

STUDI TENTANG KINERJA KEUANGAN DAN TINGKAT PENGEMBALIAN SAHAM DALAM FENOMENA *UNDERPRICING INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO)* DI BURSA EFEK INDONESIA

Subur Harahap

Institut Bisnis Nusantara
Jl. D.I. Panjaitan Kav. 24 Jakarta 13340
(021) 8564932

ABSTRAK

Sudah menjadi keyakinan umum bagi investor pasar modal, bahwa kinerja keuangan perusahaan terbuka akan mempengaruhi tingkat *return* saham di masa yang akan datang. Namun demikian terdapat satu hal yang masih diperdebatkan yaitu pengaruh kinerja keuangan terhadap *underpricing*. Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh kinerja keuangan pada *underpricing* dan *return* saham jangka panjang di bursa efek Indonesia (BEI). Sampel penelitian ini terdiri dari 19 saham *underpricing* yang diambil dari populasi 31 perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana (IPO) pada kurun waktu 2015 s.d. 2016. Penelitian ini menggunakan teknik regresi berganda untuk menguji hipotesa. Penelitian ini menyimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh kinerja keuangan terhadap *underpricing* dan *return* saham jangka panjang. Selain itu, penelitian ini tidak menemukan bukti empiris tentang pengaruh *underpricing* terhadap *return* saham jangka panjang.

Kata Kunci: kinerja keuangan, saham, *Initial public offering* (IPO)

PENDAHULUAN

Underpricing dalam pelaksanaan penawaran saham perdana (IPO) adalah fenomena umum di hampir semua bursa saham di dunia, namun demikian beberapa penelitian yang dilakukan sebelumnya menemukan bahwa faktor yang mempengaruhi *underpricing* sangat beragam untuk setiap kasus yang diteliti. Lounghran et al. (1994) mendokumentasikan bahwa faktor-faktor yang berkontribusi terhadap *underpricing* tidak selalu konsisten dari satu penelitian dengan penelitian lainnya, sangat tergantung kepada karakteristik perusahaan dan kondisi perekonomian negara bursa pengaruh tersebut berada. Ibbotson (1975), Jegadeesh et al. (1993), Carter dan Manaster (1990), dan Michaely dan Shaw (1994) menguji pengaruh dari karakteristik perusahaan termasuk ukuran perusahaan, harga penawaran, reputasi *underwriter*, dan faktor-faktor risiko atas *underpricing* dan mereka menemukan bahwa semua karakteristik tidak secara simultan mempengaruhi *underpricing*.

Bharbra dan Pettway (2000) menemukan bahwa kinerja keuangan yang disajikan dalam prospektus penawaran perdana dapat mempengaruhi *underpricing* dan *return* saham jangka panjang paska penawaran saham perdana. Lawellen (2004), memprediksi *underpricing* dan *return* saham jangka panjang dengan menggunakan kinerja keuangan dari tahun 1963 sampai dengan tahun 2000, menemukan bahwa kinerja tidak mempengaruhi *underpricing* tetapi hal ini sangat mempengaruhi *return* saham jangka panjang secara signifikan. Penemuan ini menekankan bahwa penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Jarrell dan Darkey (1992), Jain dan Kini (1994), Aydogan dan Gursoy (2000), dan hal itu didukung oleh Sivaprasad dan Muradoglu (2010).

Dalam studi tentang kinerja keuangan dan *return* saham dalam fenomena *underpricing* pada saat pelaksanaan IPO di bursa efek Indonesia, penelitian ini dilakukan dengan pertimbangan bahwa penawaran saham perdana di Indonesia banyak mengalami kondisi *underpricing*. Hakiman (2005) menemukan bahwa 104

dari 143 (72,72%) saham yang melakukan IPO di bursa efek Indonesia dari tahun 1996 sampai dengan 2004, mengalami *underpricing*. Likewise, Irfani (2011a) menemukan bahwa 64 dari 78 (82,05%) saham yang melakukan IPO di bursa efek Indonesia dari tahun 2003 sampai dengan 2008, mengalami *underpricing*.

Beberapa studi terdahulu yang didokumentasikan menyatakan bahwa fenomena *underpricing* tidak hanya terjadi di bursa efek Indonesia, tetapi terjadi juga di banyak bursa efek di berbagai negara. McGuiness (1992), Sufar (1987), dan Ismail et al. (1993) memiliki penemuan indikasi yang sama, yaitu *underpricing* terjadi di banyak bursa efek, berbagai jenis sampel, berbagai periode, dan berbagai tingkat. Aggarwal et al. (1993) menemukan bahwa tingkat *underpricing* di Brazil Stock Exchange mencapai 78.51%; Loughran dan Ritter (2004) menemukan 31.42% tingkat *underpricing* di Singapore Stock Exchange dan 13,60% di Turkey Stock Exchange; Lowry et al. (2006) menemukan 22,00% tingkat *underpricing* di United State of America (US Stock Exchange); dan Taufil (2007) menemukan sebesar 46,44% tingkat *underpricing* di Malaysia Stock Exchange.

McDonald dan Fisher (1972), Ibbotson (1975), dan Muscarella dan Vetsuypens (1989a) telah menulis kejadian *underpricing* pada saat IPO, dimana secara statistik sangat signifikan di bursa efek di negara maju misalnya di Amerika Serikat dan Eropa. Rock (1986) menemukan bahwa indikasi *underpricing* timbul akibat terdapat *asymmetric information* diantara para investor di bursa efek. Perusahaan sengaja menurunkan harga saham dalam untuk menggerakkan investor yang belum memperoleh informasi. Beatty dan Ritter (1986) mempermasalahkan bahwa fenomena *underpricing* telah diuji dan dipelajari secara luas dalam *literatur review* dari hasil penelitian, tetapi sampai saat ini belum ada yang mampu menjelaskan variable kontribusi yang nyata terhadap kejadian fenomena ini, sehingga mereka menyimpulkan bahwa *underpricing* adalah merupakan ketidakpastian pasar.

Ritter (1991), Loughran dan Ritter (1995, Ritter (1998), dan Purnanandam dan Swaminathan (2002) menulis bahwa *underpricing* jangka pendek memiliki pengaruh yang lemah terhadap kinerja jangka panjang tiga tahun paska pelaksanaan penawaran saham perdana. Merujuk kepada penemuan sebelumnya, studi ini juga akan menguji pengaruh dari *underpricing* terhadap *return* saham jangka panjang di bursa efek Indonesia selama dua tahun paska penawaran saham perdana. Tingkat *return* saham yang akan diuji dalam penelitian ini adalah *return* saham tahun 2017. Studi ini mengambil sample dari penawaran saham perdana pada periode tahun 2015 sampai dengan tahun 2016, hal ini mengindikasikan bahwa *return* saham tahun 2017 akan menjelaskan masing-masing secara berurutan, urutan pertama saham IPO tahun 2015, urutan kedua saham IPO tahun 2016.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh kinerja keuangan atas *underpricing* dan untuk menguji pengaruh kinerja keuangan secara simultan dengan *underpricing* untuk periode 2015 - 2016.

LANDASAN TEORI

Fenomena *underpricing* dalam bursa saham.

Irfani (2011a) menggambarkan *underpricing* sebagai sebuah kondisi dimana harga saham pada saat IPO lebih kecil dibandingkan dengan harga penutupan pada hari pertama perdagangan di pasar kedua. Fenomena *underpricing* hampir terjadi di seluruh bursa efek di dunia, namun hasil studi sebelumnya menemukan tidak ada jawaban yang pasti mengenai variable prediksi terhadap terjadinya *underpricing* dan pengaruhnya terhadap *return* saham jangka panjang (Loughran et al. 1994), Loughran dan Ritter, 2004).

Sehubungan dengan ketidakpastian variable prediksi atas *underpricing* dan kondisi yang dihasilkan, Lowry et al. (2006), menyatakan bahwa diskusi mengenai *underpricing* akan selalu menjadi aktual sampai dengan ide yang jelas ditemukan mengenai bagaimana hal ini terjadi dan pengaruhnya terhadap *return* saham secara jangka panjang.

Sejumlah studi yang ditulis dan didokumentasikan bahwa IPO umumnya mengalami *underpricing*. Bundoo (2007), menyediakan bukti *underpricing* di Mauritius Stock Exchange, Africa dengan menggunakan seluruh populasi dari semua perusahaan yang *go public* pada tahun 1989-2005. Studi ini menemukan bahwa hampir semua perusahaan yang mengalami *underpricing* pada perdagangan saham hari pertama dan 19 perusahaan dari 40 perusahaan memiliki *return* positif untuk tujuh hari berturut-turut setelah pelaksanaan IPO. Hasil pengujian menunjukkan bahwa ukuran besarnya kapitalisasi pasar dari saham dan *return* saham positif adalah variable yang menjelaskan peningkatan tingkat *underpricing* di Mauritius Stock Exchange. Dibawah kondisi peningkatan indeks pasar, semakin besar kapitalisasi harga saham akan menjadikan tingkat yang lebih tinggi terhadap *underpricing* itu sendiri.

Tinic (1988) menulis hasil studi bahwa IPO saham sebagian besar mengalami *underpricing*. Tinic (1988) mengembangkan dan menguji hipotesis *underpricing* sebagai bentuk asuransi terhadap tanggung jawab hukum dan terkait dengan kurangnya reputasi baik dari para *investment banker*. Tinic (1988) menggambarkan kondisi *underpricing* tidak selalu menguntungkan bagi para pihak. Untuk emiten berarti mengorbankan sebagian dari *return* mereka harus diperoleh jika IPO harga lebih tinggi. Untuk *underwriter* yang penghasilannya dalam bentuk komisi, yang dihitung seberapa persen dari hasil IPO, oleh karena itu harga IPO yang rendah mengakibatkan *fee* yang akan diperoleh *underwriter* juga lebih sedikit. Namun demikian, *underpricing* juga bermanfaat bagi *underwriter*, karena semakin besar kemungkinan jumlah saham yang terjual.

Untuk *investor*, mereka memiliki paradigma yang salah, bahwa saham yang dijual pada saat IPO itu kurang dihargai, tetapi menurut data yang ada menyatakan bahwa tidak semua saham IPO kurang dihargai, ada yang dijual dengan harga mahal, sehingga jika niat investor membeli saham hanya karena *underpricing*, mereka kemungkinan besar akan mengalami kerugian. Greenblatt dan Hwang (1989) mengklaim bahwa *underpricing* adalah sinyal dari emiten yang memiliki lebih banyak informasi yang dapat menunjukkan nilai yang akan diharapkan dan varians *return* kepada investor yang kurang memiliki informasi. Bertentangan dengan teori di atas yang menghubungkan antara informasi *underpricing* dan *privat information* yang dimiliki penerbit dan hal ini tidak dimiliki oleh investor. Benveniste dan Spindt (1990) mengatakan bahwa investor yang memiliki informasi dan mengungkapkannya kepada *underwriter* melalui pemesanan sebelum harga penawaran yang ditentukan dan *underpricing* adalah kompensasi atas informasi yang diberikan investor kepada *underwriter*.

Welch (1989) menemukan bukti substansial tentang kegiatan pasar pasca penerbitan perusahaan yang melakukan IPO, emiten yang memasuki pasar dengan niat untuk menerbitkan saham di masa yang akan datang. Namun ada alasan untuk percaya bahwa kenaikan harga akan mempengaruhi pemilik perusahaan kembali pasar dengan memiliki lebih banyak dana yang dihasilkan. Jagadeesh dkk. (1993) menemukan *return* hari pertama adalah sinyal yang sangat efektif mempengaruhi aktivitas penerbitan saham di masa yang akan datang. Sementara itu, Michaely dan Shaw (1994) sepenuhnya ditolak sinyal, karena tidak ada bukti apapun yang dapat menunjukkan bahwa kecenderungan *return* pasar lebih tinggi atau kecenderungan pembayaran dividen yang lebih tinggi akan menyebabkan IPO lebih murah. Penjelasan kelompok pemberi sinyal mengatakan bahwa tindakan emiten yang secara sukarela mengurangi harga IPO

(*underpriced*) adalah menciptakan kesan bagus untuk investor. Knopf dan Teall (1999) juga menemukan banyak sekali bukti empiris tentang keberadaan *underpricing* IPO sebagai anomali. Itulah kenapa masalah *underpricing* dalam penawaran umum perdana (IPO) masih sebagai pusat perhatian dalam literatur keuangan. Menurut Knopf dan Teall (1999), mengukur ketidakpastian harga IPO jauh lebih rumit daripada menentukan harga di penawaran berikutnya (masalah musiman).

Mak et al. (2017), (i) terdapat perbedaan signifikan dalam perilaku investasi keuangan antara Cina Daratan dan Hong Kong investor, dan (ii) faktor psikologis, sosiologis, dan demografi investor merupakan prediktor signifikan mereka perilaku / preferensi investasi. Dengan demikian, penyedia layanan keuangan dapat memprediksi perilaku / preferensi investasi pelanggannya dan memformulasikan keputusan pemasaran dan strategis, seperti menyesuaikan investasi keuangan portofolio pelanggan berdasarkan model regresi yang dibangun. Catherine et al. (2003), Review penelitian yang ada menunjukkan sedikit konsensus mengenai faktor-faktor yang terkait dengan *underpricing*. Kami menyediakan meta analisis studi yang diterbitkan. Temuan kami mengungkapkan sejumlah hubungan yang signifikan, banyak yang berlawanan yang diprediksi oleh teori *signaling*.

Loughran dan Ritter (2004) dan Irfani (2011a) mendokumentasikan sejumlah studi tentang IPO *underpricing* oleh sejumlah peneliti dengan objek studi di pasar modal di berbagai negara di dunia, berdasarkan ukuran sampel dan masa studi bervariasi. Ringkasan hasil penelitian ini menunjukkan rata-rata hasil awal positif sejumlah studi (lihat Tabel 1).

Tabel 1
Studi Underpricing IPO Di Beberapa Negara

Country	Researcher	Sample size	Time period	Avg. initial return
Australia	Lee, Taylor and Walter; Woo	381	1976 - 1995	12.10%
Austria	Aussenegg	76	1984 - 1990	6.50%
Belgium	Rogiers, Manigard and Ooghe	28	1984 - 1999	10.10%
Brazil	Leal, Hernandex, Maturana	62	1979 - 1990	78.50%
Canada	Job and Riding; Jog and Srivastava	258	1971 - 1992	5.40%
Chile	Aggarwal, Leal and Hernandex	55	1982 - 1997	8.80%
Denmark	Jakobsen and Sorenson	117	1984 - 1998	6.40%
Finland	Keloharju	85	1984 - 1992	9.60%
France	Husson and Jacquillat; Leleux, Muzyka; Pallard, and Belletante	187	1983 - 1992	4.20%
Germany	Ljungqvist	407	1978 - 1999	27.70%
Greece	Kazantzis and Levis	79	1987 - 1991	48.50%
Indonesia	Hakiman, Irfani	202	1996 - 2008	21.76%
Israel	Kandel, Sarig and Wohl	28	1993 - 1994	4.50%
Italy	Cherubini, Ratti, Giudici & Paleari	135	1985 - 1998	20.30%
Mexico	Aggarwal, Leal and Hernandex	37	1987 - 1990	33.00%
Netherlands	Wessels; Jenkinson	143	1982 - 1999	10.20%
New Zealand	Vos and Cheung; Camp	201	1979 - 1999	23.00%
Nigeria	Ikoku	63	1989 - 1993	19.10%
Norway	Emilsen, Paderson and Sættern	68	1984 - 1996	12.50%
Poland	Aussenegg	149	1991 - 1998	35.60%
Portugal	Alpalhao	62	1986 - 1987	54.40%
Spain	Rahnema and Fernandex	71	1985 - 1990	35.00%
Sweeden	Rydqvist	251	1980 - 1994	34.10%
Switzerland	Kunz and Aggarwal	42	1983 - 1989	35.80%

Source: Loughran and Ritter (2004) and Irfani (2011a)

Kinerja keuangan dan *underpricing*

Ibbotson (1975), Jegadeesh et al. (1993), Carter dan Manaster (1990), dan Michaely dan Saw (1994) menemukan bukti bahwa *underpricing* tidak secara signifikan dipengaruhi oleh besarnya penawaran, harga penawaran, reputasi *underwriter*, dan faktor risiko. Lewellen (2004), menemukan bahwa kinerja keuangan tidak mempengaruhi *underpricing* tetapi mempengaruhi *return* saham untuk jangka panjang. Bagaimanapun, Bharadan Pettway (2000) mendokumentasikan bahwa kinerja keuangan yang disajikan dalam prospektus IPO sangat sesuai dengan ukuran *underpricing* penawaran saham perdana dan *return* saham pasca penawaran saham perdana. Theo et al. (1997); 1998) mengungkapkan bahwa pengaruh kinerja keuangan yang disajikan dalam prospektus terhadap *underpricing* mengindikasikan adanya *asymmetric information*.

Teo et al. (1997; 1998) menyarankan media empiris yang setengah matang ini dapat mencakup kondisi keuangan tiga tahun sebelum perusahaan menjadi perusahaan publik, sehingga investor ingin mendasarkan pada prospektus untuk mendapatkan informasi dan mengukur perusahaan yang akan *go public*. Bhara dan Petway (2000) menegaskan bahwa *investor* dapat memperoleh informasi yang lebih lengkap mengenai perusahaan yang menerbitkan saham melalui prospektus. Keterbatasan informasi yang ada di pasar disebabkan oleh karena *investor* hanya mau mendasarkan informasi yang terdapat dalam prospektus. Kondisi ini mengakibatkan adanya dorongan dan keinginan manajer untuk melaporkan informasi yang menguntungkan dengan cara mempercantik laporan keuangan melalui pengaturan diskresi secara akrual untuk mengendalikan tingkat pendapatan yang dilaporkan (Ducharme et al., 2000). Usaha ini pada dasarnya sangat masuk akal yang akan diberikan oleh manajer yang ingin meningkatkan kesempatan untuk mendapatkan *fully subscribed issue*.

Fakta yang menyebutkan hubungan antara informasi akuntansi dan harga ekuitas pada saat penawaran mengarahkan asumsi bahwa perusahaan memiliki insentif untuk memanipulasi kinerja keuangan dapat meningkatkan keberterimaan dengan mengatur tingkat laba yang dilaporkan, manajemen laba (Teoh et al., 1997; 1998). Mereka menyediakan bukti empiris dimana rekayasa keuangan memiliki pengaruh positif terhadap harga saham yang sedang ditawarkan. Dengan mempercantik kinerja akuntansi secara fundamental yang dilaporkan dalam prospektus, manajer perusahaan yang menerbitkan saham kelihatan seperti menciptakan kondisi *underpricing* dengan cara meningkatkan harga saham pada hari perdagangan pertama pada pasar kedua.

Teoh et al. (1998) percaya bahwa tingkat diskresi akrual adalah sebuah manifestasi dari manajemen laba yang didorong oleh kurangnya informasi sistematis yang dimiliki oleh investor dibandingkan dengan informasi yang dimiliki oleh penerbit saham. Penggunaan akrual dilakukan dengan cara menggeser laba yang akan datang menjadi laba kini dan sebaliknya beban kini menjadi beban di masa yang akan datang, sehingga laba pada saat periode pelaksanaan IPO lebih tinggi dibandingkan dengan yang seharusnya. Teoh et al. (1998), Chambers (1999), dan Beneish (2001) dalam artikel mereka mengungkapkan bahwa ketidakpastian pada saat penawaran saham perdana ditunjukkan menyebabkan perilaku oportunistik dari manajer penerbit yang dipicu oleh *asymmetric information*. Oleh karena itu mengapa Teoh et al. (1997 & 1998) menyimpulkan pengaruh signifikan dari keberadaan fenomena *symmetric information*.

Kinerja keuangan dan return saham jangka panjang

Irfani (2011) mendokumentasikan sejumlah bukti yang banyak ditemukan oleh banyak peneliti di berbagai bursa di dunia itu bahwa ada hubungan logis antara kinerja keuangan dan kinerja saham jangka panjang. Adalah logis jika kinerjanya bagus untuk emiten kemungkinan akan berdampak pada pertumbuhan baik harga saham di masa depan yang mengarah relatif terhadap pengembalian saham yang tinggi di jangka panjang. Jarrell dan Darkey (1992) menyelidiki pengaruh kinerja keuangan pada pengembalian yang diharapkan dari 576 saham di NYSE dan bursa saham lainnya di Amerika Serikat Amerika (AS) selama periode 1963-1990. Mereka menemukan bahwa EPS, ROA, ROE, pertumbuhan penjualan, dan arus kas adalah pengaruh yang paling signifikan pada pengembalian saham masing - masing perusahaan di KAMI. Beberapa penelitian juga menggunakan rasio keuangan harga pasar relatif terhadap kinerja keuangan sebagai prediktor pengembalian saham. Aydogan dan Gürsoy (2000) menguji secara empiris PER (harga rasio penghasilan) dan PBV (harga terhadap nilai buku) sebagai prediktor pengembalian saham di *emerging capital* pasar. Mereka menemukan bahwa rasio memiliki kemampuan signifikan untuk menjelaskan *return* saham di masa yang akan datang. Temuan ini konsisten dengan hasilnya Fama dan French (1992) dan studi lainnya di pasar modal negara-negara maju, seperti Ferson dan Harvey (1997), Fama dan Perancis (1998), serta studi serupa di pasar negara berkembang yang dilakukan oleh Bekaert dkk.(1997), Claessens dkk. (1998), Patel (1998), dan Rouwenhorst (1999).

Lewellen (2004) menggunakan rasio keuangan untuk memprediksi pengembalian yang diharapkan dari saham di pasar modal Amerika Serikat. Itu menginvestigasi pengaruh *price to book value* terhadap *price earning ratio* terhadap *return* saham selama periode observasi 1946-2000. Hasilnya menunjukkan *price book value ratio* dan *price earning ratio* secara signifikan mempengaruhi *return* saham selama periode observasi 1963-2000.

Penman dkk. (2007) ditemukan hasil uji empiris dari pengaruh positif *price to book value* dari *return* saham, tetapi jika itu dikaitkan dengan *leverage*, *price to book value* berhubungan negatif dengan *return* saham masa yang akan datang. Eldomiaty dan Kamel (2009) menguji kontribusinya kinerja keuangan yang mencakup likuiditas, leverage keuangan, dan *price to book value* pada kinerja saham di bursa saham Mesir. Hasil tes mereka menunjukkan bahwa *price to book value* adalah representasi terbaik dari kinerja keuangan dari pengaruh positif pada *return* saham. Aga dan Kocaman (2006) menguji hubungannya antara inflasi, indeks industri, PER, dan pengembalian saham di pasar saham Istanbul dan temukan bahwa inflasi dan indeks industri bisa tidak memprediksi pengembalian saham, tetapi PER dapat memprediksi pengembalian saham. Sivaprasad dan Muradoglu (2010) secara empiris menguji hubungan antara *leverage* keuangan dan pengembalian stok pada utilitas dan industri industri minyak dan gas di ibukota London pasar. Mereka menemukan hubungan positif yang signifikan antara *leverage* keuangan dan yang diharapkan pengembalian saham utilitas industri. Namun dalam saham industri minyak dan gas ada hubungan negatif antara leverage keuangan dan hasil yang diharapkan. Temuan ini mirip dengan tes yang dilakukan oleh Korteweg (2004), Dimitrov dan Jain (2005), dan Penman dkk. (2007) yang menunjukkan hubungan kausal antaralverage keuangan dan pengembalian saham bervariasi di industri yang berbeda. Argumennya adalah itu industri berbasis sumber daya alam lebih sensitive ke sumber pembiayaan utang. Meningkatnya jumlah pendanaan dalam bentuk hutang akan menyebabkan risiko finansial yang lebih besar dan kondisi ini berpotensi menurunkan pengembalian lebih lanjut.

Selanjutnya hasil penelitian Afinindy & Budiyanto (2017), menemukan bahwa: *return on equity* (ROE) berpengaruh signifikan terhadap return saham pada perusahaan manufaktur sektor telekomunikasi yang terdapat di bursa efek Indonesia. Hal ini dapat diartikan bahwa *return on equity* (ROE) dapat digunakan sebagai dasar untuk menentukan perubahan variabel *return* saham, atau dengan kata lain *return on equity* (ROE) mempengaruhi *return* saham. *Debt equity ratio* (DER) berpengaruh tidak signifikan terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur sektor telekomunikasi yang terdapat di bursa efek Indonesia (BEI). Hal ini dapat diartikan bahwa *debt to equity ratio* (DER) tidak dapat digunakan sebagai dasar untuk menentukan perubahan variabel *return* saham, atau dengan kata lain *debt to equity ratio* (DER) tidak mempengaruhi *return* saham. *Price earning ratio* (PER) berpengaruh tidak signifikan terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur sektor telekomunikasi yang terdapat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hal ini dapat diartikan bahwa *price earning ratio* (PER) tidak dapat digunakan sebagai dasar untuk menentukan perubahan variabel *return* saham. Selanjutnya secara bersama – sama, dari *debt to equity ratio* (DER), *price earning ratio* (PER), *return on equity* (ROE) berpengaruh signifikan terhadap variabilitas *return* saham pada perusahaan manufaktur sektor telekomunikasi yang terdapat di bursa efek Indonesia.

Temuan ini sebagian bertolak belakang dengan temuan Puspitadewi dan Rahyuda (2016), yang menyatakan bahwa signifikansi pengaruh *debt to equity ratio*, *return on assets*, *price earning ratio* dan *economic value added* terhadap *return* saham pada perusahaan sektor *food and beverage* di bursa efek Indonesia periode tahun 2011 – 2014, berdasarkan hasil pengujian secara parsial (Uji t) pada taraf nyata (α) = 5% dapat diketahui bahwa variabel *return on assets* dan *price earning ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham, sebaliknya tidak demikian kondisinya terhadap *debt to equity ratio* dan *economic value added*.

IPO underpricing dan return saham jangka panjang

Penelitian sebelumnya tentang hubungan antara *underpricing* dan *return* saham jangka panjang ditemukan hasil yang berbeda. Banyak peneliti menemukan yang negatif hubungan kausal dari *underpricing* dan *underpricing stock return* jangka panjang, tetapi yang lainnya menemukan indikasi sebaliknya. Ritter (1991) mempelajari harga saham dari hari pertama perdagangan hingga tiga tahun setelah tanggal pencatatan di bursa dan mengungkapkan bahwa harga *underpricing stock* ketika IPO dalam periode jangka panjang mengalami kinerja buruk dalam rentang satu tahun hingga tiga tahun setelah tanggal pencatatan. Ini mungkin disumbangkan oleh dua faktor: pertama, *investor* akan terus terlalu optimis terhadap potensi pertumbuhan laba perusahaan, dan kedua, perusahaan memanfaatkan peluang yang ada di bursa. Loughran dan Ritter (1995) mencatat kejadian tersebut pasca-IPO berkinerja buruk di atas 20 tahun terakhir mengungkapkan bahwa *investor* secara sistematis terlalu optimis tentang prospek perusahaan baru pertama kali menerbitkan saham kepada public (IPO).

Hasil mereka telah menginspirasi banyak artikel dalam jurnal terkemuka untuk membahas tentang bahayanya berinvestasi dalam IPO, sebagai penelitian akademis menunjukkan bahwa kinerja yang buruk dalam satu tahun atau lebih pasca-IPO meluas ke banyak negara. Bahkan Ritter (1998) mendokumentasikan tiga empirispola IPO: *underpricing* jangka pendek, panas masalah pasar, dan kinerja yang buruk.

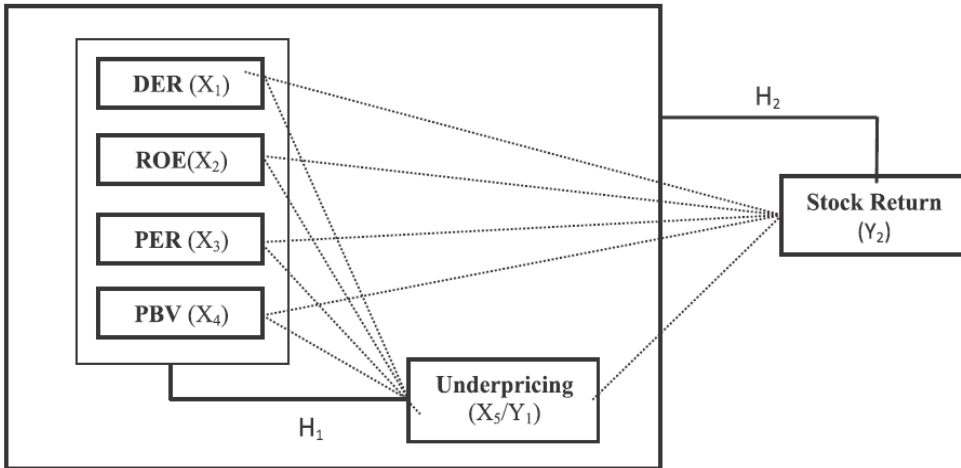
Di sisi lain, Thomadakis et al. (2010) menganalisis *return* jangka panjang yang diharapkan dari 254 Saham IPO di pasar modal Yunani selama periode 1994-2002 berdasarkan *buy-hold abnormal return* (BHAR) dan *cumulative abnormal return* (CAR) setelah 36 bulan perdagangan pada stok. Hasil pengujian

empiris yang mereka temukan berbeda dari bukti sebelumnya secara internasional. Temuan ini memberi kesan bahwa pengembalian saham positif dalam jangka panjang IPO tidak terpengaruh oleh *underpricing* jangka pendek karena permintaan besar untuk saham selama periode "masalah panas". Apalagi hasil penelitian sebelumnya tentang kinerja IPO masih kontroversial.

Brav dan Gompers (1997) menunjukkan bahwa perusahaan yang *go public* tidak lebih buruk dari ukurannya berdasarkan ukuran dan *price to book value*. Kemudian, mereka menunjukkan bahwa nilai rata-rata tertimbang *return* secara dramatis mengurangi ukuran IPO berpengaruh pada kinerja yang buruk. Purnanandam dan Swaminathan (2002) menggunakan ukuran nilai intrinsik berdasarkan harga industry dan EBITDA dari perusahaan sejenis yang telah menjadi perusahaan publik. Mereka menemukan itu bahwa harga perusahaan IPO adalah sekitar 50% di atas harga perusahaan yang sebanding, dan ini adalah sebuah perbedaan yang sangat besar. Mereka juga menemukan kejadian terlalu mahal (kebalikan dari *underpricing*) dari perusahaan pembanding dapat membantu memprediksi keberadaan kondisi untuk saham jangka panjang di bawah rata-rata. Jain and Kini (1994) mengungkapkan bahwa lebih tinggi penghasilan pada saat IPO akan menyebabkan kinerja yang buruk dalam beberapa tahun setelah penawaran, meski pertumbuhan penjualan dan tingginya tingkat *capital expenditures*. Teoh et al. (1997) menunjukkan bukti empiris bahwa kinerja buruk dalam beberapa periode setelah IPO karena penggunaan diskresi akrual. Teoh et al. (1998) menunjukkan hubungan positif antara IPO *underpricing*, kinerja keuangan jangka panjang yang buruk, dan diskresi akrual di tahun fiskal IPO. Akrual yang berkembang pada periode IPO terkait dengan kinerja negatif di masa depan.

METODOLOGI PENELITIAN

Jenis penelitian ini dikategorikan sebagai penelitian penjelasan empiris dengan memeriksa beberapa hipotesis yang telah dirumuskan berdasarkan pada tujuan. Sampel dari penelitian ini termasuk 19 saham *underpriced* yang diambil dari 31 populasi IPO saham di bursa efek Indonesia pada periode 2015 sampai dengan 2016. Variabel penelitian termasuk kinerja keuangan, *underpricing*, dan *return* saham jangka panjang. Kinerja keuangan ditunjukkan oleh empat rasio keuangan, yaitu *debt to equity ratio* (DER), *return on equity ratio* (ROE), *price earning ratio* (PER), dan *price to book value ratio* (PBV) yang disajikan dalam prospektus IPO di bursa efek Indonesia selama periode 2015-2016. *Underpricing* diindikasikan dengan adanya *return* awal yang positif di mana harga penawaran lebih rendah dari harga penutupan di hari pertama perdagangan di bursa efek. *Return* saham jangka panjang adalah *return* yang diharapkan dari mempelajari saham selama 2011 dan diasumsikan dapat mewakili satu tahun hingga tiga tahun setelah IPO periode 2015-2016. Penelitian ini menggunakan statistik pendekatan dengan menggunakan metode regresi berganda untuk menguji hipotesis untuk mewujudkan tujuan penelitian.



Gambar 1
Model Penelitian

Hipotesis penelitian

Hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H1: *Debt to equity ratio (DER), return on equity ratio (ROE), price earning ratio (PER), dan price to book value ratio (PBV) mempengaruhi underpricing, atau secara matematis modelnya diberikan di bawah:*

$$UP = a + \beta_{DER} + \beta_{ROE} + \beta_{PER} + \beta_{PBV} + \varepsilon$$

dimana:

UP: *Underpricing yang diindikasikan oleh return saham awal selama IPO dari tahun 2015-2016.*

DER: *Debt to equity ratio (DER) yang disajikan dalam prospektus penawaran pada periode IPO 2015-2016.*

ROE: *Return on equity ratio (ROE) yang disajikan dalam prospektus penawaran pada periode IPO 2015-2016.*

PER: *Price earning ratio (PER) yang disajikan dalam prospektus penawaran pada periode IPO 2015-2016.*

PBV: *Price to book value ratio (PBV) yang disajikan dalam prospektus penawaran pada periode IPO 2015-2016.*

H2: *Debt to equity ratio (DER), return on equity ratio (ROE), price earning ratio (PER), price to book value ratio (PBV), dan underpricing (UP) mempengaruhi return saham, secara matematis itu dapat dinyatakan dalam model di bawah ini:*

$$SR = a + \beta_{DER} + \beta_{ROE} + \beta_{PER} + \beta_{PBV} + \beta_{UP} + \varepsilon$$

dimana:

SR: *Return saham (SR) yang diharapkan selama 2017.*

DER: *Debt to equity ratio (DER) yang disajikan dalam prospektus penawaran pada periode IPO 2015-2016.*

ROE: *Return on equity ratio (ROE) yang disajikan dalam prospektus penawaran pada periode IPO 2015-2016.*

PER: *Price earning ratio (PER) yang disajikan dalam prospektus penawaran pada periode IPO 2015-2016.*

PBV: *Price to book value ratio* (PBV) yang disajikan dalam prospektus penawaran pada periode IPO 2015-2016.

UP: *Underpricing* yang diindikasikan oleh *return* saham awal selama IPO dari tahun 2015-2016.

Model konseptual dapat dilihat pada Gambar 1.

Tabel 2
Hasil pengujian hipotesis 1

Dependent Variable: UP

Method: Least Squares

Date: 05/03/18 Time: 11:18

Sample: 1 19

Included observations: 19

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.211037	0.063977	3.298624	0.0053
DER	0.003484	0.012647	0.275519	0.7869
ROE	-0.017475	0.106939	-0.163409	0.8725
PER	0.000464	0.001080	0.429727	0.6739
PBV	-0.003727	0.004138	-0.900503	0.3831
R-squared	0.080681	Mean dependent var		0.189827
Adjusted R-squared	-0.181982	S.D. dependent var		0.167640
S.E. of regression	0.182257	Akaike info criterion		-0.345868
Sum squared resid	0.465044	Schwarz criterion		-0.097332
Log likelihood	8.285749	Hannan-Quinn criter.		-0.303806
F-statistic	0.307164	Durbin-Watson stat		1.959211
Prob(F-statistic)	0.868388			

$$UP = \alpha + \beta DER + \beta ROE + \beta PER + \beta PBV + \varepsilon$$

Variabel terikat : *Underpricing*

Variabel bebas : *DER, ROE, PER, dan PBV.*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Pengujian hipotesis satu (H-1) penelitian ini untuk menguji pengaruh *debt equity ratio* (DER), *return on equity* (ROE), *price earning ratio* (PER), dan *price book value* (PBV) terhadap *underpricing*. Sebagai pra-syarat atas pengujian secara simultan dalam rangka menguji variabel terikat dengan cara meregresikan semua variabel bebas pada saat yang bersamaan diperlukan adanya pengujian asumsi klasik. Hasil pengujian asumsi klasik menunjukkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas, heteroskedastisitas, normalitas, dan autokorelasi. Selanjutnya pengujian hipotesis atas model ini dengan menggunakan regresi berganda secara teoritis diperbolehkan.

Hasil menunjukkan bahwa model penelitian ini tidak memungkinkan atau mampu untuk memprediksi *underpricing* menggunakan DER, ROE, PER, dan PBV sebagai *predictor* yang berperan sebagai representasi dari kinerja keuangan. Hal ini terbukti dengan nilai probabilitas yang dihasilkan tidak ada yang lebih kecil dari 0.0500. Hasilnya sebagaimana disajikan pada table 2 juga mengindikasikan multikolerasi yang rendah dibuktikan dengan nilai koefisien *R-squared* sebesar 0.080681 diantara empat variabel bebas dan *underpricing*. Dengan koefisien *R-squared adjusted* sebesar -0.181982 yang bermakna -18,19% *underpricing variability* adalah kontribusi dari DER, ROE, PER, dan PVB.

Hasil yang paling penting dari pengujian ini adalah bahwa tidak ada satupun variabel bebas (DER, ROE, PER dan PVB) yang dapat memprediksi *underpricing*, karena tidak terdapat satupun variabel bebas yang berpengaruh terhadap *underpricing*, karena nilai semua probabilitas variabel bebas > 0.05 . Selanjutnya hal ini juga dibuktikan dengan nilai T-statistik semua variabel bebas jauh di bawah T-tabel statistik 2.86093.

Diskusi

Hasil penemuan data empiris ini membuktikan bahwa tidak ada satupun variabel bebas yang mampu untuk berperan sebagai *predictor* terhadap *underpricing* pada saat pelaksanaan *initial public offering* (IPO). Temuan ini memperkuat atau sejalan dengan hasil riset yang dilakukan oleh Lewellen (2004) di pasar modal Amerika Serikat dari kurun waktu tahun 1946 sampai dengan 2000, dimana kinerja keuangan tidak mempengaruhi *underpricing*. Sebaliknya, temuan ini kontradiktif dengan temuan Bhabra dan Pettway (2000) dimana kinerja keuangan yang disajikan dalam prospektus oleh perusahaan yang akan *go public* adalah ukuran yang pas untuk memprediksi *underpricing*.

Penemuan ini menjelaskan hal pokok kepada investor bahwa rasio keuangan yang menjadi representasi kinerja keuangan selama ini diyakini sebagai parameter yang paling tepat untuk memprediksi *underpricing* di Indonesia tidak selalu tepat. Irfani (2011), menemukan bahwa dari 4 rasio keuangan yang dijadikan variabel bebas hanya rasio ROE yang mampu menjadi prediktor terhadap *underpricing* karena investor hanya memiliki informasi yang sedikit, oleh karena itu ROE diyakini sebagai indikator penting terhadap kinerja keuangan, karena hal ini dapat menjelaskan bagaimana perusahaan mendistribusikan *profit* kepada pemegang saham. Oleh karena hanya satu dari empat (25%) variabel yang mampu menjelaskan hubungan variabel bebas dengan *underpricing*, berarti harus dicari jenis variabel bebas lain yang dianggap mampu menjelaskan hubungan ini seperti perilaku investor, sosiologi investor dan *signaling theory*.

Variabel lain yang mungkin dapat usulkan untuk menjadi variabel bebas dalam meneliti fenomena *underpricing* adalah perilaku *investor*, temuan Mak et al. (2017), (i) terdapat perbedaan signifikan dalam perilaku investasi keuangan antara Cina Daratan dan Hong Kong investor, dan (ii) faktor psikologis, sosiologis, dan demografi investor merupakan prediktor signifikan mereka perilaku / preferensi investasi. Dengan demikian, penyedia layanan keuangan dapat memprediksi perilaku / preferensi investasi pelanggannya dan memformulasikan keputusan pemasaran dan strategis, seperti menyesuaikan investasi keuangan portofolio pelanggan berdasarkan model regresi yang dibangun.

Catherine et al. (2003), Review penelitian yang ada menunjukkan sedikit konsensus mengenai faktor-faktor yang terkait dengan *underpricing*. Kami menyediakan meta analisis studi yang diterbitkan. Temuan kami mengungkapkan sejumlah hubungan yang signifikan, banyak yang berlawanan yang diprediksi oleh teori *signaling*.

Penjelasan dari Teo et al. (1997; 1998) pengaruh dari kinerja keuangan yang disajikan dalam prospektus terhadap *underpricing* mengindikasikan terjadinya *asymmetric information* menjadi tidak relevan dengan hasil penelitian ini, karena kinerja keuangan tidak mampu menjelaskan hubungannya dengan *underpricing*. Selanjutnya, Dhucarme et al. (2000) mengingatkan bahwa kondisi investor mencari informasi hanya pada prospektus akan mendorong manager yang menerbitkan saham hanya akan mengungkapkan informasi yang memuaskan melalui pemoesan laporan dengan cara melakukan diskresi akrual untuk mengatur tingkat laba yang akan dilaporkan untuk menciptakan kondisi

fully atau *over subscribed*. Hal ini juga didukung oleh penelitian yang dibuat oleh Teoh et al. (1998) yang mengatakan bahwa rekayasa keuangan memiliki pengaruh positif meningkatkan harga saham pada perdagangan hari pertama pada pasar kedua dan mengarahkan untuk menciptakan *underpricing*.

Pengaruh kinerja keuangan dan Underpricing terhadap return saham Hasil

Pengujian hipotesis 2 (H2) penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh *debt to equity ratio* (DER), *return on equity ratio* (ROE), *price earning ratio* (PER), *price to book value* (PBV), dan *underpricing* (UP) terhadap *stock return* (SR). Sebagai pra-syarat atas pengujian secara simultan dalam rangka menguji variabel terikat dengan cara meregresikan semua variabel bebas pada saat yang bersamaan diperlukan adanya pengujian asumsi klasik. Hasil pengujian asumsi klasik menunjukkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas, heteroskedastisitas, normalitas, dan autokorelasi. Selanjutnya, pengujian hipotesis atas model ini secara teoritis diperkenan menggunakan regresi berganda.

Tabel 3
Hasil pengujian hipotesis 2

Dependent Variable: RETURN

Method: Least Squares

Date: 05/03/18 Time: 11:18

Sample: 1 19

Included observations: 19

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.111103	0.242671	0.457834	0.6546
DER	0.035812	0.036081	0.992555	0.3390
ROE	-0.058681	0.304560	-0.192673	0.8502
PER	0.001800	0.003093	0.581945	0.5706
PBV	-0.015425	0.012111	-1.273627	0.2251
UP	-0.270202	0.760430	-0.355327	0.7280
R-squared	0.226560	Mean dependent var		0.011833
Adjusted R-squared	-0.070917	S.D. dependent var		0.501105
S.E. of regression	0.518569	Akaike info criterion		1.776601
Sum squared resid	3.495877	Schwarz criterion		2.074845
Log likelihood	-10.87771	Hannan-Quinn criter.		1.827076
F-statistic	0.761606	Durbin-Watson stat		1.861229
Prob(F-statistic)	0.593160			

SR = $\alpha + \beta_{DER} + \beta_{ROE} + \beta_{PER} + \beta_{PBV} + \beta_{UP} + \varepsilon$

Variabel terikat : Stock Return

Variabel bebas : DER, ROE, PER, PBV, dan UP.

Hasil menunjukkan bahwa model penelitian ini tidak memungkinkan atau mampu untuk memprediksi *return* saham menggunakan DER, ROE, PER, PBV, dan UP sebagai *predictor* yang berperan sebagai representasi dari kinerja keuangan. Hal ini terbukti dengan nilai probabilitas yang dihasilkan tidak ada yang lebih kecil dari 0.0500. Hasilnya sebagaimana disajikan pada table 3 juga mengindikasikan multikolerasi yang rendah dibuktikan dengan nilai koefisien *R-squared* sebesar 0.226560 diantara lima variabel bebas dan *return* saham. Dengan koefisien *R-*

squared adjusted sebesar -0.070917 yang bermakna -7,09% *stock return variability* adalah kontribusi dari DER, ROE, PER, PVB, dan PU.

Hasil yang paling penting dari pengujian ini adalah bahwa tidak ada satupun variabel bebas (DER, ROE, PER, PVB, dan UP) yang dapat memprediksi *return* saham, karena tidak terdapat satupun variabel bebas yang berpengaruh terhadap *return* saham, karena nilai semua probabilitas variabel bebas > 0.05 . Selanjutnya hal ini juga dibuktikan dengan nilai T-statistik semua variabel bebas jauh di bawah T-tabel statistik 2.86093.

Diskusi

Hasil temuan data empiris ini membuktikan bahwa tidak ada satupun variabel bebas yang mampu berperan sebagai prediktor terhadap *return* saham untuk jangka panjang. Temuan ini sebagian bertolak belakang dengan temuan Puspitadewi dan Rahyuda (2016), yang menyatakan bahwa signifikansi pengaruh *debt to equity ratio*, *return on assets*, *price earning ratio* dan *economic value added* terhadap *return* saham pada perusahaan sektor *food and beverage* di bursa efek Indonesia periode tahun 2011 - 2014, berdasarkan hasil pengujian secara parsial (Uji t) pada taraf nyata (α) = 5% dapat diketahui bahwa variabel *return on assets* dan *price earning ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham, sebaliknya tidak demikian kondisinya terhadap *debt to equity ratio* dan *economic value added*.

Secara teori, pergerakan periodik PER dan *return* saham merefleksikan pertumbuhan yang baik dari harga saham di bursa. Hubungan kedua variable ini dimoderasi oleh pergerakan harga pasar saham dan stabilnya laba secara mendasar. Jikalau laba per lembar saham emiten selalu stabil, selanjutnya pertumbuhan positif harga akan mengarahkan meningkatnya nilai PER dan *return* saham secara timbal balik. Bagaimanapun, Irfani (2012a) menyatakan bahwa PER yang lebih tinggi akan mengarahkan harga saham selanjutnya akan menjauhi nilai fundamentalnya atau harga saham akan cenderung menggelembung.

Selanjutnya hasil penelitian Afinindy & Budiyanto (2017), menemukan bahwa: *return on equity (ROE)* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur sektor telekomunikasi yang terdapat di bursa efek Indonesia. Hal ini dapat diartikan bahwa *return on equity (ROE)* dapat digunakan sebagai dasar untuk menentukan perubahan variabel *return* saham. Atau dengan kata lain *return on equity (ROE)* mempengaruhi *return* saham. *Debt equity ratio (DER)* berpengaruh tidak signifikan terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur sektor telekomunikasi yang terdapat di bursa efek Indonesia. Hal ini dapat diartikan bahwa *debt to equity ratio (DER)* tidak dapat digunakan sebagai dasar untuk menentukan perubahan variabel *return* saham, atau dengan kata lain *debt to equity ratio (DER)* tidak mempengaruhi *return* saham. *Price earning ratio (PER)* berpengaruh tidak signifikan terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur sektor telekomunikasi yang terdapat di bursa efek Indonesia. Hal ini dapat diartikan bahwa *price earning ratio (PER)* tidak dapat digunakan sebagai dasar untuk menentukan perubahan variabel *return* saham. Selanjutnya secara bersama - sama, dari *debt to equity ratio (DER)*, *price earning ratio (PER)*, *return on equity (ROE)* berpengaruh signifikan terhadap variabilitas *return* saham pada perusahaan manufaktur sektor telekomunikasi yang terdapat di bursa efek Indonesia.

Hasil dari studi ini tidak mendukung hasil penelitian yang dikomentasikan sebelumnya yang dilakukan oleh Aydogan dan Gursoy (2000) dalam *emerging capital market*, Lewellen (2004) dan Penman (2007) di bursa pengaruh Amerika Serikat, Aga dan Kocaman (2006) di Istanbul Stock Exchange, dan Eldomiaty dan Kamel (2009) di Egypt Stock Exchange. Mereka menemukan bahwa

pengaruh signifikansi PER atas *return* saham. Bagaimanapun, temuan ini berbeda dari hasil penelitian yang dibuat oleh Irfani (2011a) di bursa pengaruh Indonesia selama periode 2003 – 2008 dimana tidak ada bukti yang menyatakan bahwa pengaruh PER terhadap *return* saham.

Kurangnya pengaruh ROE terhadap *return* saham dalam studi ini menyediakan bukti bahwa signifikansi pengaruh dari ROE pada *underpricing* sebagaimana ditemukan dari hasil pengujian hipotesis satu bukan karena ketidak hadiran manajemen laba yang dilakukan oleh emiten. Jain dan Kini (1994) dan Teoh et al. (1997; 1998) mengungkapkan bahwa kemungkinan manajemen laba sebelum IPO dalam membuat hasil berupa terjadinya *underpricing* dalam jangka pendek dan dan kinerja buruk untuk jangka panjang setelah IPO. Bagaimanapun, membuktikan bahwa studi ini menemukan bahwa ROE yang mempengaruhi *underpricing* dalam IPO pada periode 2015-2016 tidak memiliki pengaruh lagi terhadap ekspektasi harga saham selama tahun 2017. Artinya pengaruh ROE atas *underpricing* hanya diindikasikan oleh hadirnya *asymmetric information* tetapi tidak direfleksikan oleh keberadaan manajemen laba.

Pengaruh ROE terhadap *underpricing* pada penelitian ini menunjukkan informasi asimetris dalam bentuk "informasi tersembunyi". Seperti Irfani (2011d) menjelaskan bahwa informasi tersembunyi mungkin dicerminkan oleh kurangnya informasi public untuk investor. Itu sebabnya investor cenderung berinvestasi di pasar primer hanya menggunakan keuangan kinerja yang ercantum dalam prospektus. Namun, fenomena informasi asimetris pada periode IPO belum tentu harus ditemani oleh "aksi tersembunyi" dalam hal manajemen laba (Irfani, 2011e). Itu adalah terbukti dalam penelitian ini oleh kurangnya ROE dan *underpricing* efek lebih lanjut pada *return* saham di berkinerja buruk dalam jangka panjang.

KESIMPULAN DAN SARAN

Studi ini menemukan bukti bahwa tidak ada satupun indikator pengaruh kinerja keuangan terhadap *underpricing* serta *return* saham jangka panjang. Tidak adanya efek dari DER, ROE, PER dan PBV terhadap *underpricing* dan *return* saham jangka panjang memang pernah menjadi temuan beberapa peneliti (Loughran et al. 1994), Loughran dan Ritter , 2004). Fenomena *underpricing* hampir terjadi di seluruh bursa efek di dunia, namun hasil studi sebelumnya menemukan tidak ada jawaban yang pasti mengenai variable prediksi terhadap terjadinya *underpricing* dan pengaruhnya terhadap *return* saham jangka panjang. Sehubungan dengan ketidakpastian variable prediksi atas *underpricing* dan kondisi yang dihasilkan, Lowry et al. (2006), menyatakan bahwa diskusi mengenai *underpricing* akan selalu menjadi aktual sampai dengan ide yang jelas ditemukan mengenai bagaimana hal ini terjadi dan pengaruhnya terhadap *return* saham secara jangka panjang.

Hasil penelitian ini masih menyimpan rahasia yang masih belum terjawab yaitu perihal variabel bebas apa yang paling tepat untuk memprediksi *underpricing* dan *return* saham jangka panjang dan oleh itu peneliti selanjutnya agar mencoba variable bebas lain yang secara teori memiliki hubungan dengan *underpricing* dan *return* saham, seperti memasukkan variabel kondisi perekonomian negara pada saat pelaksanaan IPO, sektor industry perusahaan yang melakukan IPO, ukuran perusahaan yang melakukan IPO, dan perilaku investor target pembeli saham.

DAFTAR PUSTAKA

Affinindy, Inne and Boediyanto (2017), Pengaruh DER, PER, ROE terhadap return saham perusahaan telekomunikasi, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia Surabaya.

Aga, M. and Kocaman, B. (2006), An Empirical Investigation of the Relationship between Inflation, P/E Ratios and Stock Price Behaviors using a New Series Called Index-20 for Istanbul Stock Exchange, *International Research Journal of Finance and Economics*, 6.

Aggarwal, R.L. and Hernandez, F. (1993), The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America, *Financial Management*, 20, 42-53.

_____, Liu, C., and Rhee, S.G. (2002), Investor Demand for IPOs and Aftermarket Performance: Evidence from Hongkong Stock Market, Working Paper.

Aydoğan, K. and Gürsoy, G. (2000), P/E and Price-to-Book Ratios as Predictors of Stock Returns in Emerging Equity Markets, Bilkent University.

Beatty, R.P. and Ritter, J.R. (1986), Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Journal of Financial Economics*, 15, 213-232.

Bekaert, G., Erb, C.B., Harvey, C.R., and Viskanta, T.E. (1997), The Cross-Sectional Determinants of Emerging Market Equity Returns, in Carman, P. (Ed.), *Quantitative Investing for the Global Markets*, Glenlake.

_____, (2000), Foreign Speculators and Emerging Equity Markets, *Journal of Finance*, 55, 565-614.

Beneish, M. (2001), Earnings Management: A Perspective, Working Paper.

Benveniste, L.M. and Spindt, P.A. (1989), How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues, *Journal of Financial Economics*, 24, 343-361.

Bhabra, H.S. and Pettway, R.H. (2000), IPO Prospectus Information and Subsequent Performance, October 12.

Brav, A. and Gompers, P.A. (1997), Myth or Reality? The Long-Run Under-performance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture Capital and Nonventure Capital-backed Companies, *Journal of Finance*, 52, 1791-1822.

_____, and Gompers, P.A. (1998), Is the Abnormal Return Following Equity Issuances Anomalous?, Harvard University Working Paper, December.

Bundoo, S.K. (2007), An Analysis Of IPOs Underpricing in Mauritius, *African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research*, 1(1).

Carter, R.B. and Manaster, S. (1990), Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, *Journal of Finance*, 45, 1045-1067.

Catherine, Dalton, Certo, Poengfitya (2003), A Meta Analysis & Research Synthesis, ET & F, University of Baylor.

Chambers, D.J. (1999), Earnings Management and Capital Market Misallocation, Working Paper, December.

Chambers, D. and Dimson, E. (2008), IPO Underpricing Over the Very Long Run, Working Paper, December.

Claessens, S., Dasgupta, S., and Glen, J. (1995), Return Behaviour in Emerging Stock Markets, *The World Bank Economic Review*, 9(1), 131-151.

_____, (1998), The Cross-section of Stock Returns: Evidence from the Emerging Markets, *Emerging Markets Review*, Winter, 4-13.

Dewi, Puspita & Rahyuda (2016), Pengaruh DER, ROA, PER, & EVA terhadap return saham perusahaan food and baverage di bursa efek Indonesia. – E- Journal Universitas Udayana – Denpasar Bali.

Dimitrov, V. and Jain, P.C. (2005), The Value Relevance of Changes in Financial Leverage, <http://ssrn.com/abstract=708281>.

DuCharme, L.L., Malatesta, P.H., and Sefcik, S.E. (2004), Earning Management, Stock Issues, and Shareholder Lawsuit, *Journal of Accounting and Economics*, 71, 27-49.

Eldomiaty, T.I. and Kamel, H. (2009), Shareholder Value and the Articulation of P/B and Stock Return in Egypt's CASE50 Index, *International Research Journal of Finance and Economics*, 23.

Fama, E.F. (1991), Efficient Capital Markets II, *Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617.

Fama, E.F. and French, K.R. (1992), The Cross-section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.

_____ and French, K.R. (1998), Value versus Growth: The International Evidence, *Journal of Finance*, 53, 1975-1979.

_____ and Kenneth R. French (2003), New Lists: Fundamentals and Survival Rates, CRSP Working Paper, 530, 03-15.

Person, W.E. and Harvey, C.R. (1997), Fundamental Determinants of National Equity Market Returns: A Perspective on Conditional Asset Pricing, *Journal of Banking & Finance*, 21(11-12), 1625-1665.

Grinblatt, M. and Hwang, C.Y. (1989), Signaling and the Pricing of Unseasoned New Issues, *Journal of Finance*, 44, 393-420.

Hakiman (2005), Model Penentuan Harga IPO di Bursa Efek Jakarta dengan Menggunakan Metode Real Option, Dissertation, Universitas Padjadjaran, Bandung.

Ibbotson, R.G. (1975), Price Performance of Common Stock New Issues, *Journal of Financial Economics*, 2(3), 235-272.

Indonesia Stock Exchange (2009, 2010, 2011, 2012), IDX-Activity, Data Center, www.idx.co.id.

Irfani, A.S. (2009a), Pengujian Asymmetric Information pada Saham-saham IPO 2003-2008 di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Ekonomi Perusahaan*, 16(1).

_____ (2009b), Pengaruh Kurs IDR/USD terhadap Indeks Harga Saham Gabungan, Indeks Harga Saham Individual, dan Return Saham di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Ekonomi Perusahaan*, 16(2).

_____ (2011a), Kajian Kepemilikan Investor Asing dan Return Saham dalam Fenomena Asymmetric Information dan Fenomena Underpricing di Bursa Efek Indonesia, Dissertation, Universitas Pancasila.

_____ (2011b), Pengaruh Kepemilikan Asing dan Kinerja Fundamental terhadap Imbal Hasil Saham dalam Fenomena Underpricing di Bursa Efek Indonesia, Pusat Penelitian dan Pengembangan Ekonomi, FE, Universitas Pancasila.

_____ (2011c), Pengaruh Imbal Hasil Pasar dan Nilai Tukar Mata Uang Asing terhadap Kepemilikan Asing dan Implikasinya pada Imbal Hasil Saham di Bursa Efek Indonesia, Pusat Penelitian dan Pengembangan Ekonomi, FE, Universitas Pancasila.

_____ (2011d), Initial Public Offering (IPO), *Harian Ekonomi NERACA*, 2, Jakarta: 25th October.

_____ (2011e), Bursa dan Informasi, *Harian Ekonomi NERACA*, 2, Jakarta: 3rd November.

_____ (2012a), Investment Grade dan Potensi Bubble, *Harian Ekonomi NERACA*, 1, Jakarta: 25th January.

_____ (2012b), Implikasi Kurs dan Indeks Saham pada Return Saham Tahun 2011 di Bursa Efek Indonesia, Pusat Penelitian dan Pengembangan Ekonomi, FE, Universitas Pancasila.

Ismail, K., Abidin, Z., and Zainuddin, N. (1993), Performance of New Stock Issues on the KLSE, *Capital Market Review*, 1(1), 81-95.

Jain, B.A. and Kini, O. (1994), The Post-issue Operating Performance of IPO Firms, *Journal of Finance*, December.

Jarrell, G.A. and Darkey, F.C. (1992), The Longer-Term Relation Between Accounting Performance and Stock Returns, *Bradley Policy Research Center, University of Rochester, New York*, 14627.

Jegadeesh, N., Weinstein, M. and Welch, I. (1993), An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings, *Journal of Financial Economics*, 34(2), 153-175.

Knopf, J.D. and Teall, J.L. (1999), The IPO Effect and Measurement Of Risk, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 12(2).

Korteweg, A. (2004), Financial Leverage and Expected Stock Returns: Evidence from Pure Exchange Offers, <http://ssrn.com/abstract=597922>.

Lewellen, J. (2004), Predicting Returns with Financial Ratios, *Journal of Financial Economics*, 74, 209-235.

Loughran, T., Ritter, J.R., and Rydqvist, K. (1994), Initial Public Offerings: International Insights, *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 165-199.

_____ (1995), The New Issues Puzzle, *Journal of Finance*, 50(1), 23-51.

_____ (2004), Why has IPO Underpricing Changed Over Time?, *Financial Management*, 33, 5-37.

Lowry, M. and Schwert, G.W. (2002), IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?, *Journal of Finance*, 57.

_____, Officer, M.S., and Schwert, G.W. (2006), The Variability of IPO Initial Returns, Working Paper, California Los Angeles.

Make (2017), An Explanatory Study of Investment Behaviour of Investor, *Internasional Journal of Engineering Business Management*.

McDonald, J. and Fisher, A.K. (1972), New Issue Stock Price Behavior, *Journal of Finance*, 27(1), 97-102.

McGuinness, P. (1992), An Examination of the Underpricing of Initial Public Offerings in Hong Kong: 1980-1990, *Journal of Business Finance and Accounting*, 19(2), 165-186.

Michaely, R. and Shaw, W.H. (1994), The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-Selection and Signaling Theories, *Review of Financial Studies*, 7(2), 279-319.

Muscarella, C.J. and Vetsuypens, M.R. (1989a), A Simple Test of Baron's Model of IPO Pricing, *Journal of Financial Economics*, 24(1), 125-135.

Patel, S.A. (1998), Cross-sectional Variation in Emerging Markets Equity Returns; January 1988-March 1997, *Emerging Markets Quarterly*, 2, 57-70.

Pearl, J. (2000), *Causality: Models, Reasoning, and Inference*, Cambridge: Cambridge University Press.

Penman S.H., Richardson, S.A., and Tuna I. (2007), The Book-to-Price Effect in Stock Returns: Accounting for Leverage, *Journal of Accounting Research*, 45(2), 427-468.

Phylaktis, K. and Ravazzolo, F. (2001), Stock Prices and Exchange Rate Dynamics.

Portes, R. and Rey, H. (1999), The Determinants of Cross-border Equity Flows, *NBER Working Papers*, 7336.

Purnanandam, A.K. and Swaminathan, B. (2002), Are IPOs Underpriced?, *Johnson Graduate School of Management Working Paper*.

Ritter, J.R. (1984), Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues: A Comment, *Journal of Finance*, 39(4), 1231-1237.

_____ (1998), Initial Public Offerings, in Logue, D. and Seward, J. (Eds.), *Contemporary Finance Digest*, 2(1), 5-30.

Rock, K. (1986), Why New Issues are Underpriced, *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212.

Rouwenhorst, K.G. (1999), Local Return Factors and Turnover in Emerging Stock Markets, *Journal of Finance*, 54, 1439-1464.

Sivaprasad, S. and Muradoglu, Y.G. (2010), Using Leverage as a Risk Factor in Explaining the Cross Section of Stock Returns, University of Westminster, Working Paper.

Sufar, S.B. (1987), Performance of New Issues - The Malaysian Case, Understanding the Behavioral Patterns of Stock Prices, Leeds Publications, 164-171.

Taufil, M.K.N. (2007), The Long Run Performance of Initial Public Offerings in Malaysia, Paper presented in the MFA 9th Conference, 12th-13th June, KL.

Teoh, S.H., Wong, T.J., and Rao, G.R. (1997), Are Accruals During an Initial Public Offering Opportunistic?, Working Paper.

_____, Welch, I., and Wong, T.J. (1998), Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings, *The Journal of Finance*, 53(6).

Thomadakis, S., Nounis, C.P., and Gounopoulos, D. (2010), Long Term Performance of Greek IPOs, *European Financial Management Journal*.

Tinic, S.M. (1988), Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock, *Journal of Finance*, 43(4), 789-822.

Welch, I. (1989), Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings *Journal of Finance*, 44.

Wicaksono, Reza Bagus (2016), Pengaruh EPS, DER, ROE, & MVA terhadap harga saham – Universitas Dian Wahyudi Semarang.