

KINERJA HARGA SAHAM JANGKA PENDEK DAN JANGKA PANJANG SETELAH PENAWARAN SAHAM PERDANA (IPO)

Meina Wulansari Yusniar
(Universitas Lambung Mangkurat)

ABSTRACT

This research investigated to analyze performance of the stock through the measurement of initial returns, abnormal returns, outperformed or underperformed of stock returns in the short-term (1 month and 3 months) and in the long-term (24 months), and to test of significance differences of the stock performance in the short-term with the long-term. The purposive sampling method is used to obtain the sample and there are 71 companies was conducted to make an Initial Public Offering (IPO) on the Indonesia Stock Exchange (BEI) in the period of 2010 - 2012. The research method are descriptive and comparative analysis using historical data. Statistical test using a one sample t-test and paired sample t-test. The results showed that the company stocks had under-pricing that investors obtain positive initial returns, the short-term abnormal returns tend to decrease, while the abnormal returns in the long-term is fluctuate. Performance of stock had outperformed in the short-term and in the long-term. The results also showed that performance of stock in the companies that do an IPO in 2010-2012 in both of the short-term and in the long-term are significantly different. There was significant difference performance of stock in the short-term with in the long-term in the Indonesian IPOs during the period.

Keywords:

Initial Public Offering, initial return, abnormal return, short-term stock return, long-term stock return, outperformed, underperformed, performance of stock

ABSTRAK

Penelitian ini diselidiki untuk menganalisis kinerja saham melalui pengukuran hasil awal, abnormal return, mengungguli atau underperformed pengembalian saham dalam jangka pendek (1 bulan dan 3 bulan) dan dalam jangka panjang (24 bulan), dan untuk uji perbedaan signifikansi kinerja saham dalam jangka pendek dengan jangka panjang. Metode purposive sampling digunakan untuk memperoleh sampel dan ada 71 perusahaan dilakukan untuk membuat Penawaran Umum Perdana (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2010 - 2012. Metode penelitian yang analisis deskriptif dan komparatif menggunakan data

historis. Uji statistik menggunakan one sample t-test dan paired sample t-test. Hasil penelitian menunjukkan bahwa saham perusahaan telah di bawah-harga bahwa investor memperoleh pengembalian awal yang positif, jangka pendek kembali normal cenderung menurun, sedangkan abnormal return dalam jangka panjang adalah fluktuatif. Kinerja saham telah mengungguli dalam jangka pendek dan dalam jangka panjang. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa kinerja saham di perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2010-2012 di kedua jangka pendek dan jangka panjang secara signifikan berbeda. Ada kinerja perbedaan yang signifikan dari saham dalam jangka pendek dengan dalam jangka panjang dalam IPO Indonesia selama periode tersebut.

Kata kunci:

Penawaran Umum Perdana, pulang awal, abnormal return, jangka pendek return saham, jangka panjang return saham, mengungguli, underperformed, kinerja saham

PENDAHULUAN

Penawaran Umum Perdana atau *Initial Public Offering* (IPO) merupakan kegiatan perusahaan untuk menjual sahamnya kepada publik melalui pasar modal untuk pertama kalinya. Kegiatan penawaran umum perdana atau IPO dilakukan sebagai salah satu alternatif untuk memperoleh sumber dana. Perusahaan bisa menggunakan dana hasil dari penjualan saham perdana untuk menjaga kelangsungan hidup perusahaan atau pengembangan perusahaan. Dana yang diperoleh melalui penawaran umum perdana bisa digunakan oleh perusahaan untuk berbagai kegiatan, investor harus mengetahui dan memahami tujuan dari perusahaan tersebut.

IPO diharapkan akan berakibat pada membaiknya prospek perusahaan yang terjadi karena adanya dana segar yang masuk ke perusahaan. Membaiknya prospek perusahaan ini akan menyebabkan harga saham yang ditawarkan menjadi lebih tinggi. Kinerja perusahaan sebelum IPO merupakan informasi bagi investor mengenai pertumbuhan kinerja perusahaan. Investor berharap bahwa kinerja perusahaan berikutnya sesudah IPO dapat dipertahankan atau bahkan dapat lebih ditingkatkan (Handayani, 2008).

Tambunan (2013) menyatakan bahwa pada umumnya perusahaan memiliki tiga hal dari hasil penawaran umum perdana yaitu ekspansi usaha, membayar utang, dan modal kerja. Investor perlu memperhatikan secara baik tujuan dari perusahaan, hal ini bisa dilihat melalui prospektus yang diterbitkan oleh emiten. Ang (1997) menyatakan bahwa prospektus adalah suatu barang cetakan atau media cetak yang berisi informasi mengenai perusahaan yang akan melaksanakan penawaran penjualan saham kepada masyarakat umum dan informasi yang terkandung didalamnya untuk disebarluaskan kepada masyarakat umum sebagai pelaksanaan keterbukaan informasi. Setelah mendapat prospektus maka informasi mengenai perusahaan bisa dipelajari oleh investor untuk mengetahui prospek dan risiko investasi pada saham perusahaan tersebut karena akan mempengaruhi terhadap hasil investasi.

Darmadji dan Fahrudin (2008) menjelaskan bahwa saham (*stock* atau *share*) merupakan suatu tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Pemilik saham adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut, sedangkan wujud dari saham berupa selembar kertas. Porsi kepemilikan saham ditentukan dari seberapa besar penyertaan yang ditanamkan di perusahaan tersebut. Hal-hal yang menjadi pertimbangan investor dalam investasi adalah hasil yang diharapkan dan tingkat risiko yang dihadapi. Hasil yang diharapkan dari investasi akan terwujud setelah melewati jangka waktu tertentu dan selama jangka waktu tersebut terdapat risiko pada investasi yang dilakukan. Semakin besar risiko yang dihadapi dan harus ditanggung maka semakin besar tingkat pengembalian yang harus dikompensasikan.

Salah satu hal yang menarik untuk diteliti ketika perusahaan melakukan IPO adalah terjadinya beberapa anomali pada bursa saham. Hasil penelitian tentang perilaku disepertaran IPO menghasilkan tiga anomali utama yaitu terjadinya *underpricing*, *short run outperformed* dan *long run underperformance*. Fenomena kinerja saham yang menunjukkan *underpricing* merupakan fenomena yang umum terjadi di pasar modal di dunia, tanpa terkecuali di Indonesia. Fenomena ini umumnya terjadi dalam jangka pendek yaitu setelah perusahaan melakukan penawaran saham perdana di pasar primer dan memasuki pasar sekunder. Fenomena *underpricing* di pasar modal Amerika diantaranya didokumentasikan oleh Ibbotson (1975) yang menemukan rata-rata *underpricing* sebesar 11,4% terjadi pada saham-saham perusahaan setelah melakukan IPO tahun 1960-1969. Lebih lanjut Ibbotson, et al (1993) menemukan rata-rata *underpricing* sebesar 15,3% terjadi pada saham-saham perusahaan setelah melakukan IPO dari tahun 1960-1992. Di Indonesia sendiri, fenomena *underpricing* juga terjadi pada perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO. Tabel 1 memperlihatkan fenomena *underpricing* yang terjadi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009 – 2012

Tabel 1
Perusahaan yang melakukan IPO di BEI dan Perusahaan yang mengalami
Overpricing, Underpricing periode 2009 – 2012

Tahun	Perusahaan IPO	<i>Underpricing</i>	<i>Overpricing</i>	<i>Non (Underpricing/Overpricing)</i>
2009	13	8	4	1
2010	23	22	1	0
2011	25	17	7	1
2012	23	21	1	1
Total	84	68	13	3

Sumber : Bursa Efek Indonesia, data diolah (2016)

Tabel 1 memperlihatkan fenomena terjadinya *underpricing* pada saat melakukan penawaran pasar perdana ke publik dari tahun 2009 sampai dengan 2012. Dari 84 emiten sebanyak 68 emiten atau sebesar 80,95 % emiten mengalami *underpricing*, sedangkan sebanyak 13 emiten atau sebesar 15,48% mengalami *overpricing* dan 3 emiten tidak mengalami *underpricing* maupun *overpricing*. Fenomena terjadinya *underpricing* yang terbanyak ada pada tahun 2010 yaitu sebesar 22 emiten dari 23 emiten yang melakukan IPO.

Menurut Beatty (1989), kondisi *underpricing* menimbulkan dampak yang berbeda bagi perusahaan dan investor. Perusahaan tidak akan diuntungkan apabila terjadi *underpricing*, karena dana yang diperoleh dari *go public* tidak maksimum. Sebaliknya, jika terjadi *overpricing* pada saat IPO, maka investor yang akan merugi, karena mereka tidak menerima *initial return* yaitu keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena perbedaan harga saham yang dibeli di pasar perdana saat IPO dengan harga jual yang bersangkutan di hari pertama di pasar sekunder.

Dalam pengamatan lebih lanjut beberapa hasil penelitian menunjukkan bahwa ternyata kinerja saham yang melakukan IPO banyak yang mengalami penurunan dalam jangka waktu yang lebih lama. Penurunan kinerja saham yang dimaksud adalah menurunnya harga saham dalam jangka panjang (*underperformed*). Ritter (1991) menemukan bahwa rata-rata *return* saham penawaran umum perdana (IPO) di bursa saham Amerika Serikat ditemukan sebesar -29,13% diakhir tahun ketiga setelah IPO. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian Guntoro dkk (2008) bahwa kinerja saham jangka panjang pada perusahaan yang melakukan IPO akan mengalami *underperformed*. Disamping itu hasil penelitian Guntoro dkk (2008) menemukan terjadinya perbedaan kinerja saham jangka pendek dan kinerja saham jangka panjang. Kondisi ini terjadi karena informasi asimetri terjadi pada kelompok *informed* investor dan *uninformed* investor.

Berkaitan dengan *underperformance*, Ritter (1991) menyimpulkan ada empat penyebabnya. Pertama, Pandangan dari investor mengenai pola harga memberikan gambaran mengenai kesempatan untuk strategi perdagangan yang aktif untuk mendapatkan superior returns, kedua, *non-zero aftermarket performance* menimbulkan pertanyaan tentang efisiensi informasi dipasar IPO. Ketiga, Periode tingginya volume perdagangan yang berkaitan dengan *long run underperformance* yang rendah mengindikasikan keberhasilan waktu pelepasan (*timing*) perusahaan-perusahaan yang melepaskan ekuitasnya dan yang keempat adalah derajat rendahnya tingkat pengembalian setelah IPO lebih rendah bagi perusahaan *go public*.

Penelitian ini ingin menguji kembali dari beberapa penelitian yang sudah dilakukan sebelumnya serta mengembangkannya sehingga dapat membuktikan kebenaran teori dari penelitian sebelumnya masih layak atau tidak jika diterapkan dalam masa sekarang ini. Kinerja saham yang diukur dalam penelitian ini merupakan kinerja dari perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia periode Januari 2009 sampai dengan desember 2012. Untuk melihat performa masing-masing perusahaan pada kinerja saham dalam jangka panjang mengalami *underperformance* dan kinerja saham jangka pendek mengalami *outperformance* dilihat melalui harga penawaran saham perdana dari masing-masing perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA

Initial Public Offering (IPO)

Perusahaan yang membutuhkan dana dapat melakukan penerbitan surat – surat berharga seperti saham (*stock*), obligasi (*bond*), dan sekuritas lainnya. Surat berharga yang baru dijual dapat berupa penawaran perdana ke publik (*initial public offering* atau IPO) atau

tambahan surat berharga baru jika perusahaan sudah *go public*. *Initial Public Offering* (IPO) merupakan kegiatan yang dilakukan perusahaan dalam rangka penawaran umum penjualan saham perdana (Ang, 1997). Setelah saham dijual di pasar perdana kemudian saham tersebut didaftarkan di pasar sekunder (*listing*).

Perusahaan yang *go public* adalah perusahaan yang mengalami pertumbuhan yang pesat. Karena pertumbuhan yang pesat, perusahaan dituntut untuk mampu menyediakan dana untuk keperluan ekspansi dan untuk keperluan investasi baru. Menurut Daljono (2000), hal menguntungkan yang dapat dijadikan bahan pertimbangan dalam melaksanakan penawaran umum antara lain bahwa melalui *go public*, perusahaan akan mendapatkan dana segar yang dapat digunakan sebagai modal untuk jangka panjang dan juga sangat berguna untuk mengembangkan perusahaan, membayar utang dan tujuan-tujuan lainnya. Manfaat *go public*, dapat pula meningkatkan nilai pasar dari perusahaan karena umumnya perusahaan yang sudah menjadi perusahaan publik, likuiditasnya akan lebih meningkat bila dibandingkan dengan perusahaan yang masih tertutup.

Menurut Sunariyah (2006), ada empat alasan mengapa perusahaan ingin melakukan penawaran umum dan menerbitkan serta menjual sahamnya kepada masyarakat yaitu: Meningkatkan modal Perusahaan, memungkinkan pendiri untuk diversifikasi usaha, mempermudah usaha pembelian perusahaan lain dan meningkatkan nilai perusahaan.

Beberapa keuntungan yang didapatkan oleh perusahaan karena melakukan penawaran umum, yaitu (Jogiyanto, 2010: 35): kemudahan meningkatkan modal di masa mendatang, meningkatkan likuiditas dan nilai pasar perusahaan diketahui. Di samping beberapa keuntungan dari perusahaan yang melakukan penawaran umum, beberapa kerugiannya adalah sebagai berikut: biaya laporan yang meningkat, perusahaan yang sudah melakukan penawaran umum, pada setiap kuartal dan tahunnya harus menyerahkan laporan-laporan kepada regulator, pengungkapan (*disclosure*) dan ketakutan untuk diambil alih.

Hipotesis Pasar Modal yang Efisien

Hipotesis pasar modal yang efisien mengatakan bahwa harga sekuritas akan segera mencerminkan informasi yang relevan. Dengan kata lain, keputusan investasi yang dilakukan oleh para pemodal merupakan reaksi atas informasi yang mereka terima. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut. Harga-harga sekuritas akan cepat menyesuaikan bila ada informasi baru yang muncul, dan setelah terjadi penyesuaian para pemodal tidak akan mampu untuk mendapatkan tingkat keuntungan diatas normal (*abnormal return*) dengan melakukan transaksi perdagangan di bursa efek. Efisiensi pasar modal yang dikaitkan dengan bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi yang tersedia ini dibuat dengan efisiensi pasar secara informasi (Jogiyanto, 2010).

Pasar modal dikatakan efisien jika harga-harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia. Foster menyatakan bahwa harga efisien pasar modal berkaitan dengan suatu item informasi tertentu (Foster, 1986). Pasar modal efisien terhadap suatu item informasi jika investor tidak mungkin memperoleh *abnormal return* – *return* yang lebih besar dari *expected return* dalam suatu investasi pada kondisi normal – secara konsisten dengan memanfaatkan item informasi tersebut. Pasar modal efisien difokuskan pada variabel pasar keseluruhan (seperti harga saham atau return sekuritas) dan bukannya pada perilaku individual.

Menurut Fama (1970), Efisiensi pasar modal dibedakan ke dalam 3 bentuk, yaitu efisiensi bentuk lemah, efisiensi bentuk kuat dan efisiensi bentuk setengah kuat. Hipotesis pasar modal yang efisiensi dalam bentuk lemah menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga di waktu lalu. Sedangkan hipotesis pasar yang efisien dalam bentuk kuat menyatakan bahwa semua informasi yang relevan dan tersedia, tercermin dalam harga saham. Jadi baik informasi yang telah dipublikasikan maupun informasi yang belum dipublikasikan (*private information*) akan tercermin dalam harga saham. Terakhir, hipotesis pasar yang efisien dalam bentuk setengah kuat menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia kepada publik. Informasi publik akan tercermin ke dalam harga saham secara cepat dan tidak bias. Investor tidak akan dapat memperoleh *return* di atas normal dengan membeli saham atas dasar suatu publikasi.

Informasi Asimetri

Fenomena *underpricing* dan *overpricing* itu dikarenakan adanya *mispriced* di pasar perdana sebagai akibat adanya ketidakseimbangan informasi antara pihak penjamin emisi dengan pihak perusahaan (emiten) maupun adanya ketidakseimbangan informasi antar investor. Literatur keuangan masalah tersebut disebut adanya informasi asimetri (Daljono, 2000). Pada ketidakseimbangan informasi antara penjamin emisi dan emiten atau disebut model Baron (1982), penjamin emisi dianggap memiliki informasi yang lebih tinggi mengenai permintaan saham-saham perusahaan emiten daripada emiten itu sendiri. Penjamin emisi akan memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk memperoleh kesepakatan optimal dengan emiten yaitu dengan memperkecil resiko keharusan membeli saham yang tidak laku dijual. Emiten kurang memiliki informasi maka emiten harus menerima harga yang diberikan penjamin emisi bagi penawaran sahamnya. Model ini mengimplikasikan bahwa lebih besar ketidakpastian emiten mengenai kewajaran harga sahamnya, lebih besar permintaan terhadap jasa penjamin emisi dalam penetapan harga ini. Kompensasi atas informasi yang diberikan penjamin emisi adalah dengan mengizinkan penjamin emisi menawarkan harga perdana sahamnya dibawah harga *equilibrium* (Trisnawati, 1999).

Ketidakseimbangan informasi antar investor atau disebut model Rock (1986), terdapat 2 jenis investor yaitu *informed* investor dan *uninformed* investor. *Informed* investor mengetahui informasi lebih banyak mengenai prospek perusahaan emiten, maka mereka akan membeli saham-saham IPO yang diketahui pada pasar sekunder akan melebihi harga perdana atau mengalami *underpriced* saja. *Uninformed* investor karena kurang memiliki informasi mengenai perusahaan emiten, akan melakukan penawaran secara sembarangan baik pada saham-saham IPO yang *underpriced* maupun yang *overpriced*. Akibatnya kelompok *uninformed* investor memperoleh proporsi yang lebih besar dalam saham IPO yang *overpriced*. *Uninformed* investor menerima saham-saham IPO yang tidak proporsional, maka *uninformed* investor akan meninggalkan pasar perdana., solusi terhadap masalah tersebut maka saham-saham IPO harus cukup *underpriced* (Trisnawati, 1999).

Kinerja Jangka Pendek dan Jangka Panjang

Jangka pendek adalah kinerja saham dalam jangka waktu kurang dari satu tahun. Menurut Ritter (1991), faktor yang bisa menjelaskan terjadinya *underperformance* adalah kesalahan dalam pengukuran risiko, *bad luck* dan terlalu optimisnya investor terhadap

prospek perusahaan. Aggarwal (1993) meneliti kinerja IPO di negara-negara Amerika Latin (Brasil, Chili, Meksiko) untuk periode 1980 sampai 1990. Hasil yang ditemukan di tiga negara ini konsisten dengan pola yang ditemukan di negara lain, termasuk Indonesia (Prastiwi dan Kusuma, 2001) yaitu kinerja jangka pendek positif.

Kinerja jangka panjang adalah kinerja saham dalam jangka waktu lebih dari satu tahun. Dari penelitian Arosio (2001) yang menguji mengenai fenomena *underperformance* pada kinerja periode jangka panjang dari IPO yang dilakukan di Italia. Hasil yang didapatkan pada sebagian besar IPO yang terjadi mengalami *outperformance* setelah 1, 5, dan 10 hari perdagangan dan setelah 2 atau 3 tahun perdagangan akan mengalami *underperformance* di pasar, meskipun *return* saham IPO yang terjadi di era 80-an tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan dengan *return* saham-saham lainnya. Kooli dan Suret (2002) dalam penelitiannya mengenai perilaku dari saham IPO di Kanada. Didapatkan hasil bahwa secara signifikan kinerja periode jangka panjang dari IPO di Kanada mengalami *underperformance* pada pasar yang sama.

Prastiwi dan Kusuma (2001) meneliti mengenai kinerja surat berharga setelah penawaran perdana di Indonesia dengan melihat perbedaan dari kinerja periode jangka panjang pendek dan periode jangka panjang. Didapatkan hasil bahwa kinerja surat berharga pada periode jangka pendek cukup baik (*outperformance*) sedangkan kinerja periode jangka panjang mengalami penurunan (*underperformance*). Terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja jangka pendek dan kinerja jangka panjang pada surat berharga yang dibeli pada harga perdana.

Hipotesis Penelitian

Hipotesis dalam penelitian ini dinyatakan dalam bentuk hipotesis alternatif sebagai berikut :

- H1: Dalam Jangka Pendek Kinerja saham setelah IPO mengalami *outperformed*
- H2: Dalam Jangka Panjang Kinerja saham setelah IPO mengalami *underperformed*
- H3: Terdapat perbedaan Kinerja Saham jangka pendek dan Jangka Panjang

METODE PENELITIAN

Jenis, Sumber dan Metode Pengumpulan Data

Jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian komparatif yaitu mencari perbedaan kinerja saham periode jangka pendek dan periode jangka panjang setelah penawaran umum perdana. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Secara spesifik data yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga perdana (*offering price*), *Closing price* perusahaan sampel dan indeks harga saham gabungan 1 bulan, 3 bulan (untuk kinerja jangka pendek) dan 24 bulan (untuk kinerja jangka panjang) setelah perusahaan perusahaan tersebut listing di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Data yang dikumpulkan adalah data perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) pada periode Januari 2010 sampai dengan Desember 2012, sehingga keseluruhan data yang dikumpulkan adalah data dari bulan Januari 2010 sampai dengan data bulan Desember 2014. Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah

metode dokumentasi, yaitu berupa mengumpulkan, mencatat, dan mengkaji data sekunder yang telah diterbitkan Bursa Efek Indonesia (BEI), dan *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. Penelitian ini juga menggunakan metode kepustakaan, karena memanfaatkan berbagai macam pustaka yang relevan dengan fenomena yang tengah diamati, seperti jurnal, skripsi, maupun artikel-artikel yang terkait dengan penelitian

Populasi dan Sampel

Populasi sasaran dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang melakukan penawaran perdana atau *initial public offering* (IPO) dari bulan Januari tahun 2010 sampai dengan bulan Desember tahun 2012. Jumlah perusahaan yang melakukan penawaran perdana di BEI dari bulan Januari tahun 2010 sampai dengan bulan Desember tahun 2012 sebanyak 71 Perusahaan.

Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*. Adapun ketentuan pemilihan sampel didasarkan pada kriteria sebagai berikut:

- Perusahaan melakukan IPO periode Januari 2010 sampai dengan Desember 2012
- Perusahaan yang masih aktif melakukan perdagangan saham 1 bulan, 3 bulan 6 bulan dan 24 bulan setelah melakukan penawaran umum perdana (IPO).
- Harga perdana dan data harga penutupan hari pertama tersedia.
- Data harga saham bulanan, serta Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mulai bulan Januari 2010 – Desember 2014.

Dari kriteria tersebut di atas, diperoleh sebanyak 44 perusahaan dengan rincian yang tersaji dalam tabel 2 berikut:

Tabel 2
Kriteria Pengambilan Sampel

KETERANGAN	2010	2011	2012	TOTAL
Perusahaan yang melakukan IPO	23	25	23	71
Data harga saham tidak lengkap	7	11	9	27
Total sampel	16	14	14	44

Sumber: KSEI, data diolah 2016

Definisi Operasional Variabel

Variabel penelitian pada dasarnya adalah segala sesuatu yang berbentuk apa saja yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari sehingga diperoleh informasi tentang hal tersebut, kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono: 2011: 2). Untuk menghindari adanya interpretasi yang berbeda mengenai definisi operasional, maka dijelaskan beberapa hal sebagai berikut :

- Kinerja Saham yang dimaksud dalam penelitian ini adalah rata-rata return yang dihitung dengan *Market adjusted Abnormal Return*, dalam hal ini juga dihitung *Wealth Relative* untuk mendukung hasil pengujian *Market Adjusted Abnormal Return*. Kedua persamaan tersebut dikembangkan oleh Aggrawal et al (1993).

- b) Kinerja Jangka Pendek adalah Kinerja saham perusahaan 1 bulan setelah IPO dan 3 bulan setelah IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI)
- c) Kinerja Jangka Panjang adalah kinerja saham 24 bulan setelah listing di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Adapun operasionalisasi variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Menghitung *Return* Total saham setiap periode dengan rumus :

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,0}} - 1$$

Dimana

$R_{i,t}$ = total *Return*

$P_{i,t}$ = Harga Saham pada saat t

$P_{i,0}$ = Harga Saham pada saat penawaran (*offering price*)

2. Menghitung *Return* Pasar setiap periode dengan rumus :

$$R_{m,t} = \frac{P_{m,t}}{P_{m,0}} -$$

Dimana

$R_{m,t}$ = *Return* Indeks Pasar

$P_{m,t}$ = Nilai Indeks Pasar Pada saat t

$P_{m,0}$ = Nilai Indeks Pasar pada saat penawaran (*offering price*)

3. *Market Adjusted Abnormal Return* untuk setiap perusahaan yang melakukan IPO pada hari ke t dengan rumus :

$$AR_{i,t} = \left(\frac{(1 + R_{it})}{(1 + R_{mt})} - 1 \right) \times 100\%$$

Dimana

$AR_{i,t}$ = *Market Adjusted Abnormal Return*

$R_{i,t}$ = Total *Return* Saham

$R_{m,0}$ = Total *Return* Pasar

Teknik Analisis Data

Hipotesis dalam penelitian ini akan diuji dengan menggunakan statistik parametrik. Hipotesis 1 dan Hipotesis 2 diuji dengan *one sample t test*. Hipotesis 3 diuji dengan *paired sample t-test*. Normalitas data diuji dengan Kolmogorov Smirnov test. Adapun tahapan tahapan dalam teknik analisis data adalah sebagai berikut :

- 1 *Abnormal Return* digunakan sebagai pengukur kinerja surat berharga dengan kriteria sebagai berikut :

Abnormal Return > 0, menunjukkan *outperformed*

Abnormal Return < 0, menunjukkan *underperformed*

- 2 Kinerja saham dalam penelitian ini juga diukur dengan *Wealth Relative* sebagai berikut :

$$WR = \frac{1 + \left(\frac{1}{N}\right) \sum_{i=1}^n R_{i,t}}{1 + \left(\frac{1}{N}\right) \sum_{i=1}^n R_{m,t}}$$

Dimana

N = Jumlah sampel dalam 1 periode

R_{i,t} = Total Return Saham

R_{m,t} = Total Return Pasar

Perhitungan *wealth relative* ini dimaksudkan untuk menginterpretasikan total *return* secara kelompok setiap periode. Perhitungan ini juga dilakukan untuk mendukung hasil pengujian yang dilakukan dengan *abnormal return* sebelumnya. Kriteria pengukuran yang digunakan adalah sebagai berikut :

WR > 1 menunjukkan kinerja yang *outperformed*

WR < 1 menunjukkan kinerja yang *underperformed*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Berdasarkan penelitian yang dianalisis dengan menggunakan SPSS versi 19.0 diperoleh angka statistik deskriptif pada *abnormal return* kinerja saham jangka pendek dan *abnormal return* kinerja saham jangka panjang untuk 44 perusahaan yang melakukan penawaran perdana (IPO) tersebut dapat dilihat pada Tabel 3. sebagai berikut:

Tabel 3
Mean, Standar Deviasi, Standar Error, Nilai Maksimum
dan Nilai Minimum *Abnormal Return*

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Error	Std. Deviation
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic
BULAN_1	44	-.36731	3.99543	.4955673	.12065264	.80031909
BULAN_3	44	-.39221	3.54626	.5123087	.11856890	.78649708
BULAN_6	44	-.52727	3.23088	.5108677	.13445841	.89189620
BULAN_24	44	-.82506	2.99575	.2159531	.13039483	.86494144
Valid N (listwise)	44					

Sumber : Hasil SPSS 19,0 data diolah 2015

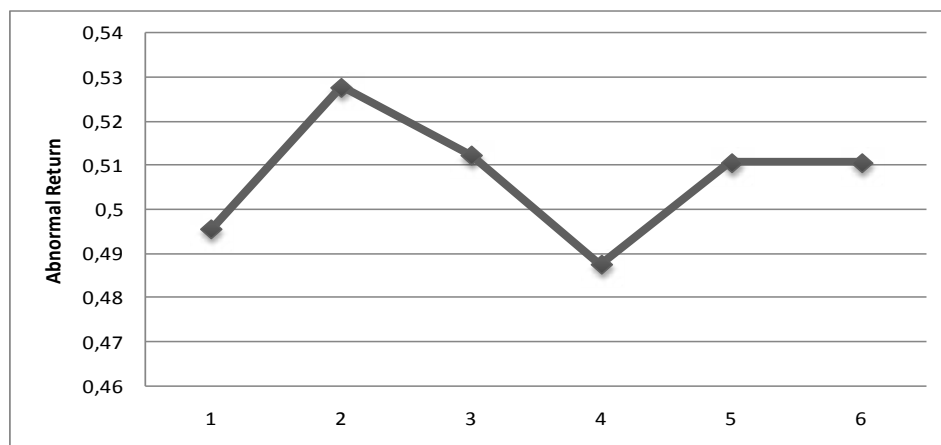
Berdasarkan Tabel 3. dapat diketahui besarnya nilai rata-rata, standar deviasi, *standard error*, nilai maksimum dan nilai minimum dari *abnormal return* pada periode jangka pendek

selama bulan 1, bulan 3 dan bulan 6 (AR_JPE) dan periode jangka panjang selama 24 bulan (AR_JPA). Nilai *mean* pada bulan 1 sebesar 0,4956 menunjukkan bahwa apabila investor membeli saham pada penawaran perdana dan menyimpannya selama periode 1 bulan, maka investor akan mendapatkan rata-rata *abnormal return* sebesar 49,56%. Untuk nilai *mean* periode 3 bulan sebesar 0,51231 menunjukkan bahwa apabila investor membeli saham pada penawaran perdana dan menyimpannya selama periode 3 bulan, maka investor akan mendapatkan rata-rata *abnormal return* sebesar 51,23%. Sedangkan nilai *mean* pada periode jangka panjang sebesar 0,21595 menunjukkan bahwa apabila investor membeli saham pada penawaran perdana dan menyimpannya selama periode jangka panjang (24 bulan), maka investor akan mendapatkan rata-rata *abnormal return* sebesar 21,59%.

Standar deviasi pada periode 1 bulan sebesar 0,80032 menunjukkan besarnya risiko yang harus ditanggung oleh investor apabila investor tersebut membeli saham pada penawaran perdana dan menyimpannya selama 1 bulan yaitu sebesar 80,03%. Standar deviasi pada periode 6 bulan sebesar 0,89189 menunjukkan besarnya risiko yang harus ditanggung oleh investor apabila investor tersebut membeli saham pada penawaran perdana dan menyimpannya selama 6 bulan yaitu sebesar 89,19%. Standar deviasi pada periode jangka panjang (24 bulan sebesar 0,86494 yang menunjukkan besarnya risiko yang harus ditanggung oleh investor apabila ia membeli saham pada penawaran perdana dan menyimpannya selama 24 bulan sebesar 86,49%. Standar error menunjukkan nilai penyimpangan *abnormal return* dari rata-ratanya, semakin besar nilai standar error maka semakin besar penyimpangan *abnormal return* dari rata-ratanya.

Kinerja Saham Jangka Pendek

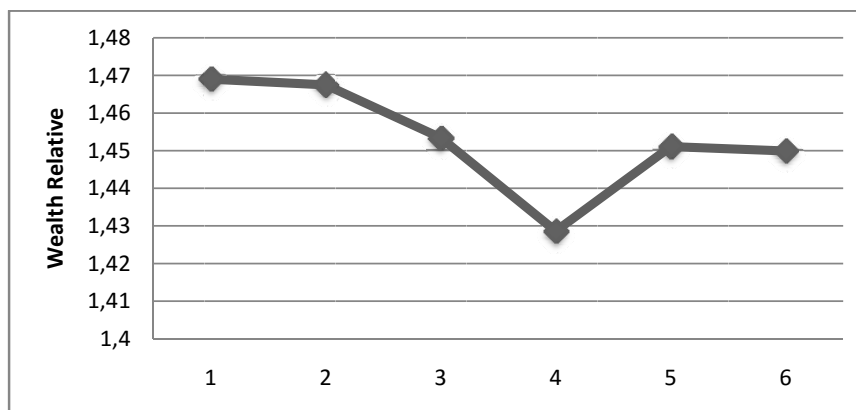
Kinerja saham jangka pendek diukur dengan *abnormal return* jangka pendek yang dihitung dengan menggunakan *market-adjusted* model karena model ini mengestimasi *return* sekuritas sebesar *return* indeks pasarnya sehingga tidak perlu menggunakan periode estimasi. *Return* sekuritas didapat dari harga saham 1 bulan, 3 bulan dan 6 bulan setelah penawaran perdana. *Return* indeks pasar yang digunakan adalah harga saham IHSG 1 bulan, 3 bulan dan 6 bulan setelah penawaran perdana selama periode pengamatan. Gambar 1. menunjukkan rata-rata *abnormal return* kinerja saham jangka pendek dari semua perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini.



Gambar 1
Rata-rata *Abnormal Return* Kinerja Jangka Pendek

Berdasarkan gambar 1, dapat diketahui nilai rata-rata *abnormal return* kinerja jangka pendek selama 6 bulan menunjukkan kecenderungan berfluktuasi walaupun begitu keadaan tingkat pengembalian masih terbilang baik melihat dari keseluruhan periode mempunyai nilai yang positif ($AR > 0$). Nilai yang positif ini mempunyai arti bahwa kinerja saham jangka pendek dari perusahaan mengalami *outperformed*. Rata-rata *abnormal return* pada bulan ke 2 setelah penawaran perdana (IPO) sebesar 0.5279 mengalami peningkatan dari bulan sebelumnya, dimana pada bulan 1 setelah penawaran perdana (IPO) sebesar 0.4956. Pada bulan ke 3 setelah penawaran perdana (IPO) rata-rata *abnormal return* mengalami penurunan menjadi sebesar 0.5123 dan pada bulan ke 4 penurunan itu semakin menguat menjadi sebesar 0.4876. Pada bulan ke 5 terjadi kenaikan dengan nilai rata-rata *abnormal return* sebesar 0.51086. Bulan ke 6 setelah penawaran perdana (IPO), nilai rata-rata *abnormal return* sebesar 0.51087 mengalami peningkatan dari bulan ke 5 setelah penawaran perdana (IPO).

Untuk menginterpretasikan total *return* secara kelompok (grup) setiap periode dihitung *Wealth Relative* sebagai pengukur kinerja saham. Disamping itu digunakan uji *one sample t-test* untuk menguji apakah kinerja jangka pendek secara statistik mengalami *outperformed*. Perhitungan *Wealth Relative* ini dilakukan untuk mendukung hasil pengujian yang dilakukan pada perhitungan sebelumnya yang menunjukkan besarnya rata-rata *return*. Gambar 2. berikut ini menunjukkan nilai *Wealth Relative* periode jangka pendek.



Gambar 2.

***Wealth Relative* Jangka Pendek Perusahaan yang Melakukan IPO
Periode 2010 sampai dengan 2012**

Berdasarkan gambar 2. dapat diketahui bahwa *wealth relative* dari bulan 1 sampai bulan ke 6 mempunyai nilai yang > 1 . Hal ini berarti kinerja saham dalam periode jangka pendek mengalami *outperformed*. Selama enam bulan setelah IPO nilai *wealth relative* perusahaan mengalami fluktuasi. Dari bulan ke 1 nilai *wealth relative* perusahaan yang melakukan IPO sebesar 1,46901 dan kecenderungan mengalami penurunan sampai dengan bulan ke 4 menjadi 1,42858 dan meningkat lagi di bulan ke 5 menjadi 1,45107 kemudian mengalami penurunan di bulan ke 6 menjadi 1,44990.

Tabel 4. memberikan gambaran Kinerja Jangka pendek saham setelah IPO dengan menggunakan uji *one sample t-test*. Berdasarkan uji *one sample t-test* diketahui bahwa kinerja jangka pendek saham perusahaan yang melakukan IPO (1 bulan, 3 bulan dan 6 bulan) adalah *outperformed*, signifikan pada level 1%. Hal ini berarti bahwa hipotesis

1 yang menyatakan bahwa kinerja saham jangka pendek perusahaan yang melakukan IPO mengalami *outperformed* diterima. Kinerja saham jangka pendek yang mengalami *outperformed* (peningkatan kinerja saham) tersebut terjadi karena dalam jangka pendek terdapat fenomena *underpricing*, dimana harga saham perdana mengalami *underpriced*, sehingga diperoleh *abnormal return* yang positif.

Tabel4.

Kinerja JangkaPendek Saham Setelah Melakukan IPO

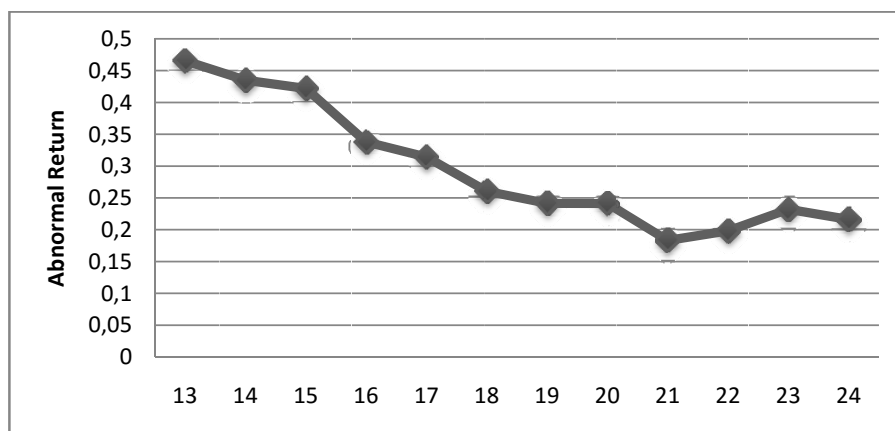
Jangka Waktu Setelah IPO	Jumlah Sampel	t Statistik	Sig. (2-tailed)	Mean	Wealth Relative
AR_1BULAN	44	4.107	.000	.495567	1.46901
AR_3BULAN	44	4.321	.000	.512309	1.45340
AR_6BULAN	44	3.799	.000	.510868	1.44990

Sumber : Hasil SPSS 19.0 data diolah, 2015.

Kinerja Saham Jangka Panjang

Kinerja saham jangka panjang diukur dengan *abnormal return* jangka panjang yang dihitung sama seperti kinerja saham jangka pendek, dengan menggunakan *market-adjusted* model karena model ini mengestimasi *return* sekuritas sebesar *return* indeks pasarnya sehingga tidak perlu menggunakan periode estimasi. *Return* sekuritas yang digunakan dalam mengukur *abnormal return* didapat dari harga saham penutupan 24 bulan setelah penawaran perdana, sedangkan *return* indeks pasar yang digunakan adalah harga saham penutupan IHSG 24 bulan setelah penawaran perdana selama periode pengamatan.

Berdasarkan hasil perhitungan diketahui bahwa dari 44 perusahaan yang melakukan IPO 59,09 % atau sebanyak 26 perusahaan mengalami kinerja *underperformed* dalam jangka panjang dan sebanyak 18 perusahaan atau sebesar 40,91 % mengalami kinerja *outperformed* dalam jangka panjang. Rata-rata *Abnormal return* perusahaan yang melakukan IPO pada jangka panjang (24 bulan) sebesar 21,60% yang berarti bahwa kinerja jangka panjang perusahaan yang melakukan IPO mengalami *outperformed*.



Gambar 3.

Rata-rata *Abnormal Return*Jangka Panjang Perusahaan yang

Melakukan IPO Periode 2010 sampai dengan 2012

Gambar 3. menunjukkan nilai rata-rata *abnormal return* kinerja jangka panjang. Nilai rata-rata *abnormal return* kinerja jangka panjang ini mempunyai nilai yang positif, dimana dari keseluruhan periode jangka panjang nilai yang dihasilkan memiliki nilai yang lebih dari nol di setiap bulannya. Hal tersebut menandakan bahwa kinerja saham dalam jangka panjang setelah penawaran perdana mengalami *outperformed*.

Berdasarkan gambar3. pada bulan ke 13 setelah penawaran perdana (IPO) nilai rata-rata *abnormal return* sebesar 0.4654. setelah bulan ke 13 ada kecenderungan kinerja saham perusahaan mengalami penurunan sampai dengan bulan ke 21. Pada bulan ke 22 dan ke 23 kinerja saham mengalami peningkatan, tetapi dibulan ke 24 kinerja saham kembali mengalami penurunan dimana *abnormal return* perusahaan hanya sebesar 0.21595. Hal ini memperlihatkan bahwa semakin lama investor memegang sahamnya maka semakin tinggi risikonya akan mengalami kerugian.

Untuk menginterpretasikan total *return* secara kelompok (grup) setiap periode dihitung *Wealth Relative* sebagai pengukur kinerja saham. Disamping itu digunakan uji *one sample t-test* untuk menguji apakah kinerja jangka panjang secara statistik mengalami *outperformed*. Perhitungan *Wealth Relative* ini dilakukan untuk mendukung hasil pengujian yang dilakukan pada perhitungan sebelumnya yang menunjukkan besarnya rata-rata *return* Nilai *Wealth Relative* dan uji *one sample t test* kinerja jangka panjang perusahaan yang melakukan IPO dapat dilihat pada tabel 5.

Tabel5.

Kinerja Jangka Panjang Saham Setelah Melakukan IPO

Jangka Waktu Setelah IPO	Jumlah Sampel	t Statistik	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Wealth Relative
AR_24BULAN	44	1.656	.105	.2159531	1.1625118

Sumber : Hasil SPSS 19.0, data diolah 2015

Berdasarkan uji *one sample t-test* diketahui bahwa kinerja jangka panjang saham perusahaan yang melakukan IPO (24 bulan) adalah *underperformed*, tidak signifikan pada level 5%. Hal ini berarti bahwa hipotesis 2 yang menyatakan bahwa kinerja saham jangka panjang perusahaan yang melakukan IPO mengalami *underperformed* ditolak. Hal ini disebabkan karena rata-rata nilai *abnormal return* saham jangka panjang lebih besar dari nol, meskipun lebih banyak perusahaan yang mengalami kinerja *underperformed* daripada *outperformed*. Hasil ini didukung dengan nilai *wealth relative* dari perusahaan yang melakukan IPO pada bulan ke 24 lebih besar dari 1 yaitu sebesar 1.1625118.

Kinerja saham jangka panjang meskipun mengalami *outperformed* berdasarkan perolehan rata-rata *abnormal return*, tetapi kecenderungannya mengalami penurunan, ini terjadi karena adanya informasi asimetrik. Dalam jangka panjang, secara rata-rata saham IPO berada pada posisi yang menurun sebab: (1) pada pasar sekunder, harga yang terjadi (*equilibrium*) secara rata-rata lebih tinggi dibandingkan harga yang mencerminkan keseluruhan informasi, (2) harga pasar berada pada kisaran harga yang mencerminkan keseluruhan informasi (Ronni, 2003).

Perbedaan Kinerja Saham Jangka Pendek dan Jangka Panjang

Perbedaan kinerja saham jangka pendek dan jangka panjang sesuai hipotesis ketiga diuji menggunakan *paired sample t-test*, hasil pengujian dapat dilihat pada tabel 6. Berdasarkan tabel 6 pengujian terhadap hipotesis ketiga menunjukkan hasil yang signifikan. Hasil ini memberikan arti bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja saham jangka pendek (1 bulan, 3 bulan dan 6 bulan) dengan kinerja saham jangka panjang (24 bulan) pada perusahaan yang melakukan IPO tahun 2010 sampai dengan tahun 2012. Pada pengujian *abnormal return* 1 bulan dengan 24 bulan memperlihatkan nilai t statistik sebesar 1,967 dengan nilai signifikansi 0,05 yang berarti terdapat perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* 1 bulan dengan *abnormal return* 24 bulan. Hal yang sama juga ditemukan pada pengujian *abnormal return* 3 bulan dan 6 bulan dengan *abnormal return* 24 bulan yang memperlihatkan nilai t statistik sebesar 2.304 dan 2.319 dengan nilai signifikansi sebesar 0.0260 dan 0.0252 yang berarti terdapat perbedaan yang signifikan *abnormal return* 3 bulan dan 6 bulan dengan *abnormal return* 24 bulan. Dengan demikian maka hipotesis ketiga yang menyatakan terdapat perbedaan antara kinerja saham jangka pendek dan kinerja saham jangka panjang terbukti secara empiris.

Tabel 6
Hasil Uji Beda Rata-Rata Kinerja Saham
Jangka Pendek dan Jangka Panjang

Periode Mean		Paired Differences		t	Sig. (2-tailed)
		Std. Deviation			
Pair 1	AR_1BULAN - AR_24BULAN	.2796142	.9430077	1.967	0.0500
Pair 2	AR_3BULAN - AR_24BULAN	.2963557	.8530434	2.304	0.0260
Pair 3	AR_6BULAN - AR_24BULAN	.2949147	.8434344	2.319	0.0252

Sumber : Hasil SPSS 19.0 data diolah 2015

Adanya perbedaan antara kinerja saham jangka pendek dan jangka panjang disebabkan karena dalam jangka panjang *abnormal return* perusahaan cenderung mengalami penurunan meskipun nilai *abnormal return*nya positif dan *wealth relatifnya* lebih dari 1. Penurunan nilai *abnormal return* dalam jangka panjang menyebabkan adanya perbedaan harga saham secara signifikan setelah 24 bulan perusahaan melakukan IPO jika dibandingkan dengan harga saham pada 1 bulan, 3 bulan dan 6 bulan setelah perusahaan IPO. Investor yang menahan saham hingga 24 bulan setelah IPO tetap mendapatkan *abnormal return* tetapi tidak sebesar *abnormal return* pada jangka pendek. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Anggarwal & Conroy (2000), Prastiwi dan Kusuma (2001), Indarti, dkk (2004), serta Maria (2011) yang mengatakan bahwa terdapat perbedaan antara kinerja saham jangka pendek dengan kinerja saham jangka panjang.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa:

1. Kinerja saham jangka pendek (1 bulan, 3 bulan dan 6 bulan) diukur melalui *abnormal return* dan *wealth relative* menunjukkan kinerja *outperformed* (*abnormal return* positif dan *wealth relative* lebih dari 1). Hipotesis 1 yang menyatakan bahwa dalam Jangka Pendek Kinerja saham setelah IPO mengalami *outperformed* signifikan secara statistik pada level 5 %.
2. Kinerja saham jangka panjang (24 bulan) diukur melalui *abnormal return* dan *wealth relative* menunjukkan kinerja *outperformed* (*abnormal return* positif dan *wealth relative* lebih dari 1). Hipotesis 2 yang menyatakan bahwa dalam Jangka panjang Kinerja saham setelah IPO mengalami *outperformed* tidak signifikan secara statistik pada level 5%.
3. Terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja saham periode jangka pendek (6 bulan) dengan kinerja saham periode jangka panjang (24 bulan) pada perusahaan yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2011.

Saran

Dengan berbagai keterbatasan dalam penelitian ini, beberapa saran yang dapat disampaikan oleh peneliti adalah sebagai berikut :

1. Besar kecilnya tingkat *underpricing* sangat mempengaruhi kinerja saham setelah melakukan *initial public offering* (IPO) karena *underpricing* merupakan beban biaya tidak langsung bagi perusahaan. Oleh sebab itu penelitian selanjutnya sebaiknya melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *underpricing*.
2. Emiten/Calon Emiten sebaiknya berhati-hati dalam menentukan *offering price* sehingga tingkat *underpricednya* tidak terlalu tinggi.
3. Sesuai dengan hasil penelitian ini maka investor sebaiknya membeli saham perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana dan menahan saham tersebut sampai dengan akhir bulan keenam karena investor akan mendapatkan keuntungan dari hari pertama perdagangan menuju akhir bulan keenam perdagangan (jangka Pendek) karena kinerja saham setelah IPO dalam jangka Pendek mengalami *outperformed*.

DAFTAR PUSTAKA

- Aggrawal, R, Leal R dan Hernandez L, 1993, *The Aftermarket Performance of Initial Public Offering in Latin America*, Financial Management, vol 22, Tampa, Spring; pp 42-53
- Ang, Robbert. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Mediasoft Indonesia
- Darmadji, Tjiptono. dan Fakhruddin, Hendy M. 2008. *Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta: Salemba Empat
- Eduardus Tandelilin. 2010. *Portofolio dan Investasi*. Yogyakarta: Kanisius.

- Fama, E. F., 1970. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", Journal of Finance 25, Hala 383-417
- Ghazali, Imam. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Guntoro, Adhi dan Harahap, Tatiek N. 2008. *Analisis Perbedaan Kinerja Saham Jangka Pendek Dan Jangka Panjang Pada Perusahaan Initial Public Offering (IPO) Di Pasar Modal Indonesia*. Jurnal Riset Bisnis Indonesia Vol.4 No.2, Juli 2008.
- Handayani, Sri Retno. 2008. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing pada Penawaran Umum Perdana (Studi Kasus pada Perusahaan Keuangan yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta Tahun 2000-2006)*. Tesis, MM Universitas Diponegoro, Semarang.
- Hartanto, Immanuel Bakti. dan Ediningsih, Sri Isworo. 2004. *Kinerja Harga Saham setelah Penawaran Perdana (IPO) pada Bursa Efek Jakarta*. Usahawan, No. 08, TH XXXIII
- Husnan, Suad, 2001, *Dasar-dasar teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Yogyakarta, UPP AMP YKPN
- Ibbotson, Roger G. (1975); *Price Performance of Common Stock New Issues*; Journal of Financial Economics, Vol. 2; pp. 235 – 272.
- Jogiyanto Hartono 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BFE Yogyakarta.
- Jones, Charles P. 2002. *Investments : Analysis and Management*. 8 th Edition. New York: John Wiley and Sons. Inc.
- Kunz R M dan Aggrawal R, 1994, *Why Initial Public Offering are underpriced: Evidence from Switzerland*, Journal of Banking and Finance, vol 18; pp 705-723
- Loughran, Tim. and Ritter, Jay R. 1995. *The New Issues Puzzle*. The Journal of Finance, Vol. L, No. 1, pp. 23-51
- Maria.S, Eva, 2011. *Analisis Kinerja Saham Jangka Panjang Perusahaan yang Melakukan Initial Public Offering di Bursa Efek Indonesia*, Majalah Ilmiah Solusi Unsika ISSN 1412-86676 Vol. 10 No. 20.
- Mediaswati, Harlina. 2008. *Kinerja Jangka Panjang pada IPO (Initial Public Offering) di Indonesia Periode 1991-1993*. Majalah Ekonomi, Tahun XVIII, No. 2
- Prastiwi, Arum. 2001. *Analisis Kinerja Surat Berharga Setelah Penawaran Perdana (IPO) di Indonesia*. Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia. Vol. 16, No. 2, h. 177-187
- Ritter, Jay R, 1991. *The Long Run Performance of Initial Public Offerings*, The Journal of Finance, Vil. XLVI, No.1.
- Sunariyah. 2006. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN
- Tambunan, Andy Porman. 2013. *Analisis Saham Pasar Perdana (IPO)*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo Tandelilin,

Eduardus. 2010. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta

Yanuarda RE, Ramel. dan Taqwa, Salma. 2007. *Fenomena Underperform pada Saham-saham IPO di Bursa Efek Jakarta*. *Jurnal Economac*, Vol. 7, No. 2, Oktober 2007, h. 61-70