

ANALISIS REAKSI PASAR MODAL SETELAH PENGUMUMAN INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA

Analysis Stock Market Reaction Under Initial Public Offering (IPO) at Company Listed in Jakarta Stock Exchange

SAINT PAULIA Y.S

Mahasiswa Program Magister Manajemen , PPSUB

Armanu Thoyib dan M. Syafie Idrus

Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis UB

ABSTRACT

Stock exchange is a means to acquire capital and accumulate funds, therefore it is important in improving the public's participation in generating fund so as to support the national development. The meaning of IPO is when the company issues its stocks for the first time in the stock exchange. Therefore an IPO will result in a number of reactions from the capital market, and one of such reactions is return.

Purpose of this research was to investigate whether the performance of stock exchanges in Indonesia is decreasing in the long run and whether there exists a difference between short term stock performance and long term stock performance and also the performance of the securities bought in first day's closing price.

The survey method was used in this research. The research belong to deductive-quantitative by tested stock performance in short term and long term period of IPO up to one year. The abnormal return was calculated based on the total stock return, total market value, market adjusted model and relative wealth. The sample was constructed using purposive sampling technique from a population of 43 companies which conducted their IPO in the period from January 2002 up to December 2002 in Jakarta Stock Exchange. The statistic method used here was normality test, in which Kolmogorov-Smirnov Goodness-of-Fit test was first applied and then followed by difference test using one sample t-test and Wilcoxon matched-pair signed rank test.

The result of this study showed that for the short term, the first day of trading resulted in positive mean of abnormal return, which turned into negative in the long period. This means that in the short term, the result is outperforming and in the long term the result is underperforming. For the stocks acquired with initial price, the short term and long term performance did not indicate any difference. However, for the stocks acquired with the first day's closing price, the short term and long term performance for a period of one month was found to be different from the performance of one year. This shows that the significant difference occurred only for the first day of trading.

Keywords: abnormal return, stock performance

PENDAHULUAN

Pasar Modal merupakan sarana pembentuk modal dan akumulasi dana yang diarahkan untuk meningkatkan partisipasi masyarakat dalam pengerahan dana guna menunjang pembiayaan pembangunan nasional. Dengan adanya pasar modal diharapkan perusahaan memperoleh dana yang murah dari masyarakat. Perkembangan aktifitas pasar modal yang pesat membawa perubahan yang besar terhadap tuntutan kualitas informasi. Efisiensi pasar modal tidak hanya dilihat dari sudut biaya tetapi juga dilihat dari kecepatan penyebaran dan

daya serap informasi, dan hal ini tercermin pada harga efek. Tantangan utama dari pasar modal adalah bagaimana menjadikan pasar modal tersebut efisien, baik itu secara makro yakni kemampuan pasar modal tersebut untuk menghimpun dana dari masyarakat, juga efisien secara mikro yakni kecepatan informasi yang relevan dan hal ini tercermin pada harga saham. Pasar modal yang efisien ditandai dengan tersedianya semua informasi terhadap aset yang diperdagangkan sehingga dengan adanya perubahan informasi baru diharapkan cepat untuk direfleksikan ke dalam bentuk penyesuaian harga saham. Informasi disini didefinisikan sebagai

serangkaian pesan yang mungkin dapat digunakan oleh penerimanya untuk melakukan suatu tindakan mengubah bagi kesejahteraannya (Ahmad,1996).

Reaksi atas suatu informasi biasanya diteliti dengan studi peristiwa (*event study*), yakni studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Diharapkan *event study* ini dapat dipergunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Salah satu studi peristiwa yang mengandung informasi dan yang menjadi perhatian para pelaku pasar modal adalah yang dikenal dengan Penawaran Umum Perdana (*Initial Public Offering* disingkat IPO yang selanjutnya akan digunakan dalam tulisan ini). Menurut Sakir (2002) yang dimaksud dengan penawaran umum perdana atau IPO adalah saat dimana suatu perusahaan untuk pertama kalinya mengeluarkan saham di pasar modal. Dengan dikeluarkannya IPO oleh perusahaan, menyebabkan adanya reaksi dari pasar modal yang muncul karena adanya pengujian terhadap kandungan informasi dari pengumuman yang dilakukan perusahaan, reaksi tersebut yang muncul salah satunya merupakan return. Fenomena yang cukup menarik untuk diperhatikan ketika melakukan IPO adalah sering terjadinya *underpricing*. Hal ini terjadi apabila harga saham yang baru dicatat di pasar sekunder pada hari-hari awal *listing* ternyata lebih tinggi dibandingkan dengan harga hasil *book-building*.

Dari penelitian Anlin dan Pan (1998) tentang pengukuran terhadap kinerja jangka panjang dari saham IPO di Taiwan, didapatkan hasil bahwa kinerja jangka panjang dari saham IPO menunjukkan adanya *underperformed*. Terlihat bahwa *underperformance* yang sering terjadi pada kinerja saham IPO dimungkinkan karena adanya *mis-specification* dari model pengukuran kinerja. Frederikslust dan Geest (1999) dalam penelitiannya menguji tentang initial returns dan kinerja jangka panjang pada IPO di Belanda. Didapatkan hasil bahwa perusahaan yang berbasis pada modal sendiri mempunyai kinerja yang lebih baik dari perusahaan yang berbasis pada modal eksternal. Arosio *et al.*, (2001) dalam penelitiannya menguji tentang fenomena *underperformed* pada kinerja jangka panjang

dari IPO yang dilakukan di Italia. Didapatkan hasil bahwa pada sebagian besar IPO yang terjadi mengalami *overperformed* setelah 1, 5, dan 10 hari perdagangan dan setelah 2 atau 3 tahun perdagangan akan mengalami *underperformed* di pasar, meskipun return saham IPO yang terjadi pada era 80an tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan dengan return saham-saham lainnya. Ditunjukkan pula adanya hubungan negatif antara jumlah penawaran pada saham IPO dengan *underperformance* jangka panjang. Juga ditemukan adanya korelasi negatif antara kinerja jangka panjang dengan aktivitas "flipping" (aktivitas ambil untung dari investor dengan menjual saham IPO dengan memanfaatkan adanya *underpricing*) dari para investor.

Kooli dan Suret (2002) pada penelitiannya menguji tentang perilaku dari saham IPO di Kanada. Didapatkan bahwa secara signifikan kinerja jangka panjang dari IPO di Kanada mengalami *underperformed* pada pasar yang sama. Drobetz *et al.*, (2002) meneliti tentang pengujian dari *underpricing* dan kinerja jangka panjang yang didasarkan pada IPO di Swiss mulai dari tahun 1983 hingga tahun 2000. Didapatkan hasil bahwa penelitian ini mendukung hipotesis dari *ex ante uncertainty*, hipotesis *signalling* dan hipotesis *market cyclicality* yang memberikan penjelasan bahwa terdapat fenomena *underpricing* pada pasar IPO di Swiss. Ritter dan Welch (2002) dalam penelitiannya menyatakan bahwa asimetris informasi terkait erat dengan fenomena *underpricing* dalam penawaran IPO dan menemukan bahwa asimetris informasi bukan satu-satunya fenomena utama dalam setiap pengumuman IPO. Teker dan Ekit (2003) meneliti kinerja keseluruhan IPO pada Istanbul Stock Exchange selama tahun 2000 dan didapatkan bahwa dalam dua hari pertama dari keseluruhan IPO umumnya menghasilkan abnormal return yang positif. Sedangkan penelitian yang dilakukan pada perusahaan di Indonesia dilakukan oleh Nasirwan (1997) mengenai reputasi penjamin emisi, *return* 15 hari sesudah IPO, dan kinerja perusahaan satu tahun sesudah IPO di BEJ; didapatkan hasil bahwa kinerja perusahaan satu tahun sesudah IPO mengalami penurunan.

Prastiwi dan Kusuma (2001) meneliti mengenai kinerja surat berharga setelah penawaran IPO di Indonesia dengan melihat perbedaan dari kinerja jangka

pendek dan jangka panjang. Didapatkan hasil bahwa kinerja surat berharga pada jangka waktu tersebut cukup baik (*outperformed*) sedangkan kinerja jangka panjang mengalami penurunan (*underperformed*). Terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja jangka pendek dan kinerja jangka panjang pada surat berharga yang dibeli pada harga perdana. Rodoni (2002) meneliti mengenai kinerja awal dan kinerja setelah dipasarkan Penawaran Saham Perdana (IPO) di BEJ, didapatkan hasil bahwa pada kinerja awal IPO timbul *underpricing* dan bahwa pada kinerja IPO tidak berbeda secara signifikan, yang berarti kinerja IPO untuk jangka panjang adalah kurang baik atau negatif.

Bila penelitian mengenai reaksi pasar modal diatas dihubungkan dengan efisiensi pasar terutama pada saat IPO, terlihat bahwa sebagian besar hasilnya ialah terdapat *underpricing* pada penawaran perdana. Hal ini akan mengakibatkan terjadinya kelebihan permintaan (*oversubscribed*) terhadap saham perusahaan yang akan melakukan IPO, dan sebaliknya pada jangka panjang akan terjadi hal yang sebaliknya, yakni terjadinya jumlah permintaan saham yang terlalu rendah (*undersubscribed*) di bawah jumlah saham yang ditawarkan perusahaan tersebut di pasar. Fenomena diatas yaitu *oversubscribed* dan *undersubscribed* merupakan hal yang sering terjadi pada saat penawaran perdana, yang mana secara tidak langsung bisa mengundang spekulasi untuk mendapatkan *abnormal return* yang lebih besar di pasar modal, sehingga keinginan untuk menjadikan pasar modal yang efisien menjadi jauh jadi harapan. Secara formal yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan.

Dari latar belakang diatas, memberikan pemikiran lebih lanjut bagi penulis untuk melakukan penelitian lebih lanjut tentang reaksi pasar modal terhadap peristiwa IPO yaitu adanya perbedaan kinerja saham pada kinerja jangka panjang dan jangka pendek pada saat penawaran saham perdana (IPO) di pasar modal Indonesia.

Dari uraian latar belakang yang telah dikemukakan diatas maka dapat dikemukakan permasalahan utama yang diuji dalam penelitian ini adalah: 1) Apakah kinerja saham di Indonesia setelah IPO dalam jangka panjang mengalami

penurunan? 2) (a) Apakah ada perbedaan kinerja saham dalam jangka pendek dan dalam jangka panjang? (b). Bagaimanakah kinerja dari surat berharga yang dibeli pada harga penutupan hari pertama?

Sesuai permasalahan diatas, maka tujuan dari penelitian ini adalah: 1) Untuk mengetahui apakah kinerja saham di Indonesia setelah melakukan IPO dalam jangka panjang mengalami penurunan. 2) (a) Untuk mengetahui apakah ada perbedaan kinerja saham dalam jangka pendek dan jangka panjang. (b) Untuk mengetahui bagaimanakah kinerja dari surat berharga yang dibeli pada harga penutupan hari pertama.

METODE PENELITIAN

Pendekatan Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode penelitian survei, dimana data dikumpulkan dengan studi pustaka, dokumentasi, dan mengumpulkan data-data sekunder yang berhubungan dengan penelitian tersebut.

Jenis penelitian ini adalah kuantitatif-deduktif dengan cara mengembangkan hipotesis melalui teori-teori yang sudah ada. Inti penelitian ini adalah mengamati reaksi investor atas dipublikasikannya laporan keuangan dengan melihat variabel *abnormal return*. Penelitian ini merupakan suatu *event study*.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji reaksi pasar modal dengan menggunakan pengujian kinerja hingga 1 tahun setelah IPO. Event study ini bertujuan untuk mengukur hubungan antara pengaruh peristiwa terhadap return sekuritas, dan reaksi atas peristiwa ini yaitu dengan menggunakan pendekatan *abnormal return*.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang diambil dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang telah melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dari Januari 2002 sampai dengan Desember 2002. Pertimbangan pemilihan bulan Januari 2002-Desember 2002 karena peneliti ingin melihat reaksi pasar modal dengan kinerja hingga satu tahun sesudah IPO.

Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode purposive sampling, sedangkan kriteria yang dikehendaki peneliti adalah:

Keterangan	Jumlah perusahaan
Perusahaan yang melakukan IPO periode Januari 2002-Desember 2002	Populasi = 59
Perusahaan yang memperdagangkan saham setelah IPO selama 1 tahun	Sampel = 43

Definisi Operasional Variabel

Variabel penelitian yang digunakan untuk menguji kinerja saham setelah IPO yang sesuai dengan hipotesis adalah *abnormal return*. Hartono (1998) menyatakan bahwa *abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal dihitung dengan mengurangkan *return* yang diharapkan terhadap *return* yang sesungguhnya terjadi. Dalam penelitian ini, digunakan variabel *abnormal return* yang sesuai dengan penelitian Prastiwi dan Kusuma (2001) dan Sakir (2002) yang menggunakan Market Adjusted Model.

Metode Analisis Data

Sebelum dilakukan uji statistik dihitung terlebih dahulu *return abnormal* sebagai ukuran kinerja untuk periode jangka pendek (6 bulan) dan jangka panjang (1 tahun) berdasarkan harga perdana dan harga penutupan pada hari pertama perdagangan dengan menggunakan persamaan (Aggarwal *et al* dalam Prastiwi dan Kusuma, 2001) sebagai berikut :

Menghitung Return Total saham setiap periode dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_{it}}{P_{i0}} - 1$$

dimana: R_{it} = Return Total; P_{it} = Harga saham pada saat t; P_{i0} = Harga saham saat penawaran

Harga saham yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga saham bulanan mulai dari Januari 2002 sampai dengan Desember 2002. Data harga bulanan digunakan untuk perhitungan return abnormal periode 1 bulan sampai 1 tahun mengingat sebagian besar saham tidak diperdagangkan setiap hari, sehingga bila data harian yang digunakan maka

akan banyak diperoleh data yang kosong.

Menghitung Return Pasar setiap periode dengan rumus :

$$Rm_t = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

atau dapat diturunkan sebagai berikut:

$$R_{mt} = \frac{IHS G_t}{IHS G_{t-1}} - 1$$

dimana: R_{mt} = Return indeks pasar; $IHS G_t$ = Nilai indeks pasar pada saat t; $IHS G_{t-1}$ = Nilai indeks pasar pada saat penawaran

Indeks pasar yang digunakan dalam perhitungan ini adalah Indeks Harga Saham Gabungan secara gabungan mulai Januari 2002 sampai dengan Desember 2002. Apabila pada tanggal tertentu tidak terjadi perdagangan maka nilai IHS G yang digunakan adalah tanggal terakhir sebelum tanggal tersebut.

Menghitung *Market Adjusted Abnormal Return* untuk setiap perusahaan yang IPO pada hari ke t, dengan rumus:

$$AR_{it} = \frac{(1 + R_{it})}{(1 + R_{mt})} - 1 \times 100\%$$

Dimana: AR_{it} = *Market-Adjustment Abnormal Return*; R_{it} = Total Return Saham; R_{mt} = Total Return Pasar

Selanjutnya return abnormal yang dihitung dengan persamaan ini akan

digunakan sebagai pengukur kinerja surat berharga dengan kriteria:
Return Abnormal > 0, menunjukkan kinerja yang *outperformed*.
Return Abnormal < 0, menunjukkan kinerja yang *underperformed*.

Untuk menginterpretasikan total return secara kelompok (grup) setiap periode dihitung *Wealth Relative* sebagai pengukur kinerja. Rumus yang digunakan adalah:

$$WR = \frac{1 + (1/N) \sum_{i=1}^N R_{it}}{1 + (1/N) \sum_{i=1}^N R_{mt}}$$

Kriteria pengukuran yang digunakan adalah:

WR > 1 menunjukkan kinerja yang *outperformed*

WR < 1 menunjukkan kinerja yang *underperformed*

Perhitungan *Wealth Relative* ini dilakukan untuk mendukung hasil pengujian yang dilakukan dengan perhitungan sebelumnya.

Sumber Data dan Analisis Data

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan data sekunder yang diperoleh melalui media perantara. Data sekunder ini dapat diperoleh melalui perusahaan yang diteliti atau data yang dipublikasikan untuk umum. Sedangkan tipe data yang digunakan adalah dengan menggunakan data eksternal yang merupakan terbitan atau keluaran dari media masa maupun perusahaan penerbit seperti Indonesian Capital Market Directory. Untuk pengujian hipotesis 1, dilakukan dengan menggunakan *one sample t-test*. Dan sebelum dilakukan pengujian hipotesis 2, terlebih dahulu dilakukan uji kenormalan data. Uji kenormalan data atau distribusi **H11** : Dalam kinerja jangka panjang, kinerja saham yang di beli pada harga perdana di pasar modal mengalami *underperformed*.

dilakukan untuk mengetahui apakah sampel yang dianalisa mewakili populasi yang ada atau tidak, sehingga dengan diketahui kenormalan data dapat dilakukan analisa lebih lanjut. Distribusi normal merupakan distribusi teoritis dari variabel random yang kontinue.

Dari hasil uji kenormalan data jika:

a. Data berdistribusi normal, maka teknik uji beda dua rerata yang digunakan adalah *paired-samples t-test*. *Paired-samples t-test* merupakan statistik parametrik yang digunakan untuk menguji hipotesis komparatif rata-rata dua sampel bila datanya berbentuk interval atau rasio. b. Data tidak berdistribusi normal, maka teknik uji beda dua rerata yang digunakan adalah *wilcoxon matched-pairs signed rank test*. *Wilcoxon matched-pairs signed rank test* merupakan statistik non parametrik yang digunakan untuk menguji hipotesis komparatif dua sampel berkorelasi bila datanya berbentuk ordinal

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

1. Kinerja jangka Pendek dan jangka panjang

Hipotesis 1 (H11) adalah :

Hasil yang didapatkan adalah pada periode jangka pendek diketahui bahwa pada hari pertama perdagangan terdapat rata-rata (mean) abnormal return yang positif sebesar 4,646 persen. Penemuan ini konsisten dengan penelitian pasar modal yang dilakukan Prastiwi dan Kusuma (2001), hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pada hari pertama perdagangan terdapat mean yang positif.

Tabel 1. Kinerja saham setelah IPO tahun (Market adjusted abnormal return pada harga penawaran perdana)

Periode	Sampel	Mean	Deviasi Standard	Statistik-t	Prob	Wealth Relative
Hari Pertama	43	4.646	13.951	2.184*	0.035	1.047
1 bulan	43	434.477	4879.800	0.584	0.562	4.481
2 bulan	43	419.394	3123.260	0.881	0.384	5.199
3 bulan	43	65.459	535.499	0.802	0.427	5.801

4 bulan	43	-356.810	3210.341	-0.729	0.470	5.313
6 bulan	43	354.149	2578.087	0.901	0.373	2.074
1 tahun	43	-322.456	2159.277	-0.979	0.333	-1.747

*Signifikan pada level 5 %

Dari 43 perusahaan yang diamati ada 17 perusahaan IPO yang kinerja sahamnya negatif pada hari pertama perdagangan, sedangkan 26 perusahaan lainnya menunjukkan kinerja yang positif. Hal ini menunjukkan secara rata-rata diperoleh abnormal return positif dari saham yang dibeli pada harga perdana di hari pertama perdagangan. Rata-rata return awal sebesar 4,646 persen cukup rendah bila dibandingkan dengan hasil dari penelitian Prastiwi dan Kusuma (2001) yang rata-rata return awalnya sebesar 5,87 persen. Rata-rata abnormal return pada bulan pertama 4,646 naik menjadi 434,477 persen pada bulan pertama. Ini merupakan puncak kenaikan abnormal return. Setelah itu ada kecenderungan terus menurun sampai dengan periode 1 tahun. Dari bulan pertama mengalami penurunan dari 434,477 menjadi 419,394 ke bulan kedua. Hasil perhitungan dengan menggunakan *Wealth Relative* juga menunjukkan angka yang lebih besar dari 1 yaitu berturut-turut mulai dari hari pertama sampai dengan 6 bulan sebesar 1,047; 4,481; 5,199; 5,801; 5,313; dan 2,074. Hal ini berarti sampai dengan periode 6 bulan kinerja saham menunjukkan kinerja yang cukup baik (*outperformed*), Namun setelah sampai periode 1 tahun justru angka *Wealth Relative* menunjukkan kinerja yang buruk yaitu sebesar -1,747. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam jangka panjang kinerja sahamnya tidak bagus (*underperformed*). Dari hasil perhitungan dengan menggunakan *one sample t test* hanya pada hari pertama saja yang menunjukkan hasil perhitungan yang signifikan, sedangkan periode yang lain tidak menunjukkan angka yang signifikan. Di pasar modal Indonesia bila seseorang membeli saham pada harga perdana dan menyimpannya selama 12 bulan (1 tahun) akan memperoleh *abnormal return* negatif sebesar -322,456 walau tidak signifikan pada level 5 %. Sedangkan perhitungan *Wealth Relative* menunjukkan penurunan dari bulan keenam sebesar 2,074 menurun menjadi -1,747 pada bulan ke 12. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja jangka panjang mengalami *underperformed*. Hasil perhitungan ini menunjukkan bahwa

Hipotesis yang pertama (H_{11}) tidak dapat ditolak yang berarti bahwa dalam kinerja jangka panjang kinerja saham di pasar modal Indonesia mengalami *underperformed*.

2. Perbedaan kinerja jangka pendek dan jangka panjang pada harga penawaran perdana

Untuk pengujian yang kedua ini membedakan *abnormal return* berdasarkan jangka pendek dengan jangka panjang pada harga perdana. Jangka pendek dalam penelitian ini terdiri dari hari pertama, 1 bulan, 2 bulan, 3 bulan, 4 bulan dan 6 bulan sedangkan jangka panjang selama 1 tahun (12 bulan). Untuk memperoleh nilai perkiraan yang tidak bias dan efisien dari suatu pengujian uji beda dua rerata, maka dalam pelaksanaan analisis data harus memenuhi asumsi klasik. Uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan *Kolmogorov-Smirnov Goodness of Fit Test*. Tujuannya adalah untuk menentukan statistik yang akan digunakan parametrik atau non parametrik. Jika distribusinya normal maka statistik yang dipilih adalah parametrik (*Paired Sample T-Test* (uji t)) sedangkan jika datanya tidak normal maka statistik yang akan digunakan statistik non parametrik (*Wilcoxon Matched-Pairs Signed Rank Test*)

2.1 Hasil Pengujian Uji Normalitas

Distribusi normal merupakan distribusi teoretis dari variabel random yang kontinyu (Dajan, 1986^b). Kurva yang menggambarkan distribusi normal adalah kurva normal yang berbentuk simetris. Untuk menguji apakah sampel penelitian merupakan jenis distribusi normal maka digunakan pengujian *Kolmogorov-Smirnov Goodness of Fit Test* dengan dasar *abnormal return* pada periode hari pertama, 1 bulan, 2 bulan, 3 bulan, 4 bulan dan 6 bulan dan jangka waktu 1 tahun pada masing-masing saham yang dijadikan sampel (sebanyak 43 perusahaan yang melakukan IPO). Fungsi pengujian suatu data dikategorikan sebagai distribusi normal atau tidak adalah sebagai alat membuat kesimpulan populasi berdasarkan data sampel.

Hasil pengujian untuk membuktikan distribusi normal atau tidaknya *data* dapat dicermati pada Tabel 2.

Tabel 2 Uji Normalitas Distribusi terhadap *abnormal return*

Periode	Positif	Negatif	K-S Z*	2 tailed p.**
Hari Pertama	0.124	-0.093	0.811	0.526
1 bulan	0.346	-0.261	2.270	0.000
2 bulan	0.347	-0.268	2.276	0.000
3 bulan	0.087	-0.171	1.119	0.163
4 bulan	0.299	-0.404	2.648	0.000
6 bulan	0.315	-0.253	2.065	0.000
1 tahun	0.161	-0.285	1.869	0.002

Keterangan: *) K-S Z : *Kolmogorov-Smirnov test Z*

**) 2 tailed p. *Asymp. Sig. 2-tailed*

Penghitungan uji normalitas distribusi atas *abnormal return* tersebut diperoleh hasil bahwa pada keseluruhan periode memiliki tingkat probabilitas yang ada di bawah 5%. Data ini dapat dilihat pada kolom 2 *tailed p*, kecuali pada *abnormal return* hari pertama dan pada periode 3 bulan. Hal ini menunjukkan bahwa distribusi *Abnormal Return* merupakan distribusi tidak normal. Sehingga untuk pengujian hipotesis yang kedua (H₂) digunakan statistik non parametrik (*Wilcoxon Matched-Pairs Signed Rank Test*)

2.2. Pengujian hipotesis II

Pengujian hipotesis II adalah untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan *abnormal return* pada jangka pendek dan jangka panjang setelah perusahaan melakukan IPO untuk saham yang dibeli pada harga perdana. Adapun hipotesis dapat dijabarkan sebagai berikut :

H211 : Terdapat perbedaan *abnormal return* 1 tahun dan hari pertama pada saham yang dibeli pada harga perdana.

H212 : Terdapat perbedaan *abnormal return* 1 tahun dan 1 bulan pada saham yang dibeli pada harga perdana.

H213 : Terdapat perbedaan *abnormal return* 1 tahun dan 2 bulan pada saham yang dibeli pada harga perdana.

H214 : Terdapat perbedaan *abnormal return* 1 tahun dan 3 bulan pada saham yang dibeli pada harga perdana.

H215 : Terdapat perbedaan *abnormal return* 1 tahun dan 4 bulan pada saham yang dibeli pada harga perdana.

H216 : Terdapat perbedaan *abnormal return* 1 tahun dan 6 bulan pada saham yang dibeli pada harga perdana.

Berikut ini hasil rekapitulasi dari perhitungan pengujian *abnormal return*:

Tabel 3. Perbedaan Pengujian *abnormal return* jangka pendek dan jangka panjang (Saham yang dibeli pada harga perdana)

	Wilcoxon Signed Rank Test (Z hitung)	Prob	Kesimpulan
1 tahun - Hari Pertama	-0.26565	0.790510	H ₂₁₁ ditolak
1 tahun - 1 bulan	-1.02637	0.304717	H ₂₁₂ ditolak
1 tahun - 2 bulan	-0.60375	0.546011	H ₂₁₃ ditolak
1 tahun - 3 bulan	-0.43470	0.663781	H ₂₁₄ ditolak
1 tahun - 4 bulan	-0.02415	0.980733	H ₂₁₅ ditolak
1 tahun - 6 bulan	-0.72450	0.468761	H ₂₁₆ ditolak

Z tabel	1,96
---------	------

Tabel 3 menunjukkan bahwa dengan taraf signifikansi 5 persen, dari enam periode yang diuji tidak ada satupun terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja jangka pendek dan kinerja jangka panjang pada saham yang dibeli pada harga perdana yang ditunjukkan dengan nilai Z hitung lebih kecil dibandingkan dengan Z table. Dengan demikian tidak ada perbedaan yang signifikan antara periode hari pertama dengan 1 tahun, 1 bulan dengan 1 tahun, 2 bulan dengan 1 tahun, 3 bulan dengan 1 tahun, 4 bulan dengan 1 tahun, dan 6 bulan dengan 1 tahun berdasarkan market adjusted abnormal return pada harga penawaran perdana. Hal ini berarti bahwa H₂₁₁, H₂₁₂, H₂₁₃, H₂₁₄, H₂₁₅, dan H₂₁₆ ditolak pada taraf level 5 persen

3. Kinerja Pada Pasar Setelah Penutupan (After market)

Sehubungan terdapatnya fenomena kecenderungan yang dilakukan oleh *underwriter* untuk mendukung klien pada saat penawaran saham baru, yang mengakibatkan tidak semua investor mampu membeli saham pada harga perdana yang cenderung *underpricing* (Ritter, 2002), maka dalam penelitian ini dilakukan pengujian kinerja saham yang dibeli pada harga

penutupan hari pertama atau sering disebut pasar setelah penutupan (*after market*). Faktor lain yang menyebabkan investor tidak mampu memberi harga perdana adalah fenomena asimetris informasi. Hipotesis yang diuji pada kinerja saham pada harga setelah penutupan hari pertama (**H12**) : Dalam kinerja jangka panjang, kinerja saham yang di beli pada harga penutupan hari pertama di pasar modal mengalami *underperformed*.

Bila seseorang membeli surat berharga pada harga penutupan hari pertama dan menyimpannya selama satu bulan maka akan diperoleh abnormal return sebesar 174, 519 persen yang terus mengalami penurunan sampai dengan bulan keempat sebesar 11, 718 persen. Angka ini masih lebih tinggi dibanding jika kita membeli pada saat penawaran perdana dimana pada bulan keempat didapatkan penurunan return yang cukup tinggi yaitu -356.810.

Tabel 4. Kinerja saham setelah IPO tahun (Market adjusted abnormal return pada harga penutupan hari pertama)

Periode	Sampel	Mean	Deviasi Standard	Statistik-t	Prob	Wealth Relative
1 bulan	43	174.519	1342.567	0.852	0.399	3.262
2 bulan	43	-22.688	1989.031	-0.075	0.941	3.644
3 bulan	43	8.531	489.448	0.114	0.910	3.742
4 bulan	43	11.718	651.383	0.118	0.907	2.968
6 bulan	43	306.445	1223.217	1.643	0.108	-0.247
1 tahun	43	-303.715	1510.104	-1.319	0.194	-3.654

Berdasarkan data tersebut dan kriteria yang sudah ditentukan bahwa bila abnormal return lebih besar dari 0 maka kinerja dinyatakan *outperformed*, dapat disimpulkan bahwa kinerja jangka pendek pada pasar setelah penutupan (*aftermarket*) mengalami *outperformed* sebesar 174,519 persen. Temuan ini didukung oleh nilai *Wealth Relative* yang lebih besar dari 1 yaitu 3,262 yang berarti kinerja pada periode tersebut *outperformed*.

Pada Tabel 4 tampak bahwa bulan pertama sampai dengan 6 bulan terdapat *abnormal return* berturut-turut sebesar 174,519; -22,688; 8,531; 11,718; dan 306,445; tetapi keenamnya tidak menunjukkan angka yang signifikan pada level 5 %. Hal ini dapat menjadi indikasi bahwa pasar setelah penutupan di pasar modal Indonesia cukup efisien. Pada pasar setelah penutupan (*aftermarket*) apabila investor membeli saham pada harga penutupan hari pertama dan menyimpannya selama 12 bulan (1 tahun) akan diperoleh *abnormal return* negatif sebesar -303,715 persen. Sesuai dengan kriteria bahwa bila *abnormal return* kurang dari 0 kinerja dianggap *underperformed*, maka bisa dinyatakan bahwa kinerja jangka panjang pada pasar setelah penutupan mengalami *underperformed*. Pernyataan ini didukung oleh nilai *Wealth Relative* sebesar -3,654 dalam waktu 12 bulan (1 tahun). Hasil perhitungan ini menunjukkan bahwa Hipotesis yang pertama (H12) tidak dapat ditolak yang berarti bahwa dalam kinerja jangka panjang kinerja saham di pasar modal Indonesia mengalami *underperformed*.

4. Perbedaan kinerja jangka pendek dan jangka panjang pada harga penutupan hari pertama.

Untuk periode yang kedua ini membedakan *abnormal return* berdasarkan jangka pendek dengan jangka panjang pada harga penutupan hari pertama. Jangka pendek dalam penelitian ini terdiri dari 1 bulan, 2

bulan, 3 bulan, 4 bulan dan 6 bulan sedangkan jangka panjang selama 1 tahun (12 bulan).

Untuk memperoleh nilai pemeriksa yang tidak bias dan efisien dari suatu pengujian uji beda dua rerata, maka dalam pelaksanaan analisis data harus memenuhi asumsi klasik. Uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan *Kolmogorov-Smirnov Goodness of Fit Test*. Tujuannya adalah untuk menentukan statistik yang akan digunakan parametrik atau non parametrik. Jika distribusinya normal maka statistik yang dipilih adalah parametrik (*Paired Sample T-Test* (uji t)) sedangkan jika datanya tidak normal maka statistik yang akan digunakan statistik non parametrik (*Wilcoxon Matched-Pairs Signed Rank Test*)

4.1 Hasil Pengujian Uji Normalitas

Distribusi normal merupakan distribusi teoretis dari variabel random yang kontinyu (Dajan, 1986^b). Kurva yang menggambarkan distribusi normal adalah kurva normal yang berbentuk simetris. Untuk menguji apakah sampel penelitian merupakan jenis distribusi normal maka digunakan pengujian *Kolmogorov-Smirnov Goodness of Fit Test* dengan dasar *abnormal return* pada periode 1 bulan, 2 bulan, 3 bulan, 4 bulan dan 6 bulan dan jangka waktu 1 tahun pada masing-masing saham yang dijadikan sampel (sebanyak 43 perusahaan yang melakukan IPO). Fungsi pengujian suatu data dikategorikan sebagai distribusi normal atau tidak adalah sebagai alat membuat kesimpulan populasi berdasarkan data sampel.

Hasil pengujian untuk membuktikan distribusi normal atau tidaknya *data* dapat dicermati pada Tabel 5.

Tabel 5. Uji Normalitas Distribusi terhadap *abnormal return*

Periode	Positif	Negatif	K-S Z*	2 tailed p.**
1 bulan	0.160	-0.179	1.176	0.126
2 bulan	0.224	-0.384	2.520	0.000
3 bulan	0.107	-0.153	1.005	0.264

4 bulan	0.216	-0.212	1.416	0.036
6 bulan	0.260	-0.200	1.703	0.006
1 tahun	0.150	-0.287	1.880	0.002

Keterangan: *K-S Z : Kolmogorov-Smirnov test Z

**2 tailed p. Asymp. Sig. 2-tailed

Penghitungan uji normalitas distribusi atas *abnormal Return* tersebut diperoleh hasil bahwa pada keseluruhan periode memiliki tingkat probabilitas yang ada di bawah 5%. Data ini dapat dilihat pada kolom 2 tailed p, kecuali pada abnormal return periode 1 bulan, dan 3 bulan. Hal ini menunjukkan bahwa distribusi *Abnormal Return* merupakan distribusi tidak normal. Sehingga untuk pengujian hipotesis yang kedua (H₂₂) digunakan statistik non parametrik (*wilcoxon matched-pairs signed rank test*)

4.2. Pengujian hipotesis II

Pengujian hipotesis II adalah untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan abnormal return pada jangka pendek dan jangka panjang setelah perusahaan

melakukan IPO untuk saham yang dibeli pada harga penutupan hari pertama.

H221: Terdapat perbedaan *abnormal return* 1 tahun dan 1 bulan pada saham yang dibeli pada harga penutupan hari pertama.

H222: Terdapat perbedaan *abnormal return* 1 tahun dan 2 bulan pada saham yang dibeli pada harga penutupan hari pertama.

H223: Terdapat perbedaan *abnormal return* 1 tahun dan 3 bulan pada saham yang dibeli pada harga penutupan hari pertama.

H224: Terdapat perbedaan *abnormal return* 1 tahun dan 4 bulan pada saham yang dibeli pada harga penutupan hari pertama.

H225: Terdapat perbedaan *abnormal return* 1 tahun dan 6 bulan pada saham yang dibeli pada harga penutupan hari pertama.

Berikut ini hasil rekapitulasi pengujian abnormal return.

panjang (Saham yang dibeli pada harga penutupan hari pertama)

Tabel 6. Perbedaan Pengujian abnormal return jangka pendek dan jangka

	Wilcoxon Signed Rank Test (Z hitung)	Prob	Kesimpulan
1 tahun - 1 bulan	-1.666	0.096	H ₂₂₁ Tidak ditolak
1 tahun - 2 bulan	-0.930	0.352	H ₂₂₂ ditolak
1 tahun - 3 bulan	-0.471	0.638	H ₂₂₃ ditolak
1 tahun - 4 bulan	-0.205	0.837	H ₂₂₄ ditolak
1 tahun - 6 bulan	-0.302	0.763	H ₂₂₅ ditolak
Z table ($\alpha = 5\%$)		1,96	
Z table ($\alpha = 10\%$)		1,65	

Pada Tabel 6 menunjukkan bahwa dengan taraf signifikansi 10 persen, dari enam periode yang diuji terdapat perbedaan yang cukup signifikan antara periode 1 bulan dengan 1 tahun yang ditunjukkan dengan besarnya nilai z hitung yang lebih besar dibandingkan dengan Z table ($1,666 > 1,65$), sedangkan periode yang lain tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan yaitu periode 2 bulan dengan 1 tahun, 3

bulan dengan 1 tahun, 4 bulan dengan 1 tahun, dan 6 bulan dengan 1 tahun. Dengan demikian ada perbedaan yang signifikan antara kinerja jangka pendek dan kinerja jangka panjang pada saham yang dibeli pada harga penutupan. Hal ini berarti bahwa H₂₂₁ tidak dapat ditolak sedangkan H₂₂₂, H₂₂₃, H₂₂₄, H₂₂₅ ditolak pada taraf signifikan 5 persen.

Pembahasan Hasil Penelitian

1. Kinerja saham di Indonesia setelah IPO dalam jangka panjang mengalami penurunan

Pengujian mengenai penurunan kinerja saham dalam jangka panjang dilakukan dengan menguji pada harga perdana dan harga penutupan pada hari pertama. Berdasarkan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Prastiwi dan Kusuma (2001), Anlin dan Pan (1998), Arosio *et al* (2001), Kooli dan Suret (2002) menyatakan bahwa dalam kinerja jangka panjang kinerja saham mengalami *underperformed*. Dari hasil pengujian didapatkan temuan yang konsisten dengan hasil penelitian terdahulu bahwa dalam jangka panjang kinerja saham baik pada harga perdana maupun harga penutupan hari pertama mengalami penurunan (*underperformed*). Hal ini terjadi dikarenakan pada kondisi setelah krisis ini, investor hanya mengejar adanya keuntungan jangka pendek dimana dengan melakukan aktivitas ambil untung, yaitu dengan menjual saham pada saat masih terjadi adanya *underpricing*. Sehingga didapatkan sesuai dengan Tabel 1 yang menunjukkan adanya rata-rata *abnormal return* yang positif signifikan hanya pada hari pertama saja, dimana selain menjadi indikator adanya *underpricing*, pada periode sesudahnya didapatkan hasil yang positif namun tidak signifikan. Hal ini dimungkinkan karena investor setelah menerima untung pada hari pertama, kemudian melakukan aktivitas menjual saham saat harga masih dalam kondisi *underpricing*. Dan hal ini menyebabkan meskipun dalam jangka pendek tampak *outperformed* tetapi sebenarnya merupakan tanda-tanda akan mengalami *underperformed* pada kinerja jangka panjang.

2. Perbedaan kinerja saham dalam jangka pendek dan dalam jangka panjang

Untuk pengujian ini membedakan *abnormal return* berdasarkan jangka pendek dengan jangka panjang pada harga perdana. Jangka pendek dalam penelitian ini terdiri dari hari pertama, 1 bulan, 2 bulan, 3 bulan, 4 bulan dan 6 bulan sedangkan jangka panjang selama 1 tahun (12 bulan). Pada harga perdana didapatkan hasil yang tidak konsisten dengan hasil penelitian dari Prastiwi dan Kusuma (2001) dimana didapatkan adanya perbedaan signifikan

antara kinerja jangka pendek dan jangka panjang pada surat berharga yang dibeli pada harga perdana. Ketidak konsistenan ini terjadi karena kenaikan dan penurunan abnormal return yang terjadi baik dalam periode jangka panjang dan periode jangka pendek secara rata-rata memang tidak mengalami perbedaan yang signifikan. Hal ini dimungkinkan karena pada saat setelah terjadinya krisis di Indonesia, perusahaan-perusahaan yang go publik pada saat itu mudah untuk mengalami ketidak stabilan harga saham yang disebabkan oleh kondisi ekonomi, seperti naik turunnya nilai mata uang hingga kondisi sosial politik yang tidak stabil di negara ini. Indikasi ini terlihat dari kenaikan dan penurunan harga saham yang tidak mengalami perbedaan pada periode jangka panjang dan periode jangka pendek. Pada saat satu perusahaan mengalami kenaikan harga saham, perusahaan lain juga mengalami kenaikan harga saham juga, begitu pula pada saat terjadi penurunan harga saham dan hal ini berpengaruh pada nilai abnormal returnnya. Adapun hasil ini konsisten dengan temuan dari Nasirwan (1997), Frederikslust dan Geest (1999), Arosio *et al* (2001).

3. Kinerja dari surat berharga yang dibeli pada harga penutupan hari pertama

Pada kinerja dari surat berharga yang dibeli pada harga penutupan hari pertama didapatkan hasil bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada periode 1 bulan dengan 1 tahun sedang periode yang lainnya tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Prastiwi dan Kusuma (2003) yang menyatakan adanya perbedaan yang signifikan pada kinerja jangka panjang dan kinerja jangka pendek pada harga penutupan hari pertama. Hal ini dimungkinkan karena seperti yang telah dikemukakan diawal, bahwa investor di Indonesia mempunyai kecenderungan untuk melakukan aktivitas ambil untung, dimana terlihat bahwa keuntungan yang paling mungkin untuk diambil adalah pada 1 bulan pertama yang kemudian menurun hingga pada 1 tahun. Kondisi yang hampir sama juga terlihat pada kinerja saham jika dibeli pada harga perdana bahwa diluar adanya perbedaan yang signifikan pada kinerja 1 bulan dan 1 tahun, kenaikan dan penurunan abnormal return secara rata-rata tidak berbeda antara kinerja jangka pendek dan jangka panjang. Adapun hasil ini konsisten dengan temuan dari Nasirwan

(1997), Frederikslust dan Geest (1999), Arosio *et al* (2001).

Implikasi Hasil Penelitian

Implikasi dari hasil penelitian ini adalah :

1. Dengan melihat kenyataan bahwa ternyata pada kinerja jangka panjang di pasar modal Indonesia mengalami *underperformed* bila dibandingkan dengan kinerja jangka pendeknya maka sebaiknya investor membeli saham sebagai investasi jangka pendek untuk menghindari adanya *abnormal return* yang negatif yang terjadi mulai bulan ke 4 atau 1 tahun.
2. Masalah kinerja saham perlu untuk mendapatkan perhatian mengingat implikasi dari penelitian ini cukup besar bagi pihak-pihak yang berhubungan dengan pasar modal diantaranya sebagai pedoman bagi investor untuk melakukan strategi perdagangan dan dapat membantu emiten agar dapat memperkirakan ekuitas eksternal yang harus dikeluarkan sehubungan dengan penawaran perdana.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan serta hasil analisis statistik yang telah diuraikan sebelumnya maka dalam penelitian ini dapat dikemukakan kesimpulan sebagai berikut :

1. Berdasarkan hasil perhitungan dengan menggunakan *one sample t* - test didapatkan hasil bahwa meskipun pada hari pertama menunjukkan hasil yang signifikan sedangkan pada periode 1 bulan, 2 bulan, 3 bulan, 4 bulan dan 6 bulan tidak menunjukkan hasil yang signifikan, yang berarti meskipun dalam jangka pendek kinerja saham terlihat baik (*outperformed*), tetapi sebenarnya merupakan tanda-tanda bahwa dalam jangka panjang kinerja saham mengalami penurunan (*underperformed*). Pada hasil perhitungan dengan menggunakan *Wealth Relative* didapatkan hasil bahwa kinerja saham mulai dari hari pertama sampai dengan 6 bulan menunjukkan bahwa kinerja saham sampai dengan periode 6 bulan terjadi peningkatan dan menunjukkan kinerja yang cukup baik (*outperformed*), sedangkan setelah periode 1 tahun

didapatkan bahwa dalam kinerja jangka panjang kinerja sahamnya tidak bagus (*underperformed*).

2. Pada kinerja saham yang dibeli pada harga perdana didapatkan bahwa pada kinerja jangka panjang mengalami *underperformed* sedang pada jangka pendek mengalami *outperformed*. Sedangkan pada hasil pengujian didapatkan bahwa tidak satupun terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja jangka pendek dan kinerja jangka panjang pada saham yang dibeli pada harga perdana.
3. Pada kinerja pasar setelah penutupan (*aftermarket*) didapatkan bahwa pada kinerja jangka panjang pada pasar setelah penutupan (*aftermarket*) mengalami *underperformed* sedang pada jangka pendek mengalami *outperformed*. Sedangkan pada hasil pengujian didapatkan bahwa terdapat perbedaan yang cukup signifikan antara periode 1 bulan dengan 1 tahun sedangkan periode yang lain tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan yaitu periode 2 bulan dengan 1 tahun, 3 bulan dengan 1 tahun, 4 bulan dengan 1 tahun, dan 6 bulan dengan 1 tahun. Kondisi ini terjadi karena investor di Indonesia memiliki kecenderungan untuk mengambil aktivitas ambil untung, sehingga terdapat perbedaan yang cukup signifikan hanya pada periode 1 bulan dengan 1 tahun saja sedang bulan berikutnya tidak.

Saran – saran

1. Bagi emiten, dengan mengetahui bahwa secara jangka panjang kinerja saham akan mengalami penurunan, atau menunjukkan reaksi yang cenderung menurun terhadap IPO, maka sebaiknya memikirkan alternatif lain untuk memnuhi kebutuhan dana untuk menunjang operasi dan investasi usahanya seperti melalui pinjaman. Dengan kondisi investor yang cenderung tidak rasional dalam menyikapi adanya IPO ini, maka bagi perusahaan yang ingin go public untuk memperoleh dana, sebaiknya menahan dulu keinginan untuk melakukan IPO karena pasar tidak merespon informasi IPO, sehingga dikhawatirkan nilai sahamnya kan dinilai rendah oleh pasar

- yang akan berakibat akan menurunnya nilai perusahaan.
2. Bagi investor, dengan adanya hasil temuan ini diharapkan dapat lebih meningkatkan kualitas keputusan terutama pada saham-saham yang melakukan IPO. Hal ini perlu dilakukan karena dalam mengambil keputusan investasi pada saham-saham IPO, perusahaan cenderung melebih-lebihkan kinerja sahamnya.
 3. Bagi pemerintah dalam hal ini Bapepam dan BEJ sebagai pembuat regulasi pasar modal Indonesia, hendaknya temuan ini lebih meningkatkan kemampuannya dalam usaha untuk meningkatkan kepercayaan pasar (investor) terhadap bursa akibat diterpa krisis yang berkepanjangan. Hal ini perlu dilakukan agar BEJ bisa menjadi alternatif yang tepat dan efisien untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan.
 4. Untuk akademisi, penelitian ini merupakan pengembangan dari keterbatasan penelitian sebelumnya (Prastiwi dan Kusuma, 2001) yaitu dengan menggunakan data harga, dan IHSG yang sesuai dengan tanggal IPO. Bila pada penelitian sebelumnya menggunakan periode jangka pendek mulai dari hari pertama sampai dengan 3 bulan sedang periode jangka penjangnya menggunakan periode 24 bulan, pada penelitian ini periode jangka pendeknya ditambah menjadi 6 bulan. Untuk penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan periode jangka panjang yang lebih lama dan dengan menggunakan penghitungan *abnormal return* dengan market model.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad. 1996. *Dasar-dasar Manajemen Investasi*, Cetakan pertama, Penerbit Rineka Cipta, Jakarta.
- Anlin, C. dan K. Pan. 1998. An Answer to the Long-Run Performance Puzzle of IPOs in Taiwan: An Application of the Fama-French Model, *SSRN Electronic Paper Collection*.
- Arosio, R., G. Giudici, S. Paleari. 2001. The Market Performance of Italian IPOs in the Long-Run, *SSRN Electronic Paper Collection*.
- Brigham E.F. and L.C. Gapenski. 1999. *Intermediate Financial Management*, 6th edition, Harcourt Brace College.
- Drobetz, W., M. Kammerman, U. Wälchli. 2002. Performance of Initial Public Offerings: The Evidence for Switzerland, *SSRN Electronic Paper Collection*.
- Frederikslust, R.A.I. dan R.A. Geest. 1999. Initial returns and long-run performance of private equity-backed initial public offerings on the Amsterdam Stock Exchange, *SSRN Electronic Paper Collection*.
- Gujarati D. 1997. *Ekonometrika Dasar*, Cetakan Kedua, Penerbit Erlangga Jakarta.
- Harianto, F. dan S. Sudomo. 1998. *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi*, Edisi Pertama, Penerbit PT Bursa Efek Jakarta.
- Hartono, M.J. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga, BPFE Yogyakarta.
- Husnan. 1998. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Ketiga, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Jones, C.P. 2002. *Investment Analysis and Management*, 8th Edition, John Wiley & Sons, Inc. New York.
- Kaplan, C.J. 2003. Initial Public Offerings of Securities, Equity Analytics, Ltd., www.e-analytics.com
- Kooli, M. dan J.M. Suret. 2002. The aftermarket performance of initial public offerings in Canada, *SSRN Electronic Paper Collection*
- Maringka, T.S. 2002. *Reaksi Harga Saham Terhadap Penawaran Umum Perdana (IPO) Obligasi: Analisis Asimetri Informasi Dan Jatuh Tempo Hutang (Studi Pada Perusahaan-Perusahaan Go Public Di Pasar Modal Indonesia)*, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Sains Universitas Gadjah Mada.
- Mok, H.M.K and Y.V. Hui. 1998. Underpricing and Aftermarket Performance Of IPOs in Shanghai, China, *Pasific-Basin Finance Journal* 6, 453-474.
- Nasirwan. 1997. Reputasi Penjamin Emisi, Return Awal, Return 15 Hari Sesudah IPO, Dan Kinerja Perusahaan Satu Tahun Sesudah IPO, *Simposium Nasional Akuntansi III*, Sesi Pertama, hal 573-598.

- Prastiwi, A. dan I.J. Kusuma. 2001. Analisis Kinerja Surat Berharga Setelah Penawaran Perdana (IPO) Di Indonesia, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol.16, No. 2, 177-178.
- Ritter J. dan I. Welch. 2002. A Review Of IPO Activity, Pricing, And Allocation, *NBER Working Paper Series*.
- Rodoni, A. 2002. Penawaran Saham Perdana: Pengalaman Di Bursa Efek Jakarta 1990-1998, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 17, No. 4, 398-419.
- Sakir. 2002. *Analisis Reaksi Pasar Modal Terhadap Initial Public Offering (IPO) Pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*, Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya.
- Santoso S. 2003. *Buku Latihan SPSS Statistik Non Parametrik*, Penerbit PT Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Sartono A. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Cetakan keempat, BPFE Yogyakarta.
- Singarimbun dan E. Sofian . 1989. *Metode Penelitian Survei*, Edisi Revisi, LP3S, Jakarta.
- Sugiyono. 2003. *Metode Penelitian Bisnis*, Cetakan Kelima, Penerbit CV Alfabeta, Bandung.
- Teker S. dan Ö. Ekit. 2003. The Performance Of IPOs In Istanbul Stock Exchange In Year 2000, *Do_u_ Üniversitesi Dergisi*, 4 (1), 117-128.