

ANALISIS HUBUNGAN INITIAL PUBLIC OFFERING TERHADAP VALUE STOCKS DAN GROWTH STOCKS DI BURSA EFEK JAKARTA

Vidya V. Adhivinna *)
Djoko Susanto **)

ABSTRAK

Penelitian ini menguji hubungan *Initial Public Offering (IPO)* terhadap *value stocks* dan *growth stocks* di Bursa Efek Jakarta. Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui apakah terdapat hubungan antara kumulatif abnormal return (*CAR*) dan variabel-variabel independen yang meliputi rasio nilai buku terhadap nilai pasar ekuitas (*B/M*), rasio laba terhadap harga pasar saham (*E/P*), jumlah hari penutupan aplikasi (*DAYS*), harga penawaran perdana (*RECIPO*), dan besaran *IPO (LNSIZE)*.

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh antara lain dari *Indonesian Securities Market Database*, Pusat Pengembangan Akuntansi Universitas Gajah Mada, *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1990 hingga 2001, dan dari website www.bapepam.go.id. Sampel terdiri dari 211 perusahaan yang melakukan penawaran perdana di BEJ periode tahun 1990 hingga 1998. Analisis yang digunakan pada penelitian ini lebih banyak menggunakan analisis statistik deskriptif, untuk melihat hubungan *IPO* terhadap *value stocks* dan *growth stocks* pada perusahaan-perusahaan yang melakukan *IPO* hingga tiga tahun setelahnya. Untuk menguji hubungan antara *CAR* dan variabel-variabel independen kuantitatif dilakukan dengan uji analisis regresi.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan adanya hubungan yang positif antara *CAR* dengan variabel *B/M*, *DAYS*, dan *LNSIZE*, serta hubungan yang negatif dengan variabel *E/P* dan *RECIPO*, meskipun dengan tingkat signifikansi yang berbeda beda. Untuk hasil statistik deskriptif *CAR* dan *WR* berdasarkan nilai *B/M* yaitu *mean CAR* dan *WR* untuk *value stock* lebih besar dibandingkan *mean CAR* dan *WR* untuk *growth stock*. Berdasarkan nilai *E/P*, *mean CAR* untuk *value stock* lebih kecil daripada *mean CAR* untuk *growth stock* Sedangkan untuk nilai *WR* berdasarkan nilai *value stock* tetap lebih tinggi daripada *growth stock*.

Kata kunci: *Initial Public Offering (IPO)*, *value stocks*, *growth stocks*.

LATARBELAKANG

Penawaran Perdana atau *Initial Public Offering (IPO)* merupakan salah satu alternatif untuk memperoleh tambahan dana atau modal dari masyarakat. Dana yang diperoleh dari penawaran perdana tersebut, yang biasanya dalam bentuk tunai, dapat digunakan oleh perusahaan antara lain untuk melunasi utang, memperbaiki modal kerja, perluasan perusahaan, memperluas pemasaran dan distribusi, perbaikan sarana penunjang, dan kebutuhan investasi lainnya.

*) Vidya Vitta Adhivinna, SE., M.Si., adalah Dosen Tetap Fakultas Ekonomi Universitas PGRI Yogyakarta.

***) Dr. Djoko Susanto, MSA., Akuntan adalah Dosen Tetap STIE YKPN Yogyakarta.

Dalam beberapa tahun terakhir ini, investasi saham di pasar modal Indonesia menunjukkan kemajuan yang sangat menggembirakan. Salah satu faktor yang dapat menjelaskan fenomena ini adalah adanya peningkatan ketertarikan pemilik modal untuk berinvestasi dalam saham sebagai alternatif investasi. Salah satu faktor yang mendorong investor untuk menginvestasikan dananya di pasar modal adalah untuk memperoleh *capital gain*, yaitu selisih lebih antara harga di pasar sekunder dengan harga perdananya, dan selisih ini merupakan kompensasi dari dana investasi yang ditanamkan (Prastiwi, 2000).

Penelitian dalam bidang akuntansi atau keuangan juga menunjukkan munculnya fenomena lain yang disebut sebagai asimetri informasi (*information asymmetry*) di antara pelaku pasar. Asimetri informasi dianggap sebagai salah satu hal yang menyebabkan *underpricing* pada penawaran saham perdana, dan merupakan gejala umum setiap pasar modal. Fenomena ini terjadi karena terdapat perbedaan kepentingan yang saling berinteraksi. Emiten di satu pihak berkepentingan mencari sumber dana melalui penawaran perdana dan berusaha menarik para investor menanamkan modalnya. Di pihak lain investor dalam melakukan investasi mempunyai ekspektasi untuk mendapatkan *superior return* dan cenderung bersifat menghindari resiko (*risk averse*). *Underpricing* bagi perusahaan yang mengeluarkan saham akan berakibat kehilangan kesempatan untuk mendapatkan dana secara maksimal, dan sebaliknya *overpricing* maka perusahaan dapat menghimpun dana yang lebih banyak namun investor akan memperoleh *capital gain* yang lebih kecil.

Underpricing merupakan fenomena jangka pendek yang dalam beberapa penelitian dikatakan sebagai akibat adanya kecenderungan *underwriter* untuk menekan harga untuk menghindari resiko litigasi dan kemungkinan tidak terjualnya surat berharga di masa yang akan datang. Untuk jangka panjang fenomena yang terjadi adalah penurunan kinerja surat berharga yang ditunjukkan dengan *abnormal return* negatif dalam jangka waktu lebih dari satu tahun sejak penawaran perdana.

Penelitian ini ditujukan untuk meneliti kembali studi yang dilakukan oleh Corhay et al. (2002) mengenai ada tidaknya efek nilai atau pertumbuhan (*growth/value effect*) dalam konteks pasar modal di Indonesia. Dalam studinya, Corhay et al. (2002) meneliti kinerja

jangka panjang *IPO* dalam kurun waktu tiga tahun setelah *IPO* untuk pasar modal di Malaysia.

Corhay et al. (2002) membagi perusahaan kedalam *value stocks* dan *growth stocks*. Perusahaan yang memiliki nilai *Book-to-Market (B/M)*, *Earnings-to-Price (E/P)*, dan *Cash Flow-to-Price (C/P) ratio* yang tinggi dikelompokkan ke dalam *value stocks*, sedangkan yang rendah dikelompokkan ke dalam *growth stocks*. Penelitian ini juga melakukan hal yang sama sebagaimana dalam Corhay et al. (2002), namun tanpa memasukkan unsur *C/P*. Berbagai temuan empiris mengindikasikan bahwa *value stocks* menghasilkan return yang tinggi dibandingkan *growth stocks*. Penelitian ini akan menguji apakah return yang tinggi tersebut diperoleh dari *value stocks IPO* ataukah *growth stocks IPO* dalam konteks pasar modal di Indonesia. Selanjutnya, penelitian ini juga menganalisis hubungan antara kumulatif abnormal return dan variabel-variabel independen yang meliputi rasio nilai buku terhadap nilai pasar ekuitas, rasio laba terhadap harga pasar saham, jumlah hari penutupan aplikasi, harga penawaran perdana, dan besaran *IPO* pada perusahaan yang melakukan *IPO*.

PENELITIAN TERDAHULU

Beberapa model teoritis mengungkapkan adanya variasi hubungan antara perusahaan penerbit, investor, dan *investment bankers* dalam menjelaskan fenomena *underpricing*. Sebagian besar model tersebut didasarkan pada reaksi rasional dari para pelaku pasar, dimana reaksi tersebut secara umum dikelompokkan kedalam model-model yang didasarkan atas asimetri informasi, pertimbangan litigasi, dan cara perolehan modal.

Dalam beberapa tahun terakhir, penekanan dalam penelitian beralih pada penjelasan mengenai anomali *IPO* sebagaimana dirintis pertama kali oleh Ritter (1991). Dengan menggunakan sampel 1.526 *IPO* dalam periode 1975 hingga 1984, ditemukan bahwa rata-rata *holding period return* yang diperoleh perusahaan yang melakukan *IPO* adalah sebesar 34,37% dalam tiga tahun setelah *go public*. Loughran dan Ritter (1995), yang menguji kinerja jangka panjang *IPO* dan *seasoned offering* di Amerika Serikat, berpendapat bahwa terdapat efek signifikan *book-to-market* dan penerbitan baru (*new issues effect*). Efek *book-to-market* disebabkan oleh adanya fakta bahwa sebagian besar

perusahaan yang melakukan *IPO* memiliki nilai *book-to-market* yang relatif rendah yang berdampak pada relatif rendahnya *return* yang diperoleh. Sedangkan efek terbitan baru mengacu pada peningkatan yang bersifat substansial pada harga saham untuk sebagian besar perusahaan yang melakukan penawaran saham musiman selama tahun-tahun sebelumnya. Penelitian tersebut mengungkap bahwa efek *size* dan *book-to-market* dapat menjelaskan 22% dari *underperformance* perusahaan *IPO*. Loughran and Ritter (1995) menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan *IPO* menghadapi kondisi yang lebih buruk dibandingkan perusahaan yang tidak melakukan *IPO* karena perusahaan-perusahaan yang melakukan *IPO* tersebut merupakan perusahaan yang termasuk dalam *growth stocks* yang dilihat berdasarkan rasio *book-to-market* yang rendah, yang dengan demikian menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut memberikan *return* yang rendah.

Penelitian yang dilakukan oleh Wong dan Uddin (2000) dalam Corhay et. al (2002) memperlihatkan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan *IPO* di Malaysia mengungguli pasar dengan *return* disesuaikan pasar kumulatif (*cumulative market adjusted return/CAR*) positif 44% selama tiga tahun sejak tanggal *listing*. Corhay et.al (2000) juga meneliti hal yang sama, dengan penekanan pada penentuan ada tidaknya efek nilai/pertumbuhan (*growth/value effect*) di Malaysia dengan menggunakan sampel 258 *IPO* dalam periode 4 tahun yaitu dari tahun 1992 hingga 1994.

Kinerja surat berharga menurut Aggarwal et al. (1993) adalah *abnormal return* yang diperoleh investor. *Abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return expectation* yang sering digunakan sebagai dasar pengujian efisiensi pasar. Pasar dikatakan efisien jika tidak terdapat satupun pelaku pasar yang menikmati *return* yang tidak normal tersebut dalam jangka waktu yang cukup lama. (Prastiwi, 2000).

Penelitian mengenai kinerja surat berharga telah banyak dilakukan di beberapa negara dengan hasil yang bervariasi dari satu negara dengan negara lain. Kinerja perusahaan adalah salah satu aspek yang menjadi penilaian bagi investor, yang dalam hal ini dicerminkan oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Kinerja perusahaan ini akan terwujud dalam reaksi pasar berupa perubahan harga

pasar saham. Dengan kata lain apabila laba suatu perusahaan meningkat, secara teoritis harga saham akan meningkat juga (Hartini, 1997).

Ritter (1991) melakukan penelitian mengenai kinerja jangka panjang perusahaan-perusahaan yang melakukan *IPO*. Dalam penelitian tersebut kinerja perusahaan difokuskan kepada kinerja harga saham sesudah *IPO*, yang diukur dengan *CAR* dan *return* yang diperoleh dari membeli dan menahan saham *IPO* selama tiga tahun. Obyek penelitian adalah 1.526 perusahaan yang melakukan *IPO* pada periode 1975 sampai dengan tahun 1985 di *New York Stock Exchange*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *under-price* merupakan fenomena jangka pendek, sedangkan dalam jangka panjang kinerja perusahaan *IPO* menurun dan berada di bawah rata-rata kinerja perusahaan umumnya. Tingginya biaya transaksi dalam pengeluaran saham sebagian diantisipasi oleh *return* jangka panjang yang rendah, sedikitnya bagi perusahaan yang go publik pada saat investor sangat optimis.

Penelitian Corhay (2002) menunjukkan bahwa terdapat *positive return* yang dihasilkan oleh *value* atau *growth IPOs* dan ditentukan *Value IPOs* saham yang sesuai dengan pertumbuhan *IPO stock* di Malaysia. Dalam penelitian ini kinerja jangka panjang saham diukur menggunakan *cumulative average market adjusted return (CAR)*, *buy and hold return (BAH)*, dan *wealth relatives (WR)*. Selain itu sebelum menghitung *long run performance*, *IPO* dalam *sample* dimasukkan ke dalam kategori *value portfolio* dan *growth portfolio* yang berukuran sama berdasarkan pada *book-to-market ratio (B/M)*, *earnings-to-price ratio (E/P)*, dan *Cashflows-to-price ratio (C/P)*. Saham dengan rasio *B/M*, *E/P*, dan *C/P* rendah dijelaskan sebagai *growth stocks* sementara saham dengan rasio *B/M*, *E/P*, dan *C/P* tinggi sebagai *value stocks*.

Long run performance IPO dalam sampel berhubungan dengan *CAR*. *WR* digunakan dalam perhitungan untuk memberikan indikator keseluruhan kinerja *IPO* yang relatif berlangsung lama. *WR* untuk *IPO growth* dan *IPO value* dikelompokkan dengan menggunakan *B/M*, *E/P*, dan *C/P*. *IPO* secara independen dikelompokkan dalam dua golongan *Growth* dan *Value* berdasarkan pada tiap-tiap dua variabel, sehingga terbentuk empat kelompok *IPO*. Kelompok-kelompok tersebut adalah dua pasang variabel: *B/M* dan *C/P*, *E/*

P dan B/M . B/M adalah rasio *book value* terhadap ekuitas pada *market value of equity*, C/P adalah *cashflows* terhadap *market value of equity* dan E/P menunjukkan rasio *earning* terhadap *market value of equity*. Dengan bergantung pada dua variabel yang digunakan untuk klasifikasi, *growth IPO* menunjuk pada *IPO* dengan rasio B/M , E/P , dan C/P rendah di dalam kelompok (1) dan *value IPO* adalah semua *IPO* dalam kelompok (2) dengan rasio B/M , E/P , dan C/P tinggi.

Penelitian lain yang dilakukan oleh Bauman and Miller (1997), menyimpulkan bahwa *value stocks* dengan harga yang relatif rendah memiliki hubungan dengan *EPS* dan *cash flow per share*, dan tingkat pertumbuhan *EPS* yang rendah pada periode yang lalu. Perbedaan kinerja kemungkinan disebabkan adanya *large negative earnings surprises* untuk saham dengan harga yang relatif tinggi untuk *EPS* dan *cash flow per share*, dan *growth rate EPS* yang tinggi pada periode yang lalu.

HIPOTESIS PENELITIAN

Penelitian Corhay et al. (2002) menunjukkan bahwa semakin tinggi rasio maka semakin besar *cumulative market adjusted return (CAR)* meskipun tanpa signifikansi statistik. Secara tidak langsung, hal ini memberikan penjelasan kinerja yang lebih menonjol dari *IPO-IPO value* dibandingkan dengan *IPO-IPO growth*. Hal ini sesuai dengan hasil empiris dari penelitian Lakonishok, Shleifer, dan Vishny (1994) yang menyimpulkan bahwa *value stock* mengoperasikan *return* yang lebih tinggi dibandingkan *growth stock* dengan menggunakan variabel *book-to-market*, *cashflows-to-price*, *earnings-to-price*, dan *growth in sales*. Dalam penelitian ini hanya digunakan dua rasio yaitu rasio B/M dan E/P . Sedangkan untuk rasio C/P tidak dipergunakan karena adanya keterbatasan data yang diperoleh. Berdasarkan uraian yang telah diulas pada bagian sebelumnya maka penelitian ini akan menguji hipotesis sebagai berikut:

H₁: terdapat hubungan positif antara kumulatif abnormal return (*CAR*) dengan nilai pasar ekuitas (B/M).

H₂: terdapat hubungan positif antara kumulatif abnormal return (*CAR*) dan rasio laba terhadap harga pasar saham (E/P).

Berdasarkan penelitian Corhay et al. (2002) dijelaskan bahwa jumlah hari penutupan aplikasi *IPO* dengan hari pertama perdagangan ditemukan sedikit korelasi positif dengan *CAR*. Hal ini dapat dijelaskan bahwa semakin lama periode waktunya maka semakin sedikit over reaksi yang terjadi di hari pertama perdagangan, karena investor akan memperoleh lebih banyak informasi mengenai *IPO*. Hal ini disebabkan karena lebih banyak informasi mengalir ke pasar setelah tanggal pendataan *IPO*, hal ini akan menghasilkan *cumulative return* yang lebih tinggi untuk *IPO* dalam jangka panjang. Seperti yang ditunjukkan oleh Wong dan Uddin (2000) dalam Corhay et al. (2002) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *IPO initial return* dan *long run return* di Malaysia. Untuk itu maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H₃: terdapat hubungan positif antara kumulatif abnormal return (*CAR*) dan jumlah hari penutupan aplikasi (*DAYS*).

Berdasarkan penelitian dari Malaysia yang dilakukan oleh Corhay et al. (2002) menunjukkan bahwa harga *IPO* berkorelasi negatif dengan *CAR* meskipun tidak signifikan secara statistik. Hal ini dapat dipahami karena semakin besar harga investasi saham, semakin besar harga tersebut bagi rata-rata investor untuk mendapatkan saham tersebut dalam jangka panjang karena harga saham akan sangat tinggi. Maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H₄: terdapat hubungan negatif antara kumulatif abnormal return (*CAR*) dan harga penawaran perdana (*RECIPO*).

Semakin kecil *IPO*, semakin tinggi *CAR IPO* tersebut, hasil ini signifikan pada interval 1%. Alasannya adalah besar kecil *IPO* kemungkinan besar berkorelasi positif dengan reputasi di Malaysia seperti yang dikemukakan oleh Leong, Vos, dan Tourani-Rad (1999) di mana lebih banyak perusahaan dengan reputasi bagus umumnya menaikkan pendapatannya dan oleh karena itu tidak perlu menurunkan harga (*underprice*) sebanyak perusahaan-perusahaan yang lebih kecil. Maka dapat pula dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H₅: terdapat hubungan positif antara kumulatif abnormal return (*CAR*) dan besaran *IPO* ($LnSIZE$).

METODE PENELITIAN

Identifikasi Variabel

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Cumulative Market Adjusted Return (CAR)* dan variabel-variabel independennya adalah *Book-to-Market Ratio (B/M)*, *Earnings-to-Price Ratio (E/P)*, Jumlah hari penutupan aplikasi (*DAYS*), Harga penawaran (*RECIPO*), dan besaran IPO (*LNSIZE*).

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Definisi operasional dan pengukuran variabel yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. *Cumulative Market Adjusted Return (CAR)* adalah nilai kumulatif rata-rata abnormal *return* yang diperoleh selama 36 bulan berturut-turut sejak tanggal *IPO*, di mana abnormal *return* untuk setiap tahunnya diperoleh dari nilai rata-rata abnormal *return* setiap bulan selama 12 bulan. Dasar yang digunakan untuk mencari nilai rata-rata abnormal *return* setiap bulan adalah tanggal *IPO*, bukan tanggal kalender. Formula untuk variabel ini adalah:

$$CAR = \sum AR \quad (1)$$

Sebagaimana telah diuraikan pada bagian terdahulu, *Wealth Relative* juga diuraikan untuk melihat ada tidaknya efek nilai dan pertumbuhan, yang dirumuskan sebagai berikut:

$$WR = \frac{(1 + \text{rata-rata return 3 tahun IPO})}{(1 + \text{rata-rata return 3 tahun IHSG})} \quad (2)$$

2. *Book-to-Market Ratio (B/M)* adalah rasio antara nilai buku dan nilai pasar saham. Rasio ini diperoleh dari pembagian antara nilai buku ekuitas dengan jumlah perkalian antara lembar saham beredar dan harga penutupan.
3. *Earnings-to-Price Ratio (E/P)* adalah rasio antara laba dan nilai pasar saham. Laba yang digunakan dalam penelitian ini adalah laba bersih setelah dikurangi pajak.
4. Jumlah hari penutupan aplikasi *IPO (DAYS)* adalah rentang waktu antara tanggal efektif hingga tanggal

dimana perusahaan tersebut terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Jumlah hari tersebut dihitung berdasarkan tanggal aktivitas perdagangan di bursa, sehingga hari-hari dimana tidak terdapat kegiatan perdagangan tidak dimasukkan kedalam perhitungan.

5. Harga penawaran (*RECIPO*) adalah harga yang ditawarkan dalam *IPO*.
6. Besaran *IPO (lnSIZE)* adalah ukuran (besaran) dari jumlah penawaran perdana yang dilakukan oleh perusahaan. Nilai ini diperoleh dari perkalian antara harga penawaran perdana dan jumlah lembar yang diterbitkan (nilai kapitalisasi).

Data dan Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Data tersebut diperoleh antara lain dari *Indonesian Securities Market Database* Pusat Pengembangan Akuntansi Universitas Gajah Mada, *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1990 hingga 2001, dan dari *website www.bapepam.go.id*.

Sampel Penelitian

Penelitian ini mengambil sampel perusahaan yang melakukan *IPO* dalam kurun waktu antara tahun 1990 hingga 1998. Karena tidak seluruh data yang dibutuhkan tersedia untuk analisis maka pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu data dipilih berdasarkan kesesuaian dengan kriteria yang telah ditetapkan sebelumnya. Kriteria yang ditetapkan untuk pemilihan sampel adalah:

1. Perusahaan yang melakukan *IPO* dalam periode antara tahun 1990 dan 1998.
2. Tersedia data yang dibutuhkan untuk analisis, yaitu data selama tiga tahun setelah *IPO*, yang meliputi:
 - a. Data tanggal penutupan aplikasi *IPO* dan tanggal dimana perusahaan mulai terdaftar di Bursa Efek Jakarta.
 - b. Data harga saham bulanan untuk masing-masing perusahaan dan Indeks Harga Saham Gabungan.
 - c. Data mengenai aktivitas penawaran perdana yang dilakukan oleh emiten yang meliputi harga penawaran dan jumlah lembar saham yang akan diterbitkan.

Teknik Analisis

Analisis yang dilakukan dalam penelitian ini lebih banyak pada analisis statistik deskriptif. Analisis tersebut utamanya digunakan untuk melihat hubungan IPO terhadap *value stocks* dan *growth stocks* pada perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO hingga tiga tahun setelahnya. Sedangkan untuk menguji hubungan antara *cumulative market adjusted return* dan variabel-variabel independen kuantitatif dilakukan dengan uji analisis regresi, dengan persamaan :

$$CAR_i = a_0 + a_1B/M_i + a_2E/P_i + a_3DAYS_i + a_4RECIP0_i + a_5LnSIZE_i + e_i$$

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Populasi

Populasi yang digunakan dalam penelitian adalah semua perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering (IPO)* di Bursa Efek Jakarta periode 1990-1998.

Selama periode tersebut diperoleh populasi sejumlah 267 perusahaan. Berdasarkan kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini maka dari populasi tersebut diperoleh 211 perusahaan.

Statistik Deskriptif Sampel Penelitian

Sampel penelitian sejumlah 211 perusahaan diklasifikasikan ke dalam dua kelompok yaitu *growth stocks* dan *value stocks*. Pembagian sampel menurut *growth/value stocks* didasarkan pada nilai median *book-to-market ratio (B/M)* dan *earnings-to-price ratio (E/P)*. Nilai tersebut selanjutnya dijadikan sebagai *cut off* antara *growth stocks* dan *value stocks*. Perusahaan-perusahaan dengan nilai *book-to-market ratio (B/M)* dan *earnings-to-price ratio (E/P)* diatas nilai median dimasukkan dalam kelompok *value stocks* dan perusahaan-perusahaan dengan nilai *book-to-market ratio (B/M)* dan *earnings-to-price ratio (E/P)* dibawah nilai median dikategorikan dalam kelompok *growth stocks*. Berikut ini disajikan statistik deskriptif sampel penelitian yang meliputi variabel *book-to-market ratio* dan *earnings-to-price ratio* (Tabel 1).

Tabel 1
Statistik Deskriptif Perusahaan Sampel Berdasarkan Nilai B/M dan E/P
Statistics

		BM	EP
N	Valid	211	211
	Missing	6	6
Mean		1.0190505	.0479310
Median		.7026700	.0685600
Mode		.39670	.05789
Std. Deviation		1.221838	.27584268
Variance		1.492887	.07608919
Range		14.13130	2.81283
Minimum		-.95598	-2.39033
Maximum		13.17532	.42250
Sum		215.01966	10.11344

Berdasarkan tabel di atas maka diketahui bahwa nilai *book-to-market* untuk keseluruhan sampel yang digunakan dalam penelitian berkisar dari -0,95598 hingga 13,17532, sedangkan nilai untuk *earnings-to-price* berkisar dari -2,39033 hingga 0.42250. Median

untuk *book-to-market ratio (B/M)* adalah 0.70267 sedangkan untuk *earnings-to-price ratio (E/P)* adalah 0.06856. Masing-masing nilai median tersebut selanjutnya digunakan untuk membagi perusahaan yang masuk dalam kategori *growth* dan *value*.

Perusahaan yang memiliki masing-masing nilai *B/M* dan *E/P* diatas nilai median masuk dalam kategori *value stocks*, sebaliknya perusahaan dengan nilai *B/M* dan *E/P* dibawah atau lebih kecil dari nilai mediannya

dimasukkan kedalam kelompok *growth stocks*. Tabel 2 menyajikan hasil statistik deskriptif untuk perusahaan yang tergolong dalam *value stocks* dan *growth stocks*, sebagai berikut:

Tabel 2
Statistik Deskriptif Perusahaan Sampel Value/Growth Berdasarkan Nilai B/M dan E/P

	Klasifikasi Berdasarkan B/M		Klasifikasi Berdasarkan E/P	
	Value	Growth	Value	Growth
Mean	1.64046	0.40065	0.14642	-0.02642
Median	1.29419	0.43416	0.11955	0.04227
Minimum	0.70374	-0.95598	0.06859	-2.17988
Maksimum	13.17532	0.66197	0.42250	0.06811
Standar deviasi	1.48342	0.19243	0.07713	0.27575
N	105	105	105	105

Tabel di atas menunjukkan nilai statistik deskriptif setelah dilakukan pemilahan terhadap perusahaan sampel menurut *B/M* dan *E/P*. Atau dengan kata lain dapat dinyatakan bahwa sampel sejumlah 211 perusahaan dibagi menjadi dua kelompok dengan jumlah yang sama yaitu 105 perusahaan. Sebagaimana telah diuraikan sebelumnya, terdapat satu sampel yang tidak diikutkan dalam analisis karena sampel tersebut digunakan sebagai pisah batas (*cut off*). Dari klasifikasi menurut nilai *book-to-market* tersebut diketahui bahwa selama periode yang diamati rata-rata *book-to-market* untuk *value stocks* dan *growth stocks* masing-masing

adalah 1,64046 dan 0,40065, demikian pula halnya untuk klasifikasi menurut nilai *earnings-to-price* yang menunjukkan angka rata-rata selama periode pengamatan untuk *value stocks* dan *growth stocks* masing-masing sebesar 0,14642 dan -0,02642.

Klasifikasi Sampel Berdasarkan Tahun IPO

Berikut ini disajikan jumlah perusahaan yang melakukan aktivitas *IPO* dalam kurun waktu antara tahun 1990 hingga 1998 dalam Tabel 3 sebagai berikut:

Tabel 3
Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Tahun IPO Growth/Value

Tahun	B/M		E/P	
	Value	Growth	Value	Growth
1990	35	18	32	21
1991	10	4	11	3
1992	1	12	5	8
1993	3	17	4	16
1994	16	27	22	21
1995	8	11	9	10
1996	4	10	7	7
1997	25	3	12	16
1998	3	3	3	3
Jumlah	105	105	105	105

Berdasarkan tabel di atas tampak bahwa aktivitas penawaran umum perdana (*IPO*) paling banyak terjadi pada tahun 1990 (53 perusahaan), disusul tahun 1994 (43 perusahaan). Aktivitas *IPO* paling sedikit terjadi pada tahun 1998, yaitu hanya 6 perusahaan. Berdasarkan jumlah aktivitas *IPO* setiap tahunnya terlihat bahwa aktivitas *IPO* sangat variatif, tergantung pada kondisi perekonomian yang terjadi pada tahun yang bersangkutan. Hal ini sesuai dengan konsep

bahwa “*windows of opportunity*”, yaitu bahwa perusahaan akan *going public* ketika kondisi pasar sangat mendukung bagi perusahaan yang akan melakukan *IPO* (Ritter, 1991).

Klasifikasi Perusahaan Menurut Jenis Industri

Klasifikasi sampel perusahaan menurut jenis industri disajikan dalam Tabel 4 sebagai berikut:

Tabel 4
Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Jenis Industri

Jenis Industri	Jumlah	Persentase (%)
Keuangan	37	17.54
Industri dasar dan kimia	37	17.54
Aneka industri	38	18.00
Perdagangan, jasa dan investasi	39	18.48
Properti dan real estate	19	9.00
Infrastruktur, utilitas dan transportasi	8	3.79
Industri barang konsumsi	25	11.85
Pertanian	4	1.90
Pertambangan	4	1.90
Jumlah	211	100.00

Berdasarkan tabel tersebut dapat disimpulkan bahwa sampel terbesar penelitian ini berasal dari jenis industri perdagangan, jasa dan investasi sebanyak 39 perusahaan (18,48%), dan paling sedikit adalah perusahaan dari industri pertanian dan industri pertambangan, masing-masing sebanyak 4 perusahaan (1,90%) dari total sampel.

Hasil Penelitian

Statistik Deskriptif Sampel

Berikut ini disajikan tabel statistik deskriptif nilai rata-rata *Cumulative Market Adjusted Return (CAR)* tiga tahun setelah *IPO* :

Tabel 5
Statistik Deskriptif Sampel Berdasarkan Nilai CAR

Statistik Deskriptif	CAR (%)
Mean	0.00113
Median	0.00060
Minimum	-0.00774
Maksimum	0.03786
Standar deviasi	0.00565
N	211

Tabel 5 menampilkan statistik deskriptif *cumulative market adjusted return (CAR)* untuk keseluruhan sampel. Terlihat bahwa rata-rata *CAR* tiga tahun setelah melakukan *IPO* adalah sebesar 0.00113. Nilai maksimum *CAR* adalah 0.03786 % dan nilai *CAR* terendah adalah -0.00774 %.

Statistik Deskriptif Value Stocks dan Growth Stocks

Ringkasan statistik deskriptif untuk *CAR* dan *WR value/growth stock* berdasarkan variabel *book-to-market ratio (B/M)* dan *earning-to-price (E/P)* disajikan dalam Tabel 6 dan 7 sebagai berikut:

Tabel 6
Statistik Deskriptif CAR dan WR Berdasarkan Nilai Book-to-Market Ratio (B/M)

	Value		Growth	
	CAR	WR	CAR	WR
Mean	0.00215	0.00221945	0.00011	0.00217028
Median	0.00127	0.00191946	-0.00059	0.00203920
Minimum	-0.00774	-0.00007113	0.00749	0.00179273
Maksimum	0.03650	0.00297450	0.03786	0.00297285
Standar deviasi	0.00553	0.00045215	0.00563	0.00033596
N	105	105	105	105

Berdasarkan Tabel 6 terlihat bahwa nilai rata-rata *CAR* untuk *value stocks* (0.00215) memiliki nilai lebih besar dibandingkan dengan nilai rata-rata *CAR* untuk *growth stocks* (0.00011). Hasil ini konsisten dengan temuan penelitian Corhay et.al (2002), yaitu bahwa kinerja dari *value stocks* lebih baik dibandingkan

growth stocks, demikian pula untuk nilai *wealth relative* dimana *WR* untuk *value stocks* lebih tinggi dibandingkan *growth stocks*. Namun apabila sampel diklasifikasi berdasarkan nilai *E/P* sebagaimana disajikan dalam Tabel 7 berikut :

Tabel 7
Statistik Deskriptif CAR dan WR Berdasarkan Nilai Earning-to-Price (E/P)

	Value		Growth	
	CAR	WR	CAR	WR
Mean	0.00098	0.00222881	0.00114	0.00216324
Median	0.00074	0.00204004	0.00049	0.00191958
Minimum	-0.00749	-0.00007113	-0.00774	0.00179222
Maksimum	0.02648	0.00297450	0.03786	0.00297285
Standar deviasi	0.00436	0.00045703	0.00669	0.00033037
N	105	105	105	105

Tabel di atas menunjukkan bahwa nilai rata-rata *CAR* untuk *value stocks* yang diklasifikasi menurut nilai *E/P* (0.00098) ternyata lebih kecil dibandingkan dengan nilai rata-rata *CAR* untuk *growth stocks* (0.00114).

Sedangkan untuk *WR* menunjukkan bahwa nilai *WR* untuk *value stocks* (0,00222881) tetap lebih tinggi dibandingkan *growth stocks* (0,00216324).

Hubungan antara CAR dan Variabel Independen

Sebagaimana telah diuraikan sebelumnya bahwa selain menganalisis kinerja jangka panjang yang dilihat berdasarkan analisis deskriptif *cumulative average market adjusted return (CAR)* dan *wealth relatives*

(*WR*), penelitian ini juga menguji hubungan antara *CAR* dengan variabel-variabel independen yang meliputi *book-to-market ratio*, *earnings-to-price ratio*, jumlah hari penutupan aplikasi, harga penawaran, dan besaran *IPO*. Hubungan tersebut diperlihatkan dalam Tabel 8 sebagai berikut:

Tabel 8
Hubungan Antara CAR dan Variabel independen

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-9,62E-03	,007		-1,473	,142
	BM	1,024E-03	,000	,222	3,403	,001
	EP	-5,73E-03	,001	-,281	-4,215	,000
	DAYS	1,542E-05	,000	,047	,699	,485
	RECIPO	-1,58E-07	,000	-,090	-1,293	,198
	LNSIZE	3,999E-04	,000	,112	1,653	,100

^a **Dependent Variabel:**

Berdasarkan statistik pada tabel di atas, dapat dirumuskan model persamaan regresi sebagai berikut:

$$CAR_i = -0.00962 + 0.222 B/M_i - 0.281 E/P_i + 0.047 DAYS_i - 0.090 RECIPO_i + 0.112 LnSIZE_i + e_i$$

Dari persamaan tersebut terlihat adanya hubungan positif antara *cumulative market adjusted return (CAR)* dengan variabel *book-to-market ratio (B/M)*, jumlah hari penutupan *IPO (DAYS)* dan besaran *IPO (LnSIZE)*. Adanya hubungan positif tersebut berarti bahwa kenaikan variabel independen yang terdiri dari *B/M*, *DAYS* dan *LnSize* akan diikuti dengan kenaikan dalam *CAR*. Kenaikan tersebut dapat dihitung sebesar koefisien masing-masing variabel.

Sebaliknya variabel *earnings-to-price ratio (E/P)* dan harga perdana (*RECIPO*) memiliki hubungan negatif atau berlawanan arah dengan variabel dependennya yaitu *CAR*. Hubungan negatif tersebut

berarti bahwa kenaikan dalam *E/P* dan *RECIPO* (harga penawaran) akan diikuti dengan menurunnya *CAR*, demikian pula sebaliknya.

Pembahasan

Berdasarkan Tabel 8 dapat diindikasikan bahwa hipotesis pertama (H_1) dapat diterima, yaitu terdapat hubungan positif antara *CAR* (kumulatif abnormal return) dengan rasio nilai buku terhadap nilai pasar ekuitas (*B/M*). Yaitu bahwa semakin besar nilai *book-to-market ratio* dari perusahaan yang melakukan *IPO*, maka semakin besar pula *cumulative market adjusted return* yang diterima perusahaan. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai t dan beta yang positif. Hasil lain yang diperoleh dari pengujian H_1 adalah juga ditemukan adanya pengaruh signifikan *B/M* terhadap *CAR* sebesar 0.001. Hasil ini konsisten dengan penelitian Corhay et al. (2002) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara *CAR* dengan rasio nilai buku

terhadap nilai pasar ekuitas (B/M) sebesar 0,97. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan penelitian Lakonishok et al. (1994) yang menyimpulkan bahwa *value stocks* mengoperasikan return yang lebih tinggi dibandingkan *growth stocks*.

Berdasarkan hasil analisis regresi, hipotesis kedua (H_2) yang menyatakan terdapat hubungan positif antara CAR rasio laba terhadap harga pasar (E/P) tidak dapat didukung, karena hasil korelasinya negatif (-0,281). Sehingga semakin besar nilai rasio tersebut maka CAR yang dihasilkan akan semakin kecil. Meskipun demikian E/P harus dipertimbangkan dalam menganalisis CAR karena memiliki pengaruh yang sangat signifikan sebesar 0,000. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Corhay et al. (2002) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara CAR dengan rasio laba terhadap harga pasar saham.

Hipotesis ketiga (H_3) dilihat dari hasil uji menunjukkan adanya hubungan positif antara CAR dengan jumlah hari penutupan aplikasi ($DAYS$) sebesar 0,047. Akan tetapi dilihat dari tingkat signifikansinya tidak mendukung (0,485), maka penelitian ini mempunyai hubungan positif tidak signifikan. Hasil penelitian ini menunjukkan hubungan positif sesuai dengan penelitian Corhay et al. (2002) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara CAR dengan jumlah hari penutupan aplikasi ($DAYS$). Hal ini menunjukkan bahwa semakin lama periode waktunya maka semakin sedikit over reaksi yang terjadi di hari perdagangan, karena investor akan memperoleh lebih banyak informasi mengenai IPO , hal ini akan menghasilkan kumulatif return yang tinggi untuk IPO yang berlangsung lama.

Hipotesis keempat (H_4) yaitu adanya hubungan negatif antara CAR dengan harga penawaran perdana ($RECIPO$). Hal ini ditunjukkan dengan hasil regresi nilai $RECIPO$ negatif sebesar -0,090, tetapi tidak didukung dari tingkat signifikansi (0,198). Dari hasil ini menunjukkan arah hubungan negatif tidak signifikan. Penelitian ini sesuai dengan penelitian Corhay et al. (2002) yang menunjukkan bahwa semakin besar harga penawaran perdana, semakin berat harga tersebut bagi rata-rata investor untuk mendapatkan saham tersebut dalam jangka panjang karena harga saham akan sangat tinggi.

Hipotesis kelima (H_5) terdapat hubungan positif sebesar 0,112 antara CAR dengan besaran IPO

($LNSIZE$). Tetapi dilihat dari tingkat signifikansi juga tidak didukung (0,100), maka hasil penelitian ini menunjukkan arah hubungan positif tidak signifikan. Penelitian ini sesuai dengan penelitian Leong et al. (1999) dimana lebih banyak perusahaan dengan reputasi bagus umumnya menaikkan pendapatannya dan oleh karenanya tidak perlu menurunkan harga (*underprice*) sebanyak perusahaan-perusahaan yang lebih kecil.

SIMPULAN

Penelitian ini mencoba memberikan gambaran mengenai hubungan antara CAR dan variabel-variabel independen yang meliputi rasio nilai buku terhadap nilai pasar ekuitas, rasio laba terhadap harga pasar saham, jumlah hari penutupan aplikasi, harga penawaran perdana, dan besaran IPO . Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang melakukan penawaran perdana (IPO) di Indonesia dalam periode antara tahun 1990 sampai dengan 1998, dengan data selama 3 tahun setelah IPO .

Berdasarkan analisis statistik terhadap 211 sampel perusahaan publik yang dikelompokkan dalam *growth stocks* dan *value stocks*, dapat disimpulkan bahwa statistik deskriptif CAR dan WR berdasarkan nilai B/M menunjukkan nilai rata-rata CAR untuk *value stocks* (0,00215) lebih besar dibandingkan nilai rata-rata CAR untuk *growth stocks* (0,00011). Hasil ini konsisten dengan penelitian Corhay et al. (2002), bahwa kinerja dari *value stocks* lebih baik dibandingkan *growth stocks*. Nilai WR menunjukkan nilai *value stocks* (0,00221945) lebih tinggi daripada *growth stocks* (0,00217028). Namun apabila sampel diklasifikasikan berdasarkan nilai E/P ternyata nilai rata-rata CAR untuk *value stocks* (0,00098) lebih kecil daripada nilai rata-rata CAR untuk *growth stocks* (0,00114). Sedangkan untuk WR berdasarkan nilai *value stocks* (0,00222881) tetap lebih tinggi dibandingkan *growth stock* (0,00216324). Hasil ini berbeda dengan hasil sebelumnya yang menyatakan bahwa nilai *value stocks* lebih tinggi daripada nilai *growth stocks*.

Analisis statistik regresi hubungan CAR dengan variabel-variabel independen menunjukkan adanya hubungan positif antara CAR dengan variabel B/M , jumlah hari penutupan aplikasi IPO ($DAYS$), dan besaran IPO ($LNSIZE$) dengan tingkat signifikan yang berbeda beda. Hanya B/M yang dapat disimpulkan

mempunyai hubungan positif signifikan terhadap CAR. Untuk variabel *E/P* dan harga penawaran perdana (*RECIPO*) yang menunjukkan hubungan negatif, hanya variabel *E/P* yang memiliki statistik signifikan.. Hubungan negatif ini menunjukkan kenaikan dalam *E/P* akan menyebabkan menurunnya *CAR*, meskipun kesimpulan ini berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya.

Keterbatasan penting dalam penelitian ini adalah bahwa masih terdapat data yang tidak digunakan misalnya *cash flow* karena keterbatasan data yang tersedia di Indonesia. Tidak tersedianya data *cashflow* dalam penelitian ini antara lain disebabkan karena sampel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi periode jauh sebelum diberlakukannya persyaratan mengenai Laporan Arus Kas, yaitu tahun 1990.

REFERENSI

Aggarwal, Reena, Ricardo Leal, Leonardo Hernandez, 1993, *The Aftermarket of Initial Public Offering in Latin America*, *Financial Management*, p: 42-53.

Bauman, W., Conover, C., and Miller, R., 1998 "Growth versus value and large-cap-versus small-cap stocks in international markets." *Financial Analysts Journal*, 54, pp. 75-89.

Corhay, Albert, Teo, Stanley, Rad, Alireza, Tourani, 2002, *The Long Run Performance of Malaysian Initial Public Offering (IPOs): Value and Growth Effects*, *Managerial Finance*, p: 52-65.

Hartini, Susana Luwi, 1997, *Analisis Kinerja Perusahaan Sebelum dan Sesudah Penawaran Umum Perdana*, Tesis Pasca Sarjana UGM.

IAI, 1995, *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan*, Salemba Empat.

Lakonishok, J., Shleider, A., and Vishny, R. W., 1994, "Earnings yields, market values, and stock returns." *Journal of Finance*, 49, pp. 1541-1578.

Leong, K., Vos, E. and Tourani-Rad, A., 1999, "Malaysian IPOs performance: Pre and post Asian crisis." Paper presented at

the ABN-AMRO International IPO Conference, Amsterdam, July 2000.

Loughran, T., and Ritter, J.R., 1995, "The New Issues Puzzle." *Journal of Finance*, 46, pp.3-27.

Prastiwi, Arum, 2000, *Analisis Kinerja Surat Berharga Setelah Penawaran Perdana (IPO) di Indonesia*, Tesis Pasca Sarjana UGM.

Ritter, Jay, R., 1991, *The Long Run Performance of Initial Public Offerings*, *Journal of Finance*, Vol: 46, p: 3-27.

Wong, K.A., and Uddin, M.H. 2000a, "IPO initial underpricing in Malaysia: The effect of information revealing in listing time lag." *Working paper*, National University of Singapore.

Wong, K.A., and Uddin, M.H. 2000b, "The aftermarket performance of initial public offerings (IPO) in Malaysia: Where IPOs outperform the market in the long run." *Working paper*, National University of Singapore.