

**KINERJA SAHAM PERUSAHAAN KEUANGAN DAN NON KEUANGAN  
BERDASARKAN *SHORT-TERM UNDERPRICING* DAN *LONG-TERM  
UNDERPERFORMANCE***

**I G. A. M. Agung Mas Andriani Pratiwi<sup>1</sup>  
I Wayan Ramantha<sup>2</sup>**

<sup>1,2</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia  
Email: gungmasp@gmail.com

**ABSTRAK**

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji perbedaan kinerja saham perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2001-2011 berdasarkan *short-term underpricing* dan *long-term underperformance*. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling*. Teknik analisis data menggunakan uji beda parametrik *Independent Sample t-Test* dan uji beda non parametrik *Mann-Whitney U Test*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan kinerja saham perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2001-2011 berdasarkan *short-term underpricing*. Namun dalam pengujian berdasarkan *long-term underperformance*, hasil menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja saham perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO di BEI pada tahun 2001-2011.

**Kata Kunci** : Kinerja Saham, Perusahaan Keuangan, Perusahaan Non Keuangan, *Underpricing*, *Underperformance*.

**ABSTRACT**

The purpose of this research is to investigate the difference in financial and non financial companies stocks performance that conducting an IPO at the Indonesia Stock Exchange in 2001-2011, based on the short-term underpricing and long-term underperformance. The sample was collected by using purposive sampling technique. The data analysis technique is different parametric test Independent Sample t-Test and different non parametric test Mann-Whitney U Test. The research results obtained in this study shows that there are differences in financial and non financial companies stocks performance that conducting an IPO at the Indonesia Stock Exchange in 2001-2011, based on the short-term underpricing. However, on long-term underperformance, the results shows that there is no difference in their stocks performance.

**Keywords**: Stock Performance, Financial Companies, Non Financial Companies, *Underpricing*, *Underperformance*

## PENDAHULUAN

Investor dalam melakukan kegiatan investasinya menginginkan adanya keamanan, penggunaan modal awal yang tidak terlalu besar, serta investasi yang berpeluang untuk mendapatkan hasil yang lebih besar dibandingkan dengan jenis investasi lainnya. Hal tersebut dapat investor dapatkan melalui investasi dengan pasar modal yang meliputi pasar perdana dan pasar sekunder.

Pasar yang menjadi tempat bagi efek untuk pertama kalinya dijual oleh perusahaan yang mengeluarkan efek tersebut kepada investor disebut dengan pasar perdana. Saham yang telah diperjualbelikan di pasar perdana selanjutnya diperjualbelikan kembali antar investor melalui pasar sekunder.

Penawaran umum perdana atau yang disebut sebagai *Initial Public Offering* (IPO) merupakan langkah perusahaan untuk pertama kalinya dalam menjual sahamnya kepada publik melalui pasar modal. Pembelian saham perusahaan yang melakukan IPO seringkali memberikan keuntungan bagi investor, karena relatif banyak perusahaan yang mengalami *underpricing*. *Underpricing* menggambarkan bahwa harga saham pada saat penawaran perdana cenderung lebih rendah dibandingkan saat dijual di pasar sekunder.

*Underpricing* diduga terjadi akibat adanya asimetri informasi yang ditemukan pada berbagai pasar modal di seluruh dunia. Asimetri informasi dapat dialami oleh emiten dan penjamin emisi, maupun antar investor. Penelitian terkait *underpricing* telah dihasilkan oleh sejumlah peneliti. Salah satunya diungkapkan Ritter (1991) bahwa harga saham penawaran perdana akan cenderung mengalami *underpricing* yang ditandai dengan *return* yang positif.

Fenomena lain, selain *underpricing* pada jangka pendek, yang mungkin terjadi adalah penurunan kinerja (*underperformed*) pada kinerja jangka panjang saham IPO. Ritter (1991) mengungkapkan bahwa fenomena *underpricing* pada jangka pendek akan diikuti dengan fenomena lainnya, yaitu *undeperformance* pada jangka panjang. Hal tersebut diindikasikan dengan kinerja saham IPO yang berada di bawah kinerja pasar. Kedua fenomena tersebut, yaitu fenomena *underpricing* dan *undeperformance*, juga mungkin terjadi pada saham-saham perusahaan di Indonesia yang terdaftar pada pasar modal.

Penelitian yang telah dilakukan di beberapa negara, menggambarkan bahwa banyak harga saham pada saat penawaran perdana ditetapkan lebih rendah atau mengalami *underpricing*. Saham yang mengalami *underpricing* saat dijual pada pasar sekunder dalam jangka pendek akan mendapatkan *return* yang bernilai positif (*outperformed*), namun hal tersebut tidak berlangsung lama karena pada jangka panjang terjadi penurunan kinerja (*underperformed*) pada saham perusahaan tersebut (Aggarwal *et al.*, 1993 dalam Karsana, 2009).

*Underpricing* yang terjadi pada perusahaan yang bergerak dalam sektor yang diatur cenderung lebih rendah daripada perusahaan yang bergerak dalam sektor yang tidak diatur. Pernyataan tersebut diungkapkan oleh Tinic (1998) dalam Ernyan dan Husnan (2002) serta berdasarkan pada *Regulation hypothesis* yang menjelaskan bahwa antara pihak perusahaan dengan pihak luar termasuk para calon investor terdapat kemungkinan adanya asimetri informasi yang dapat ditekan melalui peraturan pemerintah. Lembaga-lembaga yang mengatur sektor keuangan menerbitkan berbagai aturan untuk diterapkan pada perusahaan

keuangan. Lembaga keuangan tersebut diharapkan melakukan pengawasan sehingga dapat memperkecil ketidakpastian harga saham di masa yang akan datang serta menekan adanya *underpricing*.

Penelitian ini akan menggali lebih dalam mengenai kinerja saham perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia berdasarkan *short-term underpricing* dan *long-term underperformance*. Pengujian kinerja saham dalam penelitian ini didasari pula oleh pendekatan teori kontingensi yang menduga adanya perbedaan kinerja saham antara perusahaan dengan jenis industri berbeda.

Penelitian ini ingin mengembangkan sekaligus menguji kembali penelitian yang dilakukan oleh Widhawati dan Panjaitan (2013), dimana sebelumnya penelitian ini juga melakukan replikasi atas penelitian Duque dan Almeida (2000) yang melakukan penelitian mengenai fenomena *underpricing* dan *underperformance* jika dilihat berdasarkan perbedaan struktur kepemilikan perusahaannya di Portugal dalam jurnalnya yang berjudul *Ownership Structure and Initial Public Offering in Small Economies-the Case of Portugal*. Hasil penelitian tersebut menemukan bahwa saham perusahaan milik negara yang melakukan IPO lebih menguntungkan untuk investasi jangka pendek dibandingkan dengan pada saham perusahaan swasta. Berdasarkan jangka panjang, hasil dalam penelitian ini adalah terdapat perbedaan *underperformance* antara saham perusahaan milik negara dan milik swasta secara signifikan, dimana saham perusahaan milik swasta memiliki kecenderungan performa yang lebih baik daripada saham perusahaan milik negara.

Penelitian ini ingin melanjutkan penelitian mengenai tema yang serupa, namun menggunakan jenis perusahaan yang berbeda. Selain itu, periode yang berbeda dengan periode sebelumnya digunakan dalam penelitian ini, yaitu tahun 2001–2011. Pemilihan periode 2001-2011 dikarenakan penelitian ini ingin melakukan pengujian dengan menggunakan jangka waktu sepuluh tahun sesuai dengan penelitian sebelumnya, serta karena penelitian ini menguji kinerja saham jangka pendek dengan periode amatan pada saat terjadinya IPO dan kinerja jangka panjang dengan periode amatan satu, dua, dan tiga tahun setelah IPO.

Tujuan dalam penelitian ini adalah untuk memberi bukti empiris mengenai perbedaan kinerja saham perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO (*Initial Public Offering*) di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2001-2011 berdasarkan *short-term underpricing* dan *long-term underperformance*. Investor diharapkan dapat memiliki gambaran menentukan kebijakan investasinya dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi sebuah kajian empiris mengenai teori kontingensi yang mendasari adanya dugaan bahwa terdapat perbedaan kinerja saham antara perusahaan dengan jenis industri berbeda, dimana dalam penelitian ini mempergunakan perusahaan keuangan dan non keuangan. Perbedaan kinerja saham tersebut akan diuji berdasarkan *short-term underpricing* dengan pendekatan teori asimetri informasi yang berasumsi bahwa terdapat asimetri informasi antara perusahaan, penjamin emisi (*underwriter*), dan investor serta pengujian berdasarkan *long-term underperformance* dengan pendekatan *the impresario hypothesis* yang berasumsi bahwa *initial return* yang tinggi mampu

menghasilkan kinerja jangka panjang yang *underperformance* bagi saham IPO. Penelitian ini selanjutnya diharapkan dapat memberikan informasi dan masukan yang dibutuhkan bagi investor, terlebih investor yang termasuk dalam golongan *risk averse*, sehingga penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan untuk tetap menerapkan prinsip kehati-hatian dalam pembuatan keputusan investasi yang akan dilakukan. Penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan informasi dan masukan bagi regulator mengenai regulasi yang diterapkan pada perusahaan keuangan dan non keuangan, sehingga dapat mengurangi terjadinya asimetri informasi.

Fenomena *underpricing* pada saat IPO dibuktikan oleh penelitian yang dilakukan oleh Cahyono dan Legowo (2010). Penelitian ini menemukan adanya *underpricing* serta perbedaan tingkat *underpricing* antara perusahaan keuangan dan non keuangan DI Bursa Efek Indonesia.

Tingkat *underpricing* yang berbeda antara perusahaan keuangan dan non keuangan dikemukakan oleh Alli, et al. (1994) dalam penelitiannya yang berjudul “*The Underpricing of IPOs of Financial Institutions*”. Lembaga yang mengatur sektor keuangan banyak mengeluarkan regulasi untuk perusahaan keuangan. Hal ini digunakan untuk menekan ketidakpastian pada perusahaan keuangan.

Pengujian kinerja saham dalam penelitian ini didasari pula oleh pendekatan teori kontinjensi yang menduga adanya perbedaan kinerja saham antara perusahaan dengan jenis industri berbeda, dimana dalam penelitian ini mempergunakan perusahaan keuangan dan non keuangan. Hipotesis yang diajukan adalah:

$H_1$  : Terdapat perbedaan kinerja saham perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2001-2011 berdasarkan *short-term underpricing*.

Salah satu fenomena IPO yang banyak diteliti adalah kinerja jangka panjang. Hasil penelitian terdahulu relatif banyak yang menyatakan bahwa kinerja jangka panjang IPO mengalami *underperformance*, baik di pasar modal Negara maju maupun di pasar modal Negara berkembang. *Underperformance* adalah penurunan kinerja. *Underperformance* pada penelitian ini dimaksudkan terjadi pada kinerja jangka panjang saham IPO.

*The Impresario Hypothesis* yang dikemukakan oleh Shiller, 1990 dalam Widhawati dan Panjaitan, 2013 mencoba menjelaskan mengapa *underperformance* dapat terjadi. Hipotesis ini mendukung gagasan bahwa perusahaan dan *underwriter* menciptakan surplus permintaan awal (melalui *underpricing*), selanjutnya dalam jangka panjang pasar akan mengoreksi harga. Investor yang membeli saham pada saat IPO akan mendapatkan *initial return* yang cukup tinggi akibat banyaknya permintaan akan saham tersebut pada awal masa perdagangan di pasar sekunder. *Initial return* yang tinggi mampu menghasilkan kinerja jangka panjang yang *underperformed* bagi saham IPO.

Miller (2000) melakukan penelitian mengenai pengaruh industri keuangan terhadap *underperformance* yang dijelaskan melalui pendekatan teori *divergence of opinion*. Penelitian ini menemukan bahwa terdapat perbedaan kinerja saham perusahaan industri keuangan dan non keuangan berdasarkan *underperformance*. Penelitian tersebut menyatakan bahwa 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 cenderung mempunyai *underperformance* yang lebih kecil.

Shawawreh dan Tarawneh (2015) serta Suryantaty (2011) dalam penelitiannya mengenai karakteristik perusahaan dan kinerja jangka panjang perusahaan setelah melakukan IPO, menemukan bahwa terdapat perbedaan kinerja saham perusahaan keuangan dan non keuangan berdasarkan *long-term underperformance*. Penelitian ini menyatakan bahwa perusahaan keuangan memiliki *underperformance* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan lainnya.

Iryani (2004) melalui penelitiannya yang berjudul “Kinerja Jangka Panjang Saham Setelah Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta” memiliki hasil yang berbeda. Kinerja saham diuji dalam penelitian ini selama 36 bulan yang termasuk ke dalam jangka panjang serta membandingkan kinerja saham antara kelompok perusahaan keuangan dengan non-keuangan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terjadi fenomena penurunan kinerja saham (*underperformance*) pada pasar modal di Indonesia. Studi ini juga membuktikan bahwa *underperformance* pada perusahaan keuangan tidak berbeda dengan perusahaan non-keuangan. Perbedaan hasil dari penelitian-penelitian terdahulu menarik minat peneliti untuk menguji perbedaan kinerja saham perusahaan keuangan dan non keuangan. Hipotesis penelitian yang diajukan adalah:



H<sub>2</sub> : Terdapat perbedaan kinerja saham perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2001-2011 berdasarkan *long-term underperformance*.

## METODE PENELITIAN

Bursa Efek Indonesia (BEI) dipilih sebagai lokasi dalam penelitian ini. Penelitian dilakukan dengan mengambil data sekunder perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*) periode 2001-2011 dari situs [www.idx.go.id](http://www.idx.go.id), [www.e-bursa.com](http://www.e-bursa.com), serta [finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com). Pengambilan data dilakukan pada bulan September 2015 sampai dengan November 2015.

Penyajian data dalam penelitian ini menggunakan data kualitatif yang terdiri atas data nama-nama perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO, sedangkan data kuantitatif terdiri atas data harga saham penawaran, harga saham harian perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO di BEI periode 2001-2011 serta data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Data sekunder digunakan dalam penelitian ini yang terdiri dari daftar perusahaan yang melakukan IPO dan data harga saham penawaran yang diperoleh dari situs [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) serta [www.e-bursa.com](http://www.e-bursa.com). Selanjutnya data harga saham harian dan data IHSG diperoleh melalui situs [finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com).

Variabel dalam penelitian ini menggunakan kinerja saham yang diprosikan dengan *abnormal return*. Kinerja saham merupakan hasil dan risiko yang dapat diperoleh melalui aktivitas investasi saham yang diukur dengan *return*

dalam periode waktu tertentu. Penilaian kinerja saham berfungsi untuk menilai keberhasilan suatu saham. *Abnormal initial return* digunakan sebagai alat ukur kinerja saham jangka pendek dan *abnormal return* digunakan sebagai alat ukur kinerja saham jangka panjang. Pengukuran kinerja saham jangka pendek melalui *abnormal initial return* sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Charalambides (1998) yang dihitung dengan cara:

$$r_{i,t} = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

$r_{i,t}$  = *initial return* sekuritas-i pada periode ke-t (penawaran perdana)

$P_1$  = *closing price* sekuritas-i pada hari pertama penawaran perdana

$P_0$  = harga saham sekuritas-i pada penawaran perdana

Pengukuran kinerja saham jangka panjang melalui *abnormal return* dalam penelitian ini sesuai dengan pengukuran variabel dilakukan oleh Suherman (2010), yaitu mempergunakan *buy and hold abnormal returns* (BHARs). Total *return* dan strategi *buy and hold* dapat diukur melalui metode ini, dimana saham dibeli pada harga penutupan di hari listing dan ditahan sampai tahun pertama, kedua, dan ketiga. BHAR dipakai untuk mengurangi bias statistik dalam mengukur kinerja kumulatif jangka panjang pada metode CAR (*Cumulative Abnormal Return*). Perhitungan *market adjusted buy and hold return* perusahaan i pada periode t dilakukan dengan cara:

$$BHAR_{i,t} = \prod_{t=1}^T (1 + r_{i,t}) - \prod_{t=1}^T (1 + r_{m,t})$$

$BHAR_{i,t}$  = *Market-adjusted buy and hold return* sekuritas ke-i pada periode ke-t

$R_{i,t}$  = *Return* sekuritas ke-i pada periode ke-t

$R_{m,t}$  = *Return* indeks pasar pada periode ke-t

T = Periode ke-t.

Model pasar disesuaikan (*market adjusted model*) merupakan model yang digunakan dalam penelitian ini untuk menghitung *return* ekspektasian. *Return* indeks pasar pada saat tersebut dinilai sebagai penduga terbaik dalam mengestimasi *return* suatu sekuritas pada *market adjusted model*. Berdasarkan hal tersebut, IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) digunakan untuk menghitung *return* ekspektasian dalam penelitian ini.

Perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO pada tahun 2001 sampai dengan 2011 di Bursa Efek Indonesia (BEI) digunakan sebagai populasi penelitian. Teknik *purposive sampling* digunakan sebagai cara dalam pengambilan sampel dalam penelitian ini sehingga terdapat kriteria tertentu dalam pengambilan sampel. Kriteria-kriteria tersebut terdiri dari perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO pada tahun 2001-2011 di BEI, data harga saham harian dan indeks harga saham gabungan (IHSG) pada saat penutupan diketahui, serta perusahaan keuangan dan non keuangan mengalami *underpricing* pada saat IPO untuk analisis perbedaan *short-term underpricing* dan untuk analisis perbedaan *long-term underperformance* perusahaan keuangan dan non keuangan harus mengalami *underperformance*.

Populasi dalam penelitian ini berjumlah sebanyak 188 perusahaan. Sampel akhir setelah pemilahan berdasarkan *purposive sampling* adalah sebanyak 155 perusahaan untuk analisis perbedaan *short-term underpricing* dan sebanyak 134 perusahaan untuk analisis perbedaan *long-term underperformance*. Tabel 1 dan Tabel 2 menunjukkan pengambilan sampel dalam analisis perbedaan *short-term underpricing* dan *long-term underperformance*.

**Tabel 1.**  
**Pengambilan Sampel Berdasarkan *Purposive Sampling* dalam Analisis Perbedaan *Short-Term Underpricing***

| No | Distribusi Sampel   | Perusahaan Keuangan | Perusahaan Non Keuangan | Total |
|----|---|---------------------|-------------------------|-------|
| 1  | Perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO pada tahun 2001-2011 di BEL.        | 35                  | 153                     | 188   |
| 2  | Perusahaan yang data harga saham harian pada saat penutupan tidak diketahui.                | -                   | (1)                     | (1)   |
| 3  | Perusahaan keuangan dan non keuangan yang tidak mengalami <i>underpricing</i> pada saat IPO | (5)                 | (27)                    | (32)  |
|    | Jumlah  | 30                  | 125                     | 155   |

Sumber : Data Diolah, 2016

**Tabel 2.**  
**Pengambilan Sampel Berdasarkan *Purposive Sampling* dalam Analisis Perbedaan *Long-Term Underperformance***

| No | Distribusi Sampel   | Perusahaan Keuangan | Perusahaan Non Keuangan | Total |
|----|---|---------------------|-------------------------|-------|
| 1  | Perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO pada tahun 2001-2011 di BEL.                                | 35                  | 153                     | 188   |
| 2  | Perusahaan yang data harga saham harian dan indeks harga saham gabungan (IHSG) pada saat penutupan tidak diketahui. | (2)                 | (18)                    | (20)  |
| 3  | Perusahaan keuangan dan non keuangan yang tidak mengalami <i>underperformance</i> pada saat IPO.                    | (4)                 | (30)                    | (34)  |
|    | Jumlah  | 29                  | 105                     | 134   |

Sumber : Data Diolah, 2016

Informasi yang berkaitan dengan perbedaan fenomena *short-term underpricing* dan *long-term underperformance* pada kinerja saham perusahaan keuangan dan non keuangan didapatkan melalui analisis statistik deskriptif. Perbedaan fenomena *short-term underpricing* akan diukur melalui hasil perhitungan *average initial return* saham perusahaan keuangan dan non keuangan. Semakin besar jumlah hasil perhitungan *average initial return*, maka semakin besar pula kecenderungan saham tersebut mengalami *underpricing*. Perbedaan fenomena *long-term underperformance* akan diukur melalui hasil perhitungan *Wealth Relative (WR)*. Menurut Ritter (1991), *underperformance* terjadi apabila

*wealth relative* menunjukkan angka di bawah 1,00. Sebaliknya *outperformance* terjadi apabila *wealth relative* menunjukkan angka di atas 1,00.

Normal atau tidaknya distribusi dari sebuah model regresi maupun residu dari persamaan regresi dapat diuji dengan menggunakan uji normalitas. Dua sampel independen dari dua kelompok populasi yang berlainan dapat diuji dengan menggunakan Uji Beda Parametrik *Independent Sample t-Test*. Ada tidaknya perbedaan rata-rata antara dua sampel independen dapat dibuktikan melalui pengujian ini. Apabila data yang digunakan dalam penelitian tidak berdistribusi secara normal, maka pengujian perbedaan rata-rata antara dua sampel independen dari dua kelompok populasi yang berbeda dapat dilakukan melalui uji beda non parametrik *Mann-Whitney U Test*.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik deskriptif setiap variabel pada perusahaan keuangan dan non keuangan disajikan dalam tabel 3 dibawah ini.

**Tabel 3.**  
**Hasil Uji Statistik Deskriptif**

|  | N   | Minimum   | Maximum  | Mean    | Std. Deviation |
|--|-----|-----------|----------|---------|----------------|
| <i>Initial Return</i><br>Perusahaan<br>Keuangan      | 30  | 5,00      | 310,00   | 75,03   | 80,219         |
| <i>Initial Return</i><br>Perusahaan Non<br>Keuangan  | 125 | 5,00      | 5.600,00 | 190,00  | 511,113        |
| <i>Abnormal Return</i><br>Perusahaan<br>Keuangan     | 29  | -1.792,79 | -16,64   | -651,25 | 403,377        |
| <i>Abnormal Return</i><br>Perusahaan Non<br>Keuangan | 105 | -1.950,46 | -14,74   | -624,60 | 439,743        |

Sumber : Data Diolah, 2016

Hasil statistik deskriptif pada Tabel 3 menunjukkan bahwa *initial return* perusahaan keuangan yang mengalami *underpricing* memiliki nilai minimum sebesar Rp.5,00 dan nilai maksimum sebesar Rp.310,00. Rata-rata *initial return* perusahaan keuangan adalah Rp.75,03, memiliki arti bahwa *initial return* perusahaan keuangan cenderung mengarah pada nilai terendah sehingga tingkat *underpricing* yang diukur melalui *initial return* perusahaan keuangan terbilang rendah.

*Initial return* perusahaan non keuangan yang mengalami *underpricing* memiliki nilai minimum sebesar Rp.5,00 dan nilai maksimum sebesar Rp.5.600,00. Rata-rata *initial return* perusahaan non keuangan adalah Rp.190,00, memiliki arti bahwa *initial return* perusahaan non keuangan cenderung mengarah pada nilai terendah sehingga tingkat *underpricing* yang diukur melalui *initial return* perusahaan non keuangan terbilang rendah.

*Abnormal return* perusahaan keuangan yang mengalami *underperformance* memiliki nilai minimum sebesar Rp.-1.792,79 dan nilai maksimum sebesar Rp.-16,64. Rata-rata *abnormal return* perusahaan keuangan adalah sebesar Rp.-651,25, memiliki arti bahwa *abnormal return* perusahaan keuangan cenderung mengarah pada nilai tertinggi sehingga tingkat *underperformance* yang diukur melalui *abnormal return* perusahaan keuangan terbilang rendah.

*Abnormal return* perusahaan non keuangan yang mengalami *underperformance* memiliki nilai minimum sebesar Rp.-1.950,46 dan nilai maksimum sebesar Rp.-14,74. Rata-rata *abnormal return* perusahaan non

keuangan sebesar Rp.-624,60, memiliki arti bahwa *abnormal return* perusahaan non keuangan cenderung mengarah pada nilai tertinggi sehingga tingkat *underperformance* perusahaan non keuangan terbilang rendah.

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan pada 155 perusahaan keuangan dan perusahaan non keuangan, diperoleh *average first-day return* saham perusahaan yang mengalami *short-term underpricing* yang dapat dilihat pada Tabel 4.

**Tabel 4.**  
**Perbedaan *Average First-Day Return* Saham Perusahaan Keuangan dan Non Keuangan yang Mengalami *Short-Term Underpricing***

| Keterangan   | Jumlah     |
|--|------------|
| <i>Average first-day return</i> saham perusahaan keuangan yang mengalami <i>underpricing</i>     | Rp. 75,03  |
| <i>Average first-day return</i> saham perusahaan non keuangan yang mengalami <i>underpricing</i> | Rp. 190,00 |
| Selisih  | Rp. 114,97 |

*Sumber:* Data Diolah, 2016

Tabel 4 menunjukkan bahwa terdapat perbedaan fenomena *short-term underpricing* pada perusahaan keuangan dan non keuangan yang ditandai dengan selisih yang cukup jauh, yaitu sebesar Rp. 114,97. Perusahaan keuangan dan non keuangan yang mengalami *underpricing* memiliki *average first-day return* saham masing-masing sebesar Rp. 75,03 dan 190,00. Hasil penelitian tersebut menyimpulkan bahwa saham perusahaan non keuangan memiliki *underpricing* yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham perusahaan keuangan.

Normal tidaknya distribusi sebuah model regresi, variabel terikat, variabel bebas atau keduanya dapat diketahui melalui uji normalitas. Hasil uji normalitas pada perusahaan keuangan yang mengalami *underpricing* pada penelitian ini ditunjukkan pada Tabel 5.

**Tabel 5.**  
**Hasil Uji Normalitas Data Perusahaan Keuangan yang Mengalami**  
***Underpricing***

|                        |       |
|------------------------|-------|
| N                      | 30    |
| Kolmogorov-Smirnov Z   | 1,462 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | 0,028 |

Sumber: Data Diolah, 2016

Tabel 5 diatas menunjukkan bahwa data tidak berdistribusi normal karena koefisien *Asymp. Sig (2-tailed)* adalah 0,028 yang lebih kecil dari 0,05. Hasil uji normalitas pada perusahaan non keuangan yang mengalami *underpricing* dapat dilihat pada Tabel 6.

**Tabel 6.**  
**Hasil Uji Normalitas Data Perusahaan Non Keuangan yang Mengalami**  
***Underpricing***

|                        |       |
|------------------------|-------|
| N                      | 125   |
| Kolmogorov-Smirnov Z   | 4,010 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | 0,000 |

Sumber: Data Diolah, 2016

Tabel 6 diatas menunjukkan bahwa data tidak berdistribusi normal karena koefisien *Asymp. Sig (2-tailed)* adalah 0,000 yang lebih kecil dari 0,05. Distribusi yang tidak normal dari hasil uji normalitas data perusahaan keuangan dan non keuangan yang mengalami *underpricing* menjadi dasar keputusan untuk memilih Uji Nonparametrik *Mann-Whitney U Test*. Hasil uji beda Non Parametrik *Mann-Whitney U Test* Perusahaan yang Mengalami *Underpricing* dapat dilihat pada Tabel 7.

**Tabel 7.**  
**Hasil Uji Beda Non Parametrik *Mann-Whitney U Test* Perusahaan yang**  
**Mengalami *Underpricing***

|                        |                       |
|------------------------|-----------------------|
|                        | <i>Initial Return</i> |
| Mann-Whitney U         | 1.344,00              |
| Wilcoxon W             | 1.809,00              |
| Z                      | -2,554                |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | 0,011                 |

Sumber: Data Diolah, 2016



Tabel 7 diatas menunjukkan bahwa nilai Asymp Sig (2-tailed) sebesar 0,011 lebih kecil daripada sig  $\alpha$  sebesar 0,05, sehingga hipotesis pertama ( $H_1$ ) diterima. Hasil ini membuktikan bahwa terdapat perbedaan fenomena *short-term underpricing* pada kinerja saham perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO tahun 2001-2011.

Analisis perbedaan fenomena *long-term underperformance* dilakukan dengan membandingkan *Wealth Relative* (WR) antar kelompok. Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan pada 134 perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO di BEI pada tahun 2001-2011, diperoleh WR saham perusahaan yang mengalami *long-term underperformance*. Hasilnya dapat dilihat pada Tabel 8.

**Tabel 8.**  
**Perbedaan WR Saham Perusahaan Keuangan dan Non Keuangan yang Mengalami Long-Term Underperformance**

| Keterangan  | Jumlah |
|---|--------|
| WR saham perusahaan keuangan yang mengalami <i>underperformance</i>     | 0,018  |
| WR saham perusahaan non keuangan yang mengalami <i>underperformance</i> | 0,162  |
| Selisih   | 0,144  |

Sumber : Data Diolah, 2016

Tabel 8 menunjukkan bahwa terdapat perbedaan fenomena *long-term underperformance* pada perusahaan keuangan dan non keuangan yang ditandai dengan selisih sebesar 0,144. Perusahaan keuangan dan non keuangan yang mengalami *underperformance* masing-masing memiliki WR saham sebesar 0,018 dan 0,162. Hasil tersebut menyimpulkan bahwa saham perusahaan keuangan lebih *underperformance* dibandingkan dengan saham perusahaan non keuangan,

meskipun perusahaan keuangan dan non keuangan bersama-sama mengalami *underperformance* karena WR menunjukkan angka dibawah 1,00.

Metode *Kolmogorov-Smirnov* digunakan untuk menguji normalitas data yang hasilnya dapat dilihat pada Tabel 9.

**Tabel 9.**  
**Hasil Uji Normalitas Data Perusahaan Keuangan yang Mengalami**  
***Underperformance***

|                        |       |
|------------------------|-------|
| N                      | 29    |
| Kolmogorov-Smirnov Z   | 0,790 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | 0,561 |

*Sumber:* Data Diolah, 2016

Tabel 9 menunjukkan bahwa koefisien *Asymp. Sig (2-tailed)* adalah 0,561 yang lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti data berdistribusi normal. Hasil uji normalitas pada perusahaan non keuangan yang mengalami *underperformance* dapat dilihat pada Tabel 10.

**Tabel 10.**  
**Hasil Uji Normalitas Data Perusahaan Non Keuangan yang Mengalami**  
***Underperformance***

|                        |       |
|------------------------|-------|
| N                      | 105   |
| Kolmogorov-Smirnov Z   | 1,236 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | 0,094 |

*Sumber:* Data Diolah, 2016

Tabel 10 menunjukkan bahwa data berdistribusi normal karena koefisien *Asymp. Sig (2-tailed)* adalah 0,094 yang lebih besar dari 0,05. Uji Beda Parametrik *Independent Sampel t-Test* ini digunakan untuk menguji dua sampel independen dari dua kelompok populasi yang berbeda. Hasil uji beda parametrik *Independent Sampel t-Test* dapat dilihat pada Tabel 11.

**Tabel 11.**  
**Hasil Uji Beda Parametrik *Independent Sample t-Test* Perusahaan yang Mengalami *Underperformance***

|                 |                             | Levene's Test for Equality of Variance |       | t-test for Equality of Means |        |                 |
|-----------------|-----------------------------|--|-------|------------------------------|--------|-----------------|
|                 |                             | F                                      | Sig.  | t                            | df     | Sig. (2-tailed) |
| Abnormal Return | Equal variances assumed     | 0,890                                  | 0,347 | - 0,294                      | 132    | 0,769           |
|                 | Equal variances not assumed |  |       | - 0,302                      | 48,005 | 0,759           |

Sumber: Data Diolah, 2016

Tabel 11 menunjukkan bahwa  $H_2$  ditolak karena nilai Sig. sebesar 0,347 lebih besar daripada sig  $\alpha$  sebesar 0,05. Hasil ini membuktikan bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja saham perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO di BEI pada tahun 2001-2011 berdasarkan *long-term underperformance*.

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa terdapat perbedaan antara kinerja saham perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO di BEI pada tahun 2001-2011 berdasarkan *short-term underpricing* serta tidak terdapat perbedaan antara kinerja saham perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO di BEI pada tahun 2001-2011 berdasarkan *long-term underperformance*. Pembahasan hasil uji untuk kedua hipotesis akan dijelaskan sebagai berikut.

Hasil uji beda nonparametrik *Mann-Whitney U test* pada Tabel 7 menunjukkan bahwa  $H_1$  diterima karena nilai Asymp Sig (2-tailed) sebesar 0,011 lebih kecil daripada sig  $\alpha$  sebesar 0,05. Hasil ini membuktikan bahwa terdapat perbedaan kinerja saham perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO di BEI tahun 2001-2011 berdasarkan *short-term underpricing*.

Hipotesis yang diajukan sesuai dengan hasil dalam penelitian ini. Penelitian lain yang mempunyai hasil yang sesuai dengan penelitian ini adalah Cahyono dan Legowo (2010) yang melakukan penelitian pada perusahaan keuangan dan non keuangan di Bursa Efek Indonesia mengenai fenomena *underpricing*. Penelitian ini menyatakan bahwa pada saat IPO terdapat fenomena *underpricing* dan perbedaan tingkat *underpricing* antara perusahaan keuangan dan non keuangan.

Tingkat *underpricing* yang berbeda antara perusahaan keuangan dan non keuangan juga dinyatakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Alli, et al. (1994) dalam penelitiannya yang berjudul “*The Underpricing of IPOs of Financial Institutions*”. Lembaga yang mengatur sektor keuangan banyak mengeluarkan regulasi untuk perusahaan keuangan. Hal ini digunakan untuk menekan ketidakpastian pada perusahaan keuangan.

Hasil perhitungan *average first-day return* yang telah dilakukan pada dua kelompok data tersebut menunjukkan bahwa saham perusahaan non keuangan memiliki nilai *average first-day return* yang lebih besar daripada saham perusahaan keuangan, yakni sebesar Rp. 190,00, sedangkan *average first-day return* saham perusahaan keuangan sebesar Rp. 75,03. Hasil perhitungan tersebut menggambarkan bahwa saham perusahaan non keuangan lebih *underpricing* dibandingkan dengan saham perusahaan keuangan, sehingga investor akan mendapatkan lebih banyak keuntungan apabila membeli saham perusahaan non keuangan pada pasar perdana, kemudian menjualnya kembali pada awal perdagangan di pasar sekunder.

Teori-teori yang telah diungkapkan para ahli sebelumnya, menunjukkan beberapa kemungkinan yang menyebabkan terjadinya *underpricing* saat IPO. Penelitian mengenai asimetri informasi dilakukan oleh Ernyan dan Husnan (2002) yang menyatakan bahwa antara pihak perusahaan dengan *underwriter* bermaksud untuk menghindari kemungkinan adanya ketidakpuasan yang berakhir pada tuntutan hukum jika harga saham akhirnya turun dan menciptakan kerugian bagi investor tersebut dengan membuat sebuah kesepakatan melalui *underpricing*. Sedangkan menurut Rock (1986) mengenai *The Winner's Curse Hypothesis* yang berkaitan dengan asimetri informasi menyatakan bahwa terjadi perbedaan informasi yang didapatkan oleh para investor, yaitu investor yang mengetahui informasi dan membeli pada saat harga *underpricing* serta investor yang tidak memiliki informasi dan membeli saham pada saat harga *underpricing* atau *overpricing*. Akibatnya, saham penawaran umum perdana yang *overpriced* akan dibeli oleh investor yang tidak memiliki informasi dalam jumlah yang besar dibandingkan dengan investor yang memiliki informasi. Investor yang tidak memiliki informasi pada akhirnya sadar bahwa mereka mendapatkan saham penawaran umum perdana yang tidak sesuai, sehingga kelompok *uninformed* tersebut cenderung untuk memilih meninggalkan pasar perdana. Saham penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*) harus cukup *underpriced* agar kelompok investor yang tidak memiliki informasi tersebut turut andil dalam pasar perdana dan memiliki rasa optimisme untuk mendapatkan hasil berupa *return* saham.

Hasil penelitian ini sesuai dengan *Regulation hypothesis* yang menjelaskan bahwa antara pihak perusahaan dengan pihak luar yang didalamnya termasuk para calon investor terdapat kemungkinan adanya asimetri informasi yang dapat ditekan melalui peraturan pemerintah. Lembaga-lembaga yang mengatur sektor keuangan menerbitkan berbagai aturan untuk diterapkan pada perusahaan keuangan. Lembaga keuangan tersebut diharapkan melakukan pengawasan sehingga dapat menekan kerugian harga saham di masa yang akan datang. *Disclosure informasi relevan* dan pengawasan yang efektif dapat membuat *underpricing* yang diukur dengan *abnormal return* perusahaan keuangan akan lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan non keuangan.

Hasil uji beda parametrik *Independent Sample t-Test* pada Tabel 11 menunjukkan bahwa  $H_2$  ditolak karena nilai Sig. sebesar 0,347 lebih besar daripada sig  $\alpha$  sebesar 0,05. Hasil ini membuktikan bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja saham perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO di BEI pada tahun 2001-2011 berdasarkan *long-term underperformance*.

Penelitian yang dilakukan oleh Iryani (2004) dalam penelitiannya yang berjudul “Kinerja Jangka Panjang Saham Setelah Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta” memiliki hasil yang sama dengan penelitian ini. Penelitian tersebut menguji kinerja saham dalam jangka panjang selama 36 bulan dan membandingkan kinerja saham antara kelompok perusahaan keuangan dengan non-keuangan. Sampel yang digunakan berjumlah 115 perusahaan yang melakukan penawaran perdana dari tahun 1990-1993 dan 1999-2000. Hasil

penelitian menunjukkan bahwa terjadi fenomena penurunan kinerja saham (*underperformance*) pada pasar modal di Indonesia. Studi ini juga membuktikan bahwa *underperformance* pada perusahaan keuangan tidak berbeda dengan perusahaan non-keuangan.

Hasil perhitungan *Wealth Relative* (WR) pada perusahaan keuangan dan non keuangan, menunjukkan bahwa saham perusahaan non keuangan memiliki nilai yang lebih mendekati satu dibandingkan dengan WR saham perusahaan keuangan. WR saham perusahaan non keuangan adalah sebesar 0,162, sementara WR saham perusahaan keuangan adalah sebesar 0,018. Ritter (1991) menyatakan bahwa nilai WR yang berada di bawah 1,00 menunjukkan kinerja jangka panjang saham yang kurang baik, sementara nilai WR yang berada di atas 1,00 menunjukkan kinerja jangka panjang saham yang baik. Hasil perhitungan WR tersebut dapat menggambarkan bahwa saham perusahaan non keuangan yang mengalami *underperformance* memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan saham perusahaan keuangan yang mengalami *underperformance*, sehingga investor sebaiknya berinvestasi pada saham perusahaan non keuangan dalam jangka panjang.

Hasil dalam penelitian ini bertentangan dengan pernyataan yang diungkapkan oleh Miller (2000) mengenai pengaruh industri keuangan terhadap *underperformance* yang dijelaskan melalui pendekatan teori *divergence of opinion*. Penelitian tersebut menyatakan bahwa 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.

Hasil pengujian *underperformance* pada kinerja saham perusahaan non keuangan cenderung lebih menguntungkan bagi investor untuk jangka panjang daripada perusahaan keuangan. Faktor yang diduga menjadi penyebabnya adalah krisis keuangan global pada tahun 2008 berdampak pada sektor keuangan, dimana muncul kekacauan dan kepanikan pasca kehancuran *Lehman Brothers* yang memicu terjadinya putaran krisis *subprime mortgage* pada ekonomi dan keuangan global, termasuk berdampak pada industri perbankan di Indonesia. Selain itu turunnya kepercayaan terhadap lembaga keuangan domestik akibat adanya krisis keuangan global pada tahun 2008 turut menyebabkan melemahnya harga saham perusahaan keuangan Indonesia. ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id), diakses 21 Januari 2016).

Saham perusahaan keuangan dan non keuangan yang sebagian besar mengalami *underperformance* kemungkinan dapat terjadi akibat adanya *The Impresario Hypothesis* dikemukakan oleh Shiller, 1990 dalam Widhawati dan Panjaitan, 2013. Hipotesis ini mendukung gagasan bahwa perusahaan dan *underwriter* menciptakan surplus permintaan awal (melalui *underpricing*), selanjutnya dalam jangka panjang pasar akan mengoreksi harga. Investor yang berinvestasi pada saham perusahaan saat IPO akan mendapatkan *initial return* yang cukup tinggi akibat banyaknya permintaan akan saham tersebut pada awal masa perdagangan di pasar sekunder. *Initial return* yang tinggi mampu menghasilkan kinerja jangka panjang yang *underperformed* bagi saham IPO.



## SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian diatas dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan kinerja saham perusahaan keuangan dan non keuangan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2001-2011 berdasarkan *short-term underpricing*. Investor akan mendapatkan lebih banyak keuntungan apabila membeli saham perusahaan non keuangan pada pasar perdana, kemudian menjualnya kembali pada awal perdagangan di pasar sekunder karena hasil perhitungan *average first-day return* menggambarkan bahwa saham perusahaan keuangan memiliki tingkat *underpricing* yang lebih rendah dibandingkan dengan saham perusahaan non keuangan. Namun, berdasarkan *long-term underperformance* didapatkan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja saham antara perusahaan keuangan dan non keuangan. Hasil perhitungan *Wealth Relative* (WR) menggambarkan bahwa *underperformance* terjadi pada saham perusahaan keuangan dan non keuangan, namun kinerja saham perusahaan keuangan dinilai memiliki kinerja yang lebih buruk dibandingkan dengan kinerja saham perusahaan non keuangan.

Saran yang dapat diberikan dalam penelitian ini adalah dalam jangka pendek sebaiknya investor melakukan investasi dengan membeli saham perusahaan non keuangan karena dibandingkan dengan saham perusahaan keuangan, perusahaan non keuangan memiliki tingkat *underpricing* yang lebih tinggi. Namun, dalam jangka panjang sebaiknya investor lebih berhati-hati dalam menginvestasikan dananya pada perusahaan keuangan dan non keuangan karena kedua jenis perusahaan tersebut cenderung mengalami *underperformance*, sehingga

diperlukan analisa yang lebih mendalam untuk menentukan perusahaan yang tepat dijadikan sebagai tempat berinvestasi. Perusahaan selanjutnya diharapkan untuk dapat menerapkan strategi yang baik sehingga mencegah harga saham yang cenderung menurun dalam jangka panjang setelah dilakukannya proses IPO. Misalnya dengan meningkatkan kinerja serta memberikan citra yang baik bagi perusahaan sehingga opini masyarakat terbentuk untuk percaya pada perusahaan dan berkeinginan dalam membeli saham perusahaan tersebut. Regulator juga sebaiknya memperketat regulasi bagi perusahaan keuangan dan non keuangan agar dapat menekan asimetri informasi.

## **REFERENSI**

Aggarwal, R., *et al.* 1993. *The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America. Financial Management*, Vol. 22: hal 42-53.

Ahmad-Zaluki, N., *et al.* 2007. *The Long Run Share Price Performance of Malaysian Initial Public Offerings (IPOs)*. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34, Issue 1-2: hal 78-110.

Alli, *et al.* 1994. *The Underpricing of IPOs of Financial Institutions*. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol 21. No 7: hal 1013-1030.

Allen, Franklin dan Faulhaber, Gerald R. 1989. *Signalling by Underpricing in the IPO Market*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 23: hal 303-323.

Alteza, Muniya. (2009). *Underpricing Emisi Saham Perdana: Suatu Tinjauan Kritis. Jurnal Manajemen*, Vol. 9 No.2.

Brau, James C., *et al.* 2012. *The Desire to Acquire and IPO Long-Run Underperformance*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47 No. 3: hal 493–510.

Cahyono, Andri dan Legowo, Herman. 2010. *Underpricing Phenomenon in Company Financial and Non-Financial Stock Exchange in Indonesia (Case Study in BEI)*. (Online), diakses tanggal 26 Desember 2015. Tersedia dari: URL: <http://ejournal.stienusa.ac.id>.

Charalambides, Marios. 1998. "Underpricing and the Long-Run Performance of Initial Public Offerings (IPOs) in the U.K." (*thesis*). London: Brunel University.

- Duque, J. & Almeida, M. 2000. *Ownership Structure and Initial Public Offering in Small Economies-The Case of Portugal*. Paper for the ABN-AMBRO International Conference on Initial Public Offerings.
- Ernyan dan Husnan. 2002. *Perbandingan Underpricing Penerbitan Saham Perdana Perusahaan Keuangan dan Non-Keuangan di Pasar Modal Indonesia: Pengujian Hipotesis Asimetri Informasi*. Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol. 17 No.4: hal 372-383.
- Guinness, Paul Mc. 2002. *An Examination of the Underpricing of Initial Public Offerings in Hongkong*. Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 19: hal 165-186.
- Hanley, Kathleen Weiss. 1993. *The Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon*. Journal of Financial Economics, Vol 34.
- Ibbotson, Roger G. and Jaffe J. F. 1975. *Hot Issue Markets*. Journal of Finance, Vol. 30 No.4: hal 1027-1042.
- Iryani. 2004. "Kinerja Jangka Panjang Saham Setelah Penawaran Saham Perdana (IPO) di Bursa Efek Indonesia" (tesis). Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada.
- Karsana, Yusef Widya. 2009. *Analisis Kinerja Saham Emiten Dalam Periode Satu Tahun Setelah Penawaran Perdana*. Media Riset, Auditing & Informasi, Vol. 9 No. 3: hal 39-56.
- Loughran, Tim. and Ritter, Jay. 2002. *Why Don't Issuers Get upset About Leaving Money on the Table in IPOs?*. Review of Financial Studies, No.15: hal 413-444.
- Manurung, A. H. & Soepriyono, G. 2006. *Hubungan Antara Imbal Hasil IPO dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kinerja IPO di BEJ*. Usahawan, Vol 35 No.3: hal 14-26.
- Miller, E. 2000. *Long Run Underperformance of Initial Public Offerings: An Explanation*. Working Paper University of New Orleans.
- Prastiwi, Arum dan Indra Wijaya Kusuma. 2010. *Analisis Kinerja Surat Berharga Setelah Penawaran Perdana (IPO) di Indonesia*. Jurnal Ekonomi dan Bisnis, Vol. 16 No. 2.
- Ritter, J. R. 1991. *The Long-Run Performance of Initial Public Offerings*. Journal of Finance, No.46: hal 3 -27.
- Rock, Kevin. 1986. *Why New Issues Are Underpriced*. Journal of Financial Economics No. 15: hal 187 -212.
- Ronni, Sautma B. 2003. *Problema Anomali Dalam Initial Public Offering (IPO)*. Jurnal Manajemen & Kewirausahaan, Vol. 5 No. 2: hal 181 – 192.

Shawawreh dan Tarawneh. 2015. *Firm Characteristics and Long-Run Abnormal Returns After IPOs: A Jordanian Financial Market Experience*. International Journal of Economics and Finance, Vol. 7 No. 3: hal 109-122.

Shiller, Robert J. 1990. *Speculative Prices and Popular Models*. The Journal of Economic Perspective, Vol 4 Issue 2: hal 55-65.

Suherman. 2010. *Apakah Kinerja Jangka Panjang Penawaran Umum Perdana di Indonesia underperformed?: Bukti Baru*. Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto.

Suryantaty, Agustin Christina. 2011. "Analisis Kinerja Saham Setelah Penawaran Perdana (IPO) Perusahaan Keuangan dan Non Keuangan di Bursa Efek Indonesia (2001-2007)" (*tesis*). Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada.

Widhawati, Indira Rully dan Panjaitan, Yunia L. 2013. *Analisis Perbedaan Fenomena Short-Term Underpricing dan Long-Term Underperformanc pada saham perusahaan BUMN dan BUMS yang melakukan IPO di BEI Tahun 2000-2010*. Jurnal Manajemen Atma, Vol. 1 No. 1: hal 66-81.