga. Pada periode berikutnya mereka mendokumentasi terjadinya *return* negatif yang signifikan. Berdasarkan kecenderungan tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa aktivitas stabilisasi harga tidak terus berlanjut. Stabilisasi harga merupakan bagian dari strategi *marketing* yang dilakukan *underwriter* dalam memasarkan saham-saham IPO.

Menurut Benveniste *et al.* (1996), kualitas *investment bank* merupakan proksi yang baik untuk mengukur kredibilitas aktivitas *aftermarket underwriter*. Komitmen yang kredibel sangat penting untuk menunjang aktivitas *price stabilization* pada periode *aftermarket*. Logue *et al.* (2002) menggunakan ranking kualitas Carter dan Manaster (1990) untuk mengukur kualitas *underwriter* terkait dengan kemampuannya dalam menstabilisasi harga. Hasil penelitian menunjukkan kualitas ranking *underwriter* berhubungan secara signifikan dengan aktivitas stabilisasi harga.

Ellis, Michaely dan O'Hara (2000) menguji *aftermarket trading*. Ellis *et al.* menemukan fakta bahwa *lead underwriter* selalu dominan sebagai *market maker* dan memegang posisi yang substansial dalam perdagangan *aftermarket*. *Lead underwriter* melakukan aktivitas stabilisasi bagi perdagangan saham-saham IPO yang kurang sukses. *Aftermarket trading* menciptakan keuntungan yang positif tergantung pada derajat *underpricing*. Berdasarkan rangkaian penjelasan di atas maka disusun hipotesis berikut ini:

H3: *Underpricing* berpengaruh positif terhadap *price stabilization*.

Abnormal Returns (RETURNS)

Anggarwal (2000) berpendapat aktivitas *aftermarket underwriter* kurang transparan. Intervensi *underwriter* terhadap harga saham tidak sepenuhnya dapat dipahami, karena tidak tersedianya data dan praktek di industri yang kurang transparan. Hasil penelitiannya menjelaskan aktivitas *aftermarket underwriter* dilakukan dengan cara menstimulasi *demand* melalui *short covering* dan memperketat penawaran untuk menghindari dan mengendalikan *flipping* atas saham. *Price stabilization* ini berdampak pada berkurangnya *fee underwriter*. *Underwriter* mengelola aktivitas *price support* dengan menggunakan kombinasi *aftermarket short covering*, *penalty bids*, dan secara selektif menggunakan *overallotment option*.

Fishe (2002) menemukan fakta bahwa *price stabilization* meningkat pada perdagangan saham IPO yang lemah dan terdapat hubungan yang positif antara elastisitas permintaan dengan *returns* IPO. Logue *et al.* (2002) mengatakan bahwa aktivitas *underwriter* pada periode *aftermarket* mempunyai hubungan yang kuat dengan *long-run investor returns*. Aktivitas *price stabilization* penting pengaruhnya terhadap *return* yang diperoleh investor, terutama pada bulan ke-3, 6 dan 12. Berdasarkan rangkaian penjelasan di atas, maka disusun hipotesis sebagai berikut:

H4: *Price stabilization* berpengaruh positif terhadap *abnormal returns*.

C. METODA PENELITIAN

Penelitian menggunakan data sekunder berupa: harga penawaran perdana, jumlah saham yang dijual, kisaran harga penawaran, pendapatan, harga penutupan pada hari pertama perdagangan, harga penutupan pada 30 hari pertama perdagangan, indeks harga saham gabungan (IHSG) dan peringkat reputasi *underwriter* di Indonesia, khususnya di Bursa Efek Indonesia. Periode pengamatan dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia sejak bulan Januari 2001 sampai dengan Desember 2002. *Return* saham diamati sejak bulan pertama, ketiga dan keenam sejak saham diterbitkan pertama kali, sehingga penelitian ini menggunakan jangka waktu pengamatan 6 (enam) bulan ke depan untuk menganalisa kinerja perusahaan. Perolehan sampel penelitian ini terbatas, hanya 53 sampel, karena sampel harus memenuhi kriteria spesifik yaitu saham-saham IPO yang prosedur pelaksanaannya sesuai dengan jadwal penawaran umum menurut Bapepam No. IX.A.2

Pengukuran dan Operasionalisasi Variabel

1. *Variabel Expected Proceeds (EXPRO)*

$$EXPRO = N \times P_a$$

Notasi: N = offer size (jumlah saham yang dijual)
 P_a = harga penawaran perdana

2. *Preliminary Offer Price Range (%PRIRNG)*

$$\% PRIRNG = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \times 100\%$$

Notasi: P_1 = harga penawaran tertinggi pada periode *premarket*

P_0 = harga penawaran terendah pada periode *premarket*

3. *Log of Revenue (REV)*

REV merupakan variabel kontrol, yaitu logaritma natural dari *revenue* yang diperoleh perusahaan emiten dalam tahun fiskal yang diterbitkan terakhir sebelum dilakukan IPO.

4. *Partial Price Adjustment (PPA)*

Aktivitas *partial price adjustment* (PPA) dalam penelitian ini diukur dengan cara mengukur revisi *expected offer prices* selama periode *premarket* terlebih dahulu. Rumus perhitungannya adalah sebagai berikut:

$$P_e = \frac{P_1 + P_0}{2} \quad PPA = \frac{P_a + P_e}{P_e}$$

Notasi: P_a = harga penawaran perdana

P_e = harga penawaran yang diharapkan

5. *Underpricing* (UNDPRI)

$$UNDPRI = \frac{P_m - P_a}{P_a}$$

Notasi: P_m = harga penutupan pada hari pertama perdagangan

P_a = harga penawaran perdana

6. *Price Stabilization* (PRISTB)

Agar dapat memperoleh gambaran aktivitasnya maka penelitian ini menggunakan proksi, yaitu melalui cara mencermati jarak (*magnitude*) dan durasi stabilisasi harga yang kemudian dapat diambil kesimpulan. Kesimpulan ini merupakan hasil observasi harga sejak tanggal pertama di pasar sekunder, dimana harga jatuh dibawah harga penawaran perdana. Selanjutnya pola itu dibuat *discrete categorical variable* berdasarkan konvensi jumlah hari seperti berikut ini:

Value 1 : Harga pasar turun dibawah harga penawaran perdana dalam 2 hari sejak tanggal penawaran (*Market prices < issue price*). Diindikasikan *underwriter* melakukan aktivitas dukungan yang lebih cepat dalam menstabilkan harga.

Value 2 : Harga pasar turun dibawah harga penawaran perdana dalam 28 hari, dengan asumsi *underwriter* memperpanjang partisipasinya dalam aktivitas stabilisasi harga.

Value 3 : Jika tidak pernah terjadi penurunan harga dibawah harga penawaran perdana dalam tempo 30 hari pertama perdagangan (*Market prices > issue price*). Dalam kondisi ini *underwriter* dipandang tidak perlu melakukan aktivitas stabilitas harga.

4. *Abnormal Returns*

Hasil perhitungan *abnormal return* dapat diperoleh dengan menggunakan *return pasar (market adjusted model)*. Kinerja saham pada periode *after-market* dilakukan melalui pendokumentasian *abnormal return* saham pada akhir bulan ke-1, ke-3 dan ke-6.

a. *Return* saham (pasar) pada periode bulan ke-1, ke-3 dan ke-6 dihitung dengan rumus:

$$R_{i(m)t} = \frac{P_{i(m)t} - P_{i(m)t-1}}{P_{i(m)t-1}}$$

dimana: R_{it} = *return* saham i (pasar) pada periode t

P_{it} = harga saham i (IHSG) pada periode t

P_{it-1} = harga saham i (IHSG) pada periode t-1

b. Menghitung *Market-Adjusted Abnormal Return* pada periode bulan

ke-1, ke-3 dan ke-6, dihitung dengan rumus: $AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$

Penelitian ini mengembangkan model *path analysis*, yaitu sistem *linear relationship* yang menggunakan teknik *Maximum Likelihood Estimation* (MLE) yang tersedia dalam AMOS 4.01 (Arbuckle, 1999).

Formulasi model penelitian disajikan sebagai berikut:

$$PPA_i = a_1 + \beta_{11}EXPRO_i + \beta_{12}\%PRIRNG_i + \beta_{13}REV_i + e_{1i}$$

$$UNDPRI_i = a_2 + \beta_{21}EXPRO_i + \beta_{22}\%PRIRNG_i + \beta_{23}REV_i + \beta_{24}PPA_i + e_{2i}$$

$$PRISTB_i = a_3 + \beta_{31}EXPRO_i + \beta_{32}\%PRIRNG_i + \beta_{33}REV_i + \beta_{34}PPA_i + \beta_{35}UNDPRI_i + e_{3i}$$

$$RETURN_i = a_4 + \beta_{41}PPA_i + \beta_{42}UNDPRI_i + \beta_{43}PRISTB_i + e_{4i}$$

Keterangan:

$EXPRO_i$ = *expected proceeds*

$UNDPRI_i$ = *underpricing*

$\%PRIRNG_i$ = *preliminary offer price range*

$PRISTB_i$ = *price stabilization*

REV_i = *log of revenue*

$RETURN$ = *abnormal returns*

PPA_i = *partial price adjustment*

D. HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan evaluasi normalitas data, *outliers*, *multicollinearity* dan *goodness of fit index*, seluruh model *path analysis* yang dikembangkan dinyatakan representatif. Tabel 1 memuat seluruh hasil pengujian model untuk memprediksi besaran *excess returns* pada jangka pendek (1 bulan) dan jangka yang lebih panjang (3 dan 6 bulan).

Tabel 1
 Hasil Uji Hipotesis untuk Model 1a, 1b dan 1c

Pengaruh Antar Variabel	Arah Pengaruh	Standardized Estimate	t.r.	Keterangan
PPA ← EXPRO	+	0.402	2.917**	Signifikan
PPA ← REV	-	-0.057	-0.415	Tidak signifikan
PPA ← PRIRNG	+	0.501	4.748**	Signifikan (H ₁)
UNDPRI ← EXPRO	-	-0.088	-0.518	Tidak signifikan
UNDPRI ← PPA	-	-0.506	-3.183**	Signifikan (H ₂)
UNDPRI ← PRIRNG	+	0.147	1.016	Tidak signifikan
UNDPRI ← REV	-	-0.021	-0.131	Tidak signifikan
PRISTB ← EXPRO	-	-0.246	-1.441	Tidak signifikan
PRISTB ← PPA	+	0.112	0.646	Tidak signifikan
PRISTB ← UNDPRI	+	0.447	3.240**	Signifikan (H ₃)
PRISTB ← REV	+	0.179	1.135	Tidak signifikan
PRISTB ← PRIRNG	-	-0.159	-1.087	Tidak signifikan
RETURN1 ← PPA	-	-0.206	-1.354	Tidak signifikan
RETURN1 ← UNDPRI	-	-0.189	-1.138	Tidak signifikan
RETURN1 ← PRISTB	+	0.179	1.184	Tidak signifikan (H ₄)
RETURN3 ← PPA	-	-0.444	-0.738	Tidak signifikan
RETURN3 ← UNDPRI	-	-0.355	-2.171*	Signifikan
RETURN3 ← PRISTB	+	0.219	1.472	Tidak signifikan
RETURN6 ← PPA	-	-0.221	-1.581*	Marginal
RETURN6 ← UNDPRI	-	-0.550	-3.610**	Signifikan
RETURN6 ← PRISTB	+	0.088	0.636	Tidak signifikan

Keterangan: * Signifikan pada α 10%, $df = 3$, one tailed test.
 ** Signifikan pada α 5%, $df = 3$, one tailed test.

Pengujian hipotesis pertama terbukti, data pengamatan sesuai dengan garis teoritis (prediksi menurut model). Variabel *preliminary offer price range* (PRIRNG) merupakan determinan yang berpengaruh langsung, positif dan signifikan pada level 0.050 terhadap variabel *partial price adjustment* (PPA). Disamping itu, *expected proceeds* (EXPRO) juga berpengaruh sama dengan PRIRNG terhadap PPA. Temuan ini mengindikasikan bahwa *underwriter* pada umumnya *underestimate* akan permintaan investor terhadap saham-saham yang berisiko. Nampaknya harga penawaran semakin dikurangi seiring dengan kenaikan risiko saham tidak terjual. Logue *et al* (2002) mengatakan bahwa *price adjustment* yang terjadi selama periode *premarket* ditujukan untuk mengkompensasi investor dalam bentuk *additional discount* (terkait dengan jumlah saham yang ditawarkan) dan memberikan *premium* (terkait dengan *uncertainty*). Penelitian ini menunjukkan bahwa *partial price adjustment* cenderung mengarahkan harga penawaran perdana lebih rendah dari nilai saham sebenarnya. Besarnya selisih harga yang terjadi disebut sebagai *premium*. Mekanisme ini menjelaskan bagaimana proses terciptanya harga perdana, terkait dengan *uncertainty risk* yang ditanggung calon investor. Sedangkan bagaimana mekanisme terciptanya harga penawaran perdana melalui gambaran *additional discount* tidak dapat dijelaskan dengan baik, karena data yang memuat prosentase perubahan jumlah saham yang ditawarkan saat *bookbuilding* tidak tersedia.

Pengujian hipotesis kedua didukung oleh data secara signifikan dengan arah yang bertolak belakang. Berarti PPA mempengaruhi *underpricing* (UNDPRI) secara langsung dan negatif. Semakin *partial price adjustment* bergeser ke arah bawah kisaran harga penawaran awal, maka saham semakin mengalami *underpricing*. Fenomena *underpricing* atas saham-saham IPO di Indonesia justru dijelaskan oleh peristiwa pergeseran harga penawaran perdana di bawah kisaran harga penawaran awal (PRIRNG). Dengan menggeser harga di bawah PRIRNG, maka risiko saham tidak terjual semakin kecil. Dengan pertimbangan *underwriter* memiliki informasi yang lebih baik tentang pasar modal dibanding perusahaan emiten, ditambah lagi informasi pada saat "road show" pada periode *bookbuilding*, maka *underwriter* memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk membuat kesepakatan harga IPO yang optimal.

Fenomena *Underpricing* dapat diinterpretasikan sebagai suatu fakta untuk "mengundang" investor agar melakukan *bidding* secara lebih agresif. *Underpricing* yang terjadi atas saham-saham IPO di Indonesia pada periode tahun 2001-2002 justru terjadi pada perusahaan-perusahaan yang mempunyai rata-rata dasar *revenue* lebih kecil. Sejalan dengan argumentasi Brennan dan Franks (1997) bahwa *underpricing* menjamin terjadinya *oversubscription* sehingga memungkinkan penerbit saham dapat melakukan penjatahan kepemilikan *post IPO* secara strategik melalui proses pengalokasian saham. Dengan demikian *underpricing* dan *rationing* merupakan dua hal yang serangkaian sehingga memungkinkan bagi orang dalam perusahaan (*insiders*) untuk tetap menguasai pengendalian perusahaan pasca IPO.

Pengujian hipotesis ketiga didukung oleh data secara positif dan signifikan. H_3 terbukti, semakin tinggi derajat *underpricing* maka semakin berkurang intensitas *price stabilization*. Hasil ini konsisten dengan penemuan Logue *et al.* (2002) dan Benveniste *et al.* (1996). Benveniste *et al.* memprediksi bahwa *underpricing* dan *price stabilization* merupakan dua aktivitas yang saling substitusi. *Underwriter* memberi harga secara lebih akurat untuk saham-saham yang permintaannya rendah. Revisi harga penawaran di bawah kisaran harga mungkin cukup akurat untuk memoderasi kekuatan hubungan antara aktivitas *underwriter* pada periode *premarket* dan *aftermarket*.

Pengujian hipotesis keempat kurang didukung oleh data, arah hubungannya positif. Dengan demikian H_4 kurang terbukti. Dengan kata lain tidak ada bukti yang mendukung bahwa aktivitas yang dilakukan *underwriter* pada periode *premarket* dan *aftermarket* dapat mempengaruhi harga di pasar sekunder. Hasil penelitian pada domain ini kurang dapat menjelaskan apakah stabilisasi harga dengan berbagai intensitasnya dapat menentukan *abnormal returns* pada bulan pertama pasca IPO. Demikian pula *abnormal returns* tidak dapat dijelaskan melalui *partial price adjustment* maupun *underpricing*. Walaupun kurang signifikan, arah pengaruh *price stabilization* terhadap *abnormal returns* yang positif mengindikasikan bahwa *underwriter* sudah melakukan stabilisasi harga, tetapi pengaruhnya kurang terasa, karena tingkat penurunan harga yang kuat (*flipping*). Tindakan stabilisasi harga tidak mampu membendung harga yang terus turun, sehingga *performance* saham semakin buruk.

Selanjutnya hasil pengujian sehubungan dengan peran reputasi *underwriter* dengan menggunakan *proxy Carter-Manaster quality ranking*, dilaporkan sebagaimana tabel 2 berikut ini:

Tabel 2
Hasil Uji Hipotesis untuk Model 2a, 2b dan 2c

Pengaruh Antar Variabel	Arah Pengaruh	Standardized Estimate	t	Keterangan
PPA ← PRIRNG	+	0.502	4.813**	Signifikan (H ₁)
PPA ← EXPRO	+	0.384	2.802**	Signifikan
PPA ← REV	-	-0.093	-0.669	Tidak signifikan
PPA ← RANK	+	0.130	1.514*	Marginal
UNDPRI ← PRIRNG	+	0.140	0.967	Tidak signifikan
UNDPRI ← EXPRO	-	-0.084	-0.494	Tidak signifikan
UNDPRI ← PPA	-	-0.493	-3.069**	Signifikan (H ₂)
UNDPRI ← REV	-	-0.001	-0.006	Tidak signifikan
UNDPRI ← RANK	-	-0.068	-0.516	Tidak signifikan
PRISTB ← EXPRO	-	-0.241	-1.418	Tidak signifikan
PRISTB ← PRIRNG	-	-0.166	-1.139	Tidak signifikan
PRISTB ← PPA	+	0.125	0.718	Tidak signifikan
PRISTB ← UNDPRI	+	-0.441	-3.199**	Signifikan (H ₃)
PRISTB ← REV	+	0.203	1.256	Tidak signifikan
PRISTB ← RANK	-	-0.083	-0.633	Tidak signifikan
RETURN1 ← PPA	-	-0.197	-1.281	Tidak signifikan
RETURN1 ← UNDPRI	-	-0.194	-1.165	Tidak signifikan
RETURN1 ← PRISTB	+	0.176	1.161	Tidak signifikan (H ₄)
RETURN1 ← RANK	-	-0.051	-0.370	Tidak signifikan
RETURN3 ← PPA	-	-0.074	-0.501	Tidak signifikan
RETURN3 ← UNDPRI	-	-0.374	-2.335**	Signifikan
RETURN3 ← PRISTB	+	0.205	1.407	Tidak signifikan
RETURN3 ← RANK	-	-0.207	-1.543*	Marginal
RETURN6 ← PPA	-	-0.219	-1.546*	Marginal
RETURN6 ← UNDPRI	-	-0.551	-3.607**	Signifikan
RETURN6 ← PRISTB	+	0.087	0.629	Tidak signifikan
RETURN6 ← RANK	-	-0.012	-0.095	Tidak signifikan

Keterangan: * Signifikan pada α 10%, $df = 3$, one tailed test.
** Signifikan pada α 5%, $df = 3$, one tailed test.

Pengujian peran reputasi *underwriter* dengan menggunakan *proxy Carter-Manaster quality ranking* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *partial price adjustment*. Hasil penelitian kurang mampu menjelaskan bahwa kualitas *underwriter* yang rendah mempunyai masalah kredibilitas. Oleh karenanya hasil ini kurang mampu mendukung argumen bahwa *underwriter* yang bereputasi rendah kurang mampu meningkatkan harga penawaran perdana di atas kisaran penawaran harga awal. Koefisien reputasi *underwriter* juga tidak menunjukkan hasil yang signifikan dalam menjelaskan pengaruhnya terhadap *initial returns (underpricing)*. Hasil pengujian peran reputasi *underwriter* terhadap stabilisasi harga maupun *abnormal returns* menunjukkan pengaruh yang kurang

signifikan pada bulan pertama. Sehingga secara keseluruhan, model tidak terpengaruh oleh *Carter-Manaster quality ranking*. Masing-masing variabel eksogen maupun endogen sebagai variabel penjelas tetap konsisten dengan hasil pengujian sebelumnya, perubahan koefisien determinasi yang terjadi tidak cukup substansial. Pengaruh-pengaruh yang terjadi pada periode *premarket*, *issue date* dan periode *aftermarket* lebih dipengaruhi oleh aktivitas *underwriter*, sedangkan reputasi *underwriter* tidak memberikan pengaruh yang signifikan. Reputasi *underwriter* ataupun aktivitas *underwriter* tidak berpengaruh terhadap *abnormal returns* pada bulan pertama. Dalam jangka lebih panjang, *underpricing* semakin signifikan menunjukkan pengaruhnya terhadap *abnormal returns* pada bulan ketiga dan meningkat pada bulan keenam (-0.374 pada bulan ketiga menjadi -0.551 pada bulan keenam).

Performance jangka panjang saham-saham IPO di Indonesia lebih buruk dari pada *return pasar* (*underperformance*). Hasil pengujian ini konsisten dengan temuan Ritter (1991), Brav dan Gompers (1997), Carter *et al.* (1998), Hanafi (2002) maupun Logue *et al.* (2002). Setelah jangka waktu 3 bulan, saham-saham IPO di Indonesia sudah menampakkan *underperformance* dan *trend* penurunan *returns* terus berlanjut sampai pengamatan 6 bulan berikutnya. Di negara lain *aftermarket performance* pada umumnya menunjukkan *trend* yang menurun setelah jangka waktu dua belas bulan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa proses kinerja saham menjadi *underperformance* untuk saham-saham IPO di Indonesia jauh lebih cepat dibanding kasus serupa di negara-negara lain.

F. PENUTUP

Keterbatasan Penelitian

1. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini terbatas, hanya 53 sampel. Setidaknya untuk pengujian yang demikian kompleks, jumlah sampelnya sekitar 125 unit.
2. Periode amatan *aftermarket* terbatas, sehingga *performance* saham yang berhasil didokumentasi hanya sampai pada periode 6 bulan setelah IPO. Periode amatan yang lebih panjang, sepertinya akan dapat menjelaskan kinerja saham IPO lebih baik.
3. *Returns* pasar yang digunakan adalah IHSG, bukan indeks khusus yang sesuai dengan jenis portofolio masing-masing saham IPO. Hal ini disebabkan tidak tersedianya data indeks masing-masing industri selama periode penelitian.

Implikasi Penelitian

1. Studi empirik diseperti peristiwa IPO yang lalu lebih menyorot aktivitas-aktivitas *underwriter* pada periode yang terbatas selama proses penjaminan. Studi ini menyajikan analisa yang lebih komprehensif, yaitu rangkaian aktivitas penuh yang diselenggarakan *underwriter* pada periode *premarket*, *issue date* dan *aftermarket*.

2. Reputasi *underwriter* dan aktivitas pasar yang dilakukannya merupakan elemen-elemen dalam sebuah *sequential*, merupakan proses yang terintegrasi yang didedikasikan oleh *underwriter* untuk kepentingan perusahaan penerbit saham. Oleh karenanya, kesimpulan yang lebih baik mengenai proses penjaminan IPO dapat digambarkan jika pola hubungan ini merupakan hubungan yang penuh, bukan hubungan yang parsial.
3. Pada prinsipnya pengaruh reputasi *underwriter* terhadap *investor return* adalah pengaruh tidak langsung, melalui tindakan mereka pada periode *premarket underwriting*. Ada kecenderungan reputasi *underwriter* memfasilitasi tindakan aktivitas *premarket underwriting*, sehingga ada baiknya perusahaan emiten mempertimbangkan penggunaan jasa *underwriter* yang bereputasi tinggi. *Underwriter* yang bereputasi tinggi memungkinkan proses aktivitas penjaminan saham lebih efisien.
4. Penelitian ini menguji prediksi menurut model, apakah data pengamatan sesuai dengan garis teoritis. *Path analysis* digunakan bukan untuk menghasilkan kausalitas, tetapi untuk membenarkan adanya kausalitas teoritis melalui uji data empirik. Fokusnya adalah pada bagaimana aktivitas-aktivitas *premarket*, *issue date* dan *aftermarket* berkaitan antara satu dengan lainnya, pada gilirannya berkaitan pula dengan *longer-run investor returns*.
5. Dengan diterbitkannya peraturan BAPEPAM No. IX.A.2 Baru, nampak adanya proses belajar dalam merespon peraturan baru tersebut. Proses belajar yang terus menerus ini perlu untuk perkembangan pasar modal Indonesia ke arah yang lebih baik. Beberapa hal yang perlu diperhatikan di dalam praktek adalah:
 - a) Peranan *underwriter* pada periode *premarket*, karena menyangkut pengemasan harga yang strategik dengan mengacu pada hasil *red herring*.
 - b) Peranan *underwriter* pada periode *aftermarket*, karena menyangkut *performance* saham. *Price stabilization* bukan satu-satunya alternatif pengendalian harga. Masih terdapat pilihan lain yang dapat digunakan secara strategis yaitu dengan menggunakan kombinasi *aftermarket short covering*, *penalty bids* dan penggunaan secara selektif *overallotment options* (Aggarwal, 2000).

DAFTAR PUSTAKA

- Allen, F., & G.R. Faulhaber. 1989. Signaling By Underpricing in the IPO Market. *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, pp. 303-323.
- Anggarwal, R. 2000. Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, June, Vol. LV, No. 3, pp. 1075-1103.

- Arbuckle, J.L. 1999. *Amos 4.0 Programming Reference Guide*. Chicago: SmallWaters Corporation.
- Baron, D.P. 1982. A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *The Journal of Finance*, September, Vol. XXXVII, No. 4, pp. 955-976.
- Beatty, R.P., & J.R. Ritter. 1986. Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 213-232.
- Benveniste, L.M., & P.A. Spindt. 1989. How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues. *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 343-361.
- Benveniste, L.M., W.Y. Busaba, & W.J. Wilhelm, Jr. 1996. Price Stabilization as a Bonding Mechanism in New Equity Issues. *Journal of Financial Economics*, Vol. 42, pp. 223-255.
- Bradley, D.J., & B.D. Jordan. 2002. Partial Adjustment to Public Information and IPO Underpricing. *Journal of Financial And Quantitative Analysis*, December, Vol. 37, No. 4, pp. 595-616.
- Brav, A., & P.A. Gompers. 1997. Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies. *The Journal of Finance*, Vol. LII, No. 5, pp. 1791-1821.
- Brennan, M.J. & J. Franks. 1997. Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK. *Journal of Financial Economics*, Vol. 45, pp. 391-413.
- Carter, R., & S. Manaster. 1990. Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. *The Journal of Finance*, September, Vol. XLV, No. 4, pp. 1045-1067.
- Carter, R.B., F.H. Dark, A.K. Singh. 1998. Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks. *The Journal of Finance*, February, Vol. LIII, No. 1, pp. 285-311.
- Ellis, K., R. Michaely, & M. O'Hara. 2000. When the Underwriter Is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket. *The Journal of Finance*, Vol. LV, No. 3, pp. 1039-1073.
- Fishe, R.P.H. 2002. How Stock Flippers Affect IPO Pricing and Stabilization. *Journal of Financial And Quantitative Analysis*, June, Vol. 37, No. 2, pp. 319-340.

- Grinblatt, M. & C.Y. Hwang. 1989. Signalling and the Pricing of New Issues. *The Journal of Finance*, June, Vol. XLIV, No. 2, pp. 393-420.
- Hanafi, M. 2002. Efisiensi Emisi Saham Baru di Bursa Efek Jakarta 1989-1994. *Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan*. Yogyakarta: BPFE, pp. 427-444.
- Hanley, K.W. 1993. The Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon. *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, pp. 231-250.
- Hanley, K.W., A.A. Kumar, & P.J. Seguin. 1993. Price Stabilization in the Market for New Issues. *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, pp. 177-197.
- Husnan, S. 2001. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas. Edisi Ketiga*. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN.
- Logue, D.E. 1973. On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, January, pp. 91-103.
- Logue, D.E., & J.R. Lindvall. 1974. The Behavior of Investment Bankers: An Econometric Investigation. *The Journal of Finance*, March, Vol. 29, pp. 203-215.
- Logue, D.E., R.J. Rogalski, J.K. Seward, & L.F. Johnson. 2002. What Is Special about the Roles of Underwriter Reputation and Market Activities in Initial Public Offerings?. *Journal of Business*, Vol. 75, No. 2, pp. 213-243.
- Ritter, J.R. 1991. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, March, Vol. XLVI, No. 1, pp. 3-27.
- Rock, K. 1986. Why New Issues Are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 187-212.
- Tinic, S.M. 1988. Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock. *The Journal of Finance*, September, Vol. XLIII, No. 4, pp. 789-822.
- Welch, I. 1989. Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, June, Vol. XLIV, No. 2, pp. 421-449.