

KINERJA JANGKA PANJANG IPO DI PAPAN UTAMA DAN PENGEMBANGAN

Suherman¹,
Wilda Rizkiyah²,
Agung Dharmawan Buchdadi³

Abstract

Previous studies reveal that the long-run performance of Indonesian initial public offerings (IPOs) underperformed. Prior studies only utilize IHSB indices and equally-weighted returns. Our paper seeks to shed light on by undertaking both market and matching-firm benchmarks. We employ IHSB, Main Board, and Development Board indices as market benchmarks. Matching-firms are represented by Indonesian Stock Exchange-listed securities that are to some extent matched by market capitalization with each IPO. Further, our study employs both value- and equally-weighted returns. Research period is between 2005 and 2007. Sample comprises 26 IPOs firms listed on the main board and 16 IPO firms listed on the development board. The results show that the long-run performance of Indonesian IPOs depends on the measurement methods and the portfolio benchmarks. Further, the long-run performance of IPOs listed on the main board is better rather than on the development board.

Keywords: Long-run performance, value-weighted returns, matching-firm benchmark, main board, development board

PENDAHULUAN

Penelitian kinerja jangka panjang IPO (*initial public offering*) di Indonesia menunjukkan hasil *underperformance* (antara lain Pujiharjanto, 2003; Martani, 2004; Suroso, 2005; Manurung dan Soe-priyono, 2006; Pratama, 2007; Saptadji, 2008; dan Vidyanti, 2009). Namun sayangnya, metode pengukuran dan *benchmark* yang digunakan hanya terbatas pada *equal-weighted returns* dan *market benchmark* (IHSB). Brav dan Gompers (1997), Gompers dan Lerner (2003), dan Ahmad-Zaluki *et al* (2007) mengungkapkan bahwa terjadi bias ketika menggunakan *market benchmarks* yaitu nilai kapitalisasi pasar yang jauh lebih besar pada *market indices* dibandingkan dengan nilai kapitalisasi pasar perusahaan yang IPO. Untuk itu, mereka menggunakan *matching-companies benchmark* untuk membandingkan kinerja IPO. Lebih jauh, mereka mengungkapkan bahwa metode penghitungan *equal-weighted returns* mengasumsikan bahwa *investor* mengalokasikan dananya sama besar untuk setiap sekuritas dalam portofolio. Namun nyatanya, investor mengalokasikan uangnya tidak sama besar pada setiap aset di portofolio mereka. Oleh karena itu, mereka menggunakan *value-weighted returns*.

Brav dan Gompers (1997), Gompers dan Lerner (2003), Ahmad-Zaluki *et al* (2007)

¹ FE Universitas Negeri Jakarta Kami mengucapkan terima kasih kepada *reviewer* atas masukannya. Untuk korespondensi silakan hubungi suherman@feunj.ac.id

² Email:wildarizkiyah@gmail.com

³ Email: agungdharmawan@feunj.ac.id

dan Suherman (2010) menemukan hasil yang berbeda dengan Ritter (1991), Wen dan Cao (2013) dan penelitian-penelitian sebelumnya di Indonesia. Brav dan Gompers (1997), Gompers dan Lerner (2003), Ahmad-Zaluki *et al* (2007) dan Suherman (2010) mengungkapkan bahwa kinerja jangka panjang saham IPO sensitif terhadap metode yang digunakan dalam mengevaluasi pengembalian abnormalnya. Mereka menunjukkan bahwa beberapa metode dan alat statistik yang digunakan menghasilkan kinerja yang berbeda antara satu dengan yang lainnya yaitu satu metode yang digunakan menunjukkan hasil *underperformance*, sementara metode yang lain menunjukkan kinerja superior. Karenanya, kami memandang perlu untuk lebih lanjut melakukan penelitian dalam menguji kekuatan hasil penelitian di atas, khususnya dalam konteks di Indonesia.

Penelitian kami menggunakan metode penghitungan *return* abnormal dengan CAR dan BHAR. Untuk membedakan penelitian ini dengan penelitian-penelitian terdahulu yang pernah dilakukan di Indonesia, kami menggunakan *matching-firm benchmark*, disamping *benchmark* pasar yang selalu digunakan di penelitian-penelitian sebelumnya. *Benchmark* pasar yang digunakan adalah IHSG, Indeks Papan Utama, dan Indeks Papan Pengembangan yang terdapat pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Sepanjang pengetahuan kami, penelitian kami adalah penelitian pertama yang menggunakan *matching-company benchmark* dalam konteks kinerja jangka panjang IPO di Indonesia. *Matching-company benchmark* ialah membandingkan kinerja perusahaan IPO dengan kinerja perusahaan non IPO yang terdaftar di BEI berdasarkan nilai kapitalisasi pasar. Lebih jauh, penelitian kami menggunakan *equally- and value-weighted returns*. Selama ini penelitian kinerja jangka panjang IPO di Indonesia tidak pernah menggunakan *value-weighted*

returns (kecuali Suherman, 2010; dan Suherman dan Buchdadi, 2011). Lebih jauh, penelitian kami menginvestigasi apakah kinerja jangka panjang IPO yang tercatat di Papan Utama dan Papan Pengembangan berbeda seperti yang dikemukakan oleh Ahmad-Zaluki *et al* (2007) bahwa perusahaan IPO yang tercatat di *Second Board* memiliki kinerja jangka panjang yang lebih baik dibandingkan dengan kinerja jangka panjang perusahaan IPO yang tercatat di *Main Board*, atau sebaliknya bahwa kinerja jangka panjang IPO di pasar utama lebih baik daripada di pasar kedua (Vismara *et al*, 2012). Hasil penelitian kami mengungkapkan bahwa 1) kinerja jangka panjang IPO tergantung pada metode pengukuran dan *portfolio benchmarks*, dan 2) kinerja jangka panjang IPO di papan utama lebih baik dibandingkan dengan kinerja IPO di papan pengembangan.

Pada bagian-bagian berikutnya artikel ini terdiri dari kajian literatur, metodologi penelitian, hasil dan pembahasan, serta kesimpulan dan saran.

KAJIAN LITERATUR DAN HIPOTESIS

Dari penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, ditemukan tiga anomali dalam konteks IPO. Anomali-anomali tersebut adalah 1) fenomena *underpricing* pada jangka pendek, 2) fenomena pasar "*hot-issue*", serta 3) fenomena *underperformance* pada jangka panjang. Dari ketiga anomali tersebut, fenomena *underperformance* dari saham-saham baru hingga saat ini masih terus menarik perhatian bagi banyak peneliti.

Ritter (1991) mempopulerkan gagasan tentang anomali ketiga yang terjadi pada saham-saham IPO, yaitu dalam jangka panjang, IPO mengalami *underperformance*. Menggunakan metode pengukuran CARs (*cumulative average returns*), Ritter menemukan bahwa dalam jangka waktu 3 (tiga) tahun setelah *go public*, perusahaan-

perusahaan IPO secara signifikan mengalami *underperformance* dibandingkan dengan *benchmarks*. Penelitian terkini yang dilakukan oleh Wen dan Cao (2013) juga menunjukkan bahwa kinerja jangka panjang IPO signifikan *underperformed*. Mereka menggunakan metode pengukuran BHARS (*buy-and-hold abnormal returns*) dan rentang waktu lima tahun pasca IPO.

Hasil penelitian Brav dan Gompers (1997) tidak mendukung hasil penelitian Ritter (1991) dan Wen dan Cao (2013). Mereka menunjukkan bahwa hasil *underperformance* pada saham pasca-IPO tergantung pada metode yang digunakan dalam menghitung *return* saham yang dijadikan proksi dari kinerja saham. Gompers dan Lerner (2003) menguatkan dugaan tersebut dengan hasil penelitian Brav dan Gompers (1997) yang menggunakan model penghitungan yang berbeda, dan dari model-model tersebut ditemukan hasil yang berbeda untuk sampel yang sama. Ahmad-Zaluki *et al.* (2007) kembali memberikan tambahan bukti dalam mendukung pernyataan Brav dan Gompers (1997), serta Gompers dan Lerner (2003), di mana dari penelitiannya mengenai IPO Malaysia, mereka menemukan hasil berbeda dari sampel yang sama, melalui pendekatan-pendekatan model yang berbeda-beda.

Hampir semua penelitian terdahulu yang dilakukan di Indonesia juga menunjukkan hasil yang sama dengan Ritter (1991) dan Wen dan Cao (2013), yaitu saham IPO *underperform* dalam jangka panjang, diantaranya adalah Vidyanti (2009), Saptadji (2008), Pratama (2007), Manurung dan Soepriyono (2006), Suroso (2005), Martani (2004), dan Pujiharjanto (2003). Manurung dan Soepriyono (2006) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan Indonesia mengalami *underperformance* selama tiga tahun sejak melakukan *go public*. Sementara Pujiharjanto (2003) mene-

mukan *underperformance* satu tahun setelah IPO. Suroso (2005) menunjukkan bahwa kinerja jangka panjang *underperform* satu tahun setelah IPO. Menggunakan EWBHAR dan EWCAR, Martani (2004) menemukan *underperformance* lima tahun pasca IPO. Pratama (2007), dengan menggunakan CAR, menunjukkan bahwa kinerja jangka panjang mengalami *underperform*. Saptadji (2008) mengemukakan bahwa rata-rata saham perdana Indonesia *underperformance* saat metode BHR digunakan. Vidyanti (2009) menemukan fenomena *long-run underperformance* pada saham bank. Semua penelitian diatas menggunakan *equally-weighted* BHAR dan/atau *equally-weighted* CAR dalam menghitung kinerja jangka panjangnya dan IHSG (pasar) sebagai *benchmark*-nya.

Berbeda dengan hasil penelitian di Indonesia yang dikemukakan diatas, Suherman (2010) mengungkapkan bahwa kinerja jangka panjang IPO tergantung pada metode pengukurannya. Dalam penelitiannya, Suherman (2010) menemukan *underperformance* yang tidak signifikan ditemukan pada penggunaan model *equal-weighted* dan *value-weighted* CAR. Sementara model *equal-weighted* BHAR menunjukkan hasil signifikan atas *underperformance* saham IPO. Namun, pada model *value-weighted* BHAR diperoleh hasil signifikan *outperformance* dari saham IPO di Indonesia. Terakhir, dengan menggunakan *Fama-French Three Factor Model*, Suherman (2010) menemukan kinerja jangka panjang IPO *outperform* namun tidak signifikan. Suherman dan Buchdadi (2011) mengungkapkan bahwa kinerja perusahaan IPO yang berbasis syariah *outperformed* selama 2 tahun dengan menggunakan metode pengukuran VWCAR.

Dengan demikian, hasil penelitian Suherman (2010) dan Suherman dan Buchdadi (2011) tidak mendukung penelitian Wen dan Cao (2013), Vidyanti (2009),

Saptadji (2008), Pratama (2007), Manurung dan Soepriyono (2006), Suroso (2005), Martani (2004), Pujiharjanto (2003), dan Ritter (1991). Tapi sebaliknya mendukung hasil penelitian Brav dan Gompers (1997), Gomper dan Lerner (2003), dan Ahmad-Zaluki (2007) yang mengatakan bahwa kinerja jangka panjang IPO tergantung pada metode pengukurannya.

Dari uraian di atas, maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₀: Kinerja jangka panjang IPO di Indonesia tidak mengalami *abnormal returns*

H_a: Kinerja jangka panjang IPO di Indonesia mengalami *abnormal returns*

METODOLOGI PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh saham perusahaan yang terdaftar di Papan Utama dan Papan Pengembangan BEI. Sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan penjualan sahamnya ke publik atau *go public*, melalui proses IPO, selama rentang waktu dari tahun 2005 hingga tahun 2007. Terdapat 42 IPO yang dimasukkan dalam sampel penelitian ini terdiri dari 26 IPO tercatat di papan utama dan 16 di papan pengembangan.

Operasionalisasi Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah: kinerja jangka panjang IPO. Variabel ini akan dihitung dengan menggunakan proksi *return* saham yang diperoleh perusahaan. *Return* akan diukur menggunakan metode pengukuran *return* abnormal jangka panjang melalui pendekatan *event-time*, yaitu dengan menggunakan model *buy-and-hold abnormal returns* (BHARs) dan *cumulative abnormal returns* (CARs).

Dalam menentukan evaluasi terhadap *return* jangka panjang, penelitian ini akan menggunakan tiga *benchmark*, yaitu: port-

folio pasar (Indeks Harga Saham Gabungan—IHSG), *indices* portfolio pasar alternatif (Papan Utama/Papan Pengembangan), *matching company*. *Matching Company* merupakan perusahaan non-IPO yang terdaftar di BEI, dan sebagai sampel kontrol dipasangkan satu per satu dengan perusahaan di sampel IPO berdasarkan nilai kapitalisasi pasar, di mana nilai kapitalisasi pasar yang digunakan merupakan nilai yang dimiliki oleh perusahaan non-IPO pada hari yang sama dengan hari pertama perusahaan IPO *listing*. Setiap *benchmark* akan dihitung dengan metode yang sama dengan variabel penelitian, yaitu menggunakan data *return* saham dan model penghitungan BHAR dan CAR.

Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Data yang diperlukan adalah harga saham dan nilai kapitalisasi pasar perusahaan-perusahaan IPO yang menjadi objek penelitian dan perusahaan-perusahaan publik non IPO yang menjadi *benchmark*. Di samping itu, diperlukan data harga IHSG, indeks Papan Utama, dan indeks Papan Pengembangan. Data diperoleh dari statistik BEI (*IDX statistics*), *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), dan *webpage* duniainvestasi.com.

Metode Analisis

Cumulative Abnormal Returns (CARs)

CAR dihitung dengan langkah-langkah berikut. Pertama, ditentukan terlebih dahulu *raw return* bulanan dari perusahaan IPO, r_{it} , dengan cara sebagai berikut:

$$r_{it} = (P_{it(30)} - P_{it(1)}) / P_{it(1)}$$

di mana $P_{it(30)}$ adalah harga penutupan perusahaan i pada hari ke-30 untuk periode t dan $P_{it(1)}$ adalah harga penutupan perusahaan i pada hari pertama untuk periode t .

Kedua, *return benchmark* dihitung dengan pola yang sama dengan *raw return*

perusahaan IPO, seperti berikut:

$r_{bencht} = (P_{bencht(30)} - P_{bencht(1)}) / P_{bencht(1)}$
 di mana $P_{bencht(30)}$ adalah harga penutupan *benchmark* pada hari ke-30 untuk periode t dan $P_{bencht(1)}$ adalah harga penutupan *benchmark* pada hari pertama untuk periode t .

Ketiga, *return* yang dikoreksi *benchmark* dihitung sebagai selisih dari *raw return* perusahaan IPO i dan *return* portfolio *benchmark* pada periode yang sama:

$$ar_{it} = r_{it} - r_{bencht}$$

Keempat, *return* rata-rata untuk portfolio dari n saham pada periode t ditunjukkan dengan nilai *mean return* yang dikoreksi *benchmark*:

$$AR_t = \sum_{i=1}^{n_t} \omega_i ar_{i,t}$$

di mana ω_i adalah bobot sampel ($\omega_i = 1/n$ jika penghitungan menggunakan metode *equally-weighted*, dan $\omega_i = MV_i / \sum MV$ jika penghitungan menggunakan metode *value-weighted*).

Terakhir, CAR diperoleh dengan mengakumulasi nilai *return* rata-rata yang telah dikoreksi *benchmark* untuk tiap periode t :

$$CAR_t = \sum_{t=1}^t AR_t$$

Untuk menilai apakah hasil perolehan CAR signifikan secara statistik, maka dilakukan uji t untuk CAR seperti berikut:

$$CAR_{t_month} = \frac{\overline{CAR_t}}{\sigma(CAR_t) / \sqrt{n}}$$

di mana $\sigma(CAR_t)$ adalah standar deviasi sampel *return* abnormal dan n adalah jumlah sampel IPO dalam penelitian.

Buy-and-Hold Abnormal Returns (BHARs)

BHR ditentukan dari langkah-langkah berikut ini. Pertama, ditentukan terlebih dahulu *raw return* bulanan dari perusahaan IPO, r_{it} , dengan cara yang sama seperti pada metode CAR. Kedua, *buy-and-hold return* selama 3 tahun untuk perusahaan i , dilambangkan dengan BHR_{it} , ditentukan

sebagai berikut:

$$BHR_{it} = \prod_{t=start}^{\min(T, delist)} (1 + r_{it}) - 1$$

di mana r_{it} adalah *raw return* bulanan pada perusahaan i dalam periode t , *start* adalah bulan *listing* pertama dan $\min(T, delist)$ adalah bulan terakhir perdagangan saat data diambil atau akhir periode tiga tahun perdagangan. Model tersebut akan menghitung *total return* dari strategi *buy-and-hold*, di mana saham dibeli pada harga penutupan pasar di hari pertama *listing* dan menyimpannya hingga (i) tahun pertama, kedua, atau ketiganya, atau (ii) saat *delisting*.

Ketiga, *buy-and-hold return* dari *benchmark*, dilambangkan dengan BHR_{bencht} , dihitung dengan pola sama:

$$BHR_{bencht} = \prod_{t=start}^{\min(T, delist)} (1 + r_{bencht}) - 1$$

di mana r_{bencht} adalah *raw return* bulanan pada *benchmark* dalam periode t , *start* adalah bulan yang sama saat perusahaan IPO *listing* dan $\min(T, delist)$ adalah bulan terakhir perdagangan IPO saat data diambil atau akhir periode tiga tahun perdagangan IPO. Model tersebut akan menghitung *total return* dari strategi *buy-and-hold* untuk *benchmark*, yang akan digunakan sebagai pengkoreksi *return* saham IPO.

Keempat, *buy-and-hold return* untuk tiap perusahaan yang dikoreksi oleh *benchmark*, $BHAR_{it}$, dihitung dengan cara mengurangi *buy-and-hold return* perusahaan i dengan *return* portfolio *benchmark*, seperti berikut:

$$BHAR_{it} = BHR_{it} - BHR_{bencht}$$

di mana BHR_{it} adalah *buy-and-hold return* pada perusahaan i dalam periode t , dan BHR_{bencht} adalah *buy-and-hold return* pada *benchmark* dalam periode t . Nilai positif

(negatif) dari $BHAR$ yang akan menunjukkan bahwa IPO *outperform* (*underperform*) atas portfolio *benchmark* yang telah ditentukan.

Mean buy-and-hold abnormal return, yang dilambangkan dengan \overline{BHAR}_t , untuk periode t ditentukan sebagai berikut:

$$\overline{BHAR}_t = \sum_{i=1}^n \omega_i BHAR_{it}$$

di mana $BHAR_{it}$ adalah *buy-and-hold return* untuk tiap perusahaan yang dikoreksi oleh *benchmark*, ω_i adalah bobot sampel, dan n adalah jumlah sampel perusahaan IPO dalam periode t . Model ini akan menunjukkan hasil rata-rata *buy-and-hold return* untuk semua sampel IPO, dalam periode bulan ke-1 hingga bulan ke-36 (3 tahun periode *holding*).

Signifikansi statistik dari *mean BHAR* dihitung dengan menggunakan dua prosedur berbeda, untuk mengecek *robustness* dari hasil yang diperoleh. Prosedur pertama menggunakan uji statistik konvensional. Limmack (2003), dalam Ahmad-Zaluki *et al.* (2007), menyatakan bahwa meskipun penggunaan pendekatan *buy-and-hold* tidak menganggap perlunya *rebalancing* portfolio, namun pendekatan tersebut meningkatkan kemungkinan bahwa distribusi *return* jangka panjang akan terbelokkan (tidak lurus). Karenanya, prosedur kedua adalah penghitungan *t*-statistik *bootstrapped skewness-adjusted*, seperti yang disarankan oleh Lyon *et al.* (1999), dalam Ahmad-Zaluki *et al.* (2007).

Menurut Lyon *et al.* (1999), dalam Ahmad-Zaluki *et al.* (2007), metode statistik ini menghasilkan 'uji statistik yang baik dalam menjelaskan sampel random, dan dalam kombinasi dengan portfolio yang dibentuk secara hati-hati, mengontrol dengan baik perusahaan sampel *new listing*, *rebalancing*, dan bias *skewness*'.

Model *t*-statistik *bootstrapped skewness-adjusted* dirumuskan sebagai berikut:

$$t_{sa} = \sqrt{n} \left(S + \frac{1}{3} \hat{\gamma} S^2 + \frac{1}{6n} \hat{\gamma} \right)$$

di mana

$$S = \frac{\overline{BHAR}_t}{\sigma(BHAR_t)}, \text{ dan } \hat{\gamma} = \frac{\sum_{t=1}^n (BHAR_t - \overline{BHAR}_t)^3}{n\sigma(BHAR_t)^3}$$

di mana γ adalah perhitungan dari koefisien ketidaklurusan (*skewness*). Sementara uji *t*-statistik konvensional ditentukan dengan cara: $\sqrt{n}S$.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Kinerja Jangka Panjang IPO Papan Utama dan Papan Pengembangan dengan Metode

Cumulative Abnormal Returns (CARs)

Table 1 Panel A dan Panel B menunjukkan hasil penghitungan *mean return* dari 26 perusahaan IPO Papan Utama, yang dihitung menggunakan metode *cumulative abnormal returns (CARs)* secara *equally*- dan *value-weighted*, dengan *benchmark* indeks Papan Utama (MBX), indeks Papan Pengembangan (DBX), indeks pasar (IHSG), serta *matching company*, selama 3 tahun setelah IPO. Nilai *t-statistics* menunjukkan signifikansi dari hasil penghitungan yang diukur pada level signifikansi 1%, 5%, dan 10%.

Panel A menunjukkan CAR rata-rata IPO yang terdaftar di Papan Utama, dengan menggunakan *benchmark* MBX dan DBX. Pada penggunaan *benchmark* MBX dan *equally-weighted*, seluruh hasil uji statistik yang diperoleh tidak menunjukkan hasil yang signifikan. Hasil *equally-weighted* menunjukkan nilai CAR yang *outperformed* selama 18 bulan, dan kemudian menjadi *underperformed* di bulan ke 24, 30 dan 36. Nilai *outperformed* tertinggi diperoleh pada bulan ke 11 (23.53%) dengan uji statistik yang tidak signifikan (*t-stat* = 1.46).

Tabel 1. Mean CARs IPO yang Terdaftar pada Papan Utama
Panel A: Benchmark Indeks Papan Utama (MBX) dan Indeks Papan
Pengembangan (DBX)

Month	No. of IPO	Mean CARs IPO Main Board (%)							
		MBX-adjusted				DBX-adjusted			
		EW	t-stat	VW	t-stat	EW	t-stat	VW	t-stat
1	26	4.94	1.52	6.12	1.88 ^c	1.42	0.38	0.89	0.24
2	26	9.29	1.34	8.18	1.18	2.86	0.40	-0.67	-0.09
3	26	9.05	1.23	2.69	0.36	-0.62	-0.08	-10.16	-1.24
4	26	10.91	1.24	7.43	0.84	2.22	0.24	-5.91	-0.62
5	26	18.24	1.70	11.02	1.02	7.98	0.69	-4.99	-0.42
6	26	20.68	1.67	14.16	1.14	6.84	0.53	-6.09	-0.47
7	26	19.64	1.48	9.96	0.74	5.28	0.38	-9.43	-0.67
8	26	21.02	1.53	7.32	0.52	7.39	0.53	-10.30	-0.72
9	26	22.54	1.61	7.53	0.53	14.43	1.07	-1.94	-0.14
10	26	20.89	1.35	0.81	0.05	17.20	1.19	-2.53	-0.17
11	26	23.53	1.46	-1.42	-0.08	21.70	1.45	-1.15	-0.07
12	26	20.88	1.25	-0.40	-0.02	22.33	1.45	5.56	0.35
18	26	2.75	0.18	-3.31	-0.22	15.07	0.91	19.84	1.20
24	26	-13.99	-0.92	-1.35	-0.09	-1.71	-0.10	22.10	1.23
30	26	-22.81	-1.26	-6.53	-0.36	-0.98	-0.05	21.64	1.08
36	26	-19.08	-1.14	-2.44	-0.14	4.31	0.23	29.69	1.50

^{b,c} Mengindikasikan signifikansi pada level 5%, dan 10%, berturut-turut, menggunakan uji *two-tailed*.

Panel B: Benchmark Indeks Pasar (IHSG) dan Matching Company

Month	No. of IPO	Mean CARs IPO Main Board (%)							
		IHSG-adjusted				Matching Company-adjusted			
		EW	t-stat	VW	t-stat	EW	t-stat	VW	t-stat
1	26	4.48	1.37	5.64	1.72 ^c	5.15	1.23	3.23	0.77
2	26	8.33	1.20	7.11	1.02	11.81	1.37	9.87	1.14
3	26	6.62	0.90	0.47	0.06	5.85	0.62	-4.33	-0.45
4	26	10.08	1.15	5.89	0.67	9.42	0.92	1.50	0.14
5	26	17.09	1.55	8.96	0.81	18.54	1.55	9.42	0.78
6	26	18.94	1.50	11.34	0.89	21.45	1.60	14.72	1.09
7	26	17.50	1.30	7.06	0.52	20.63	1.37	16.77	1.11
8	26	19.14	1.38	4.86	0.34	18.50	1.16	11.86	0.74
9	26	21.85	1.57	6.65	0.47	19.08	1.25	11.63	0.76
10	26	21.01	1.37	1.01	0.06	16.21	0.95	10.78	0.63
11	26	23.91	1.51	-0.74	-0.04	17.13	0.95	14.07	0.78
12	26	21.66	1.32	1.01	0.06	13.27	0.79	21.91	1.29
18	26	4.80	0.31	-0.15	-0.01	2.82	0.15	10.35	0.54
24	26	-11.71	-0.76	2.15	0.14	-3.15	-0.16	19.84	0.96
30	26	-21.29	-1.17	-5.88	-0.32	-3.41	-0.15	40.57	1.65
36	26	-17.09	-1.00	-0.99	-0.06	-7.21	-0.26	35.23	1.23

^c Mengindikasikan signifikansi pada 10%, menggunakan uji *two-tailed*.

Sementara dengan metode *value-weighted CARs*, selama 1 hingga 10 bulan periode perdagangan, IPO Papan Utama berkinerja *outperformed* jika dibandingkan dengan *benchmark* MBX, meskipun hanya hasil pada bulan pertama yang signifikan secara statistik (6.12%, $t\text{-stat} = 1.88$). Pada bulan ke 11, 12, 18, 24, 30 dan 36, saham IPO berkinerja fluktuatif, di mana terdapat beberapa bulan IPO mengalami *outperformance*, sementara bulan lainnya IPO berkinerja *underperformed*.

Masih pada Panel A, hasil penghitungan *mean CAR* dengan metode *equally-weighted* dengan *benchmark* DBX menunjukkan tren yang tidak jauh berbeda dengan hasil penghitungan dengan *benchmark* MBX, di mana pada 18 bulan pertama, kecuali bulan ke-3, *mean CAR* yang diperoleh menunjukkan hasil positif, yang juga berarti bahwa saham IPO berkinerja *outperformed* dibandingkan dengan *benchmark*. Kinerja IPO setelah 2 tahun menunjukkan *underperformance* sebesar 1.71% ($t\text{-stat} = -0.10$, tidak signifikan), dan tiga tahun pasca IPO, *mean CAR* IPO Papan Utama menunjukkan kinerja *outperformed* sebesar 4.31% ($t\text{-stat} = 0.23$, tidak signifikan). Hasil *value-weighted mean CAR* IPO Papan Utama dengan *benchmark* DBX menunjukkan hasil *underperformance* mulai bulan ke-2 sampai dengan ke-11. Kemudian pada bulan ke 12, 18, 24, 30 dan 36, saham IPO mengalami *outperformed* berturut-turut sebesar 5.56%, 19.84%, 22.10%, 21.64% dan 29.69%. Hasil uji t menunjukkan tidak signifikannya seluruh nilai *mean CAR* tersebut.

Panel B menunjukkan hasil rata-rata *CAR* IPO Papan Utama dengan *benchmark* IHSIG dan *matching company*. Selama tiga tahun pasca IPO, hasil *mean CAR* untuk kedua *benchmark* tidak ada satupun yang signifikan secara statistik, kecuali pada bulan ke 1 nilai IHSIG-*adjusted VWCARs* sebesar 5.64% ($t\text{-stat} = 1.72$, signifikan pada level 10%). Pada penggunaan *benchmark*

IHSIG, pada 18 bulan pertama diperoleh kinerja *outperformance*, yang kemudian berlanjut dengan *underperformance* hingga tahun ke 3 pasca IPO. Nilai *mean CAR* positif tertinggi yang diperoleh pada metode ini terdapat pada bulan 11 (23.91%) dengan $t\text{-stat} = 1.51$. Dari metode ini bisa diambil kesimpulan bahwa IPO *CAR* Papan Utama mengalami *outperformance* pada tahun pertama perdagangan, dan kemudian pada tahun kedua dan ketiga mengalami *underperformance* jika dibandingkan dengan *benchmark* IHSIG. Sementara, nilai *value-weighted mean CAR* menunjukkan kinerja *outperformance* pada bulan pertama, kemudian *underperformed* dibandingkan dengan *benchmark* IHSIG selama 10 bulan berikutnya. Mulai dari bulan ke 11, nilai *mean CAR* berfluktuasi di antara nilai positif dan negatif, hingga tahun ke 3 diperoleh nilai *underperformance* sebesar 0.99%. Seluruh hasil tersebut menunjukkan uji t yang tidak signifikan.

Nilai *equally-weighted mean CAR* IPO Papan Utama dengan *benchmark matching company* menunjukkan hasil *outperformance* selama 18 bulan pertama periode perdagangan, sebelum kemudian kinerja menurun pada bulan ke 24, 30 dan 36. Nilai *outperformance* tertinggi yang diperoleh dengan metode ini terdapat pada bulan ke 6 sebesar 21.45% ($t\text{-stat} = 1.60$, tidak signifikan). Secara umum, metode ini menunjukkan bahwa IPO Papan Utama berkinerja *outperformed* pada tahun pertama, dan kemudian berlanjut dengan kinerja *underperformed* pada tahun kedua dan ketiga. Sementara itu, *value-weighted mean CAR* IPO Papan Utama dengan *matching-company benchmark* menunjukkan kinerja *outperformance* selama 3 tahun pasca IPO, kecuali bulan ke 3 mengalami *underperformed* sebesar 4.33% ($t\text{-stat} = -0.45$). Semua tidak signifikan.

Tabel 2 Panel A menunjukkan nilai rata-rata *CAR* dari IPO Papan Pengembangan

dengan menggunakan *benchmark* MBX dan DBX. Nilai *equally-weighted mean* CAR Papan Pengembangan dengan *benchmark* MBX menunjukkan hasil *outperformance* selama 4 bulan pertama, dan kemudian kinerja mengalami *underperformed* hingga tahun ke 3 pasca IPO. Sejak bulan ke 18 hingga tahun ke 3 pasca IPO, secara statistik nilai *underperformance* yang diperoleh signifikan pada level 5%. Pada metode ini, IPO Papan Pengembangan mengalami *underperformance* pada tahun pertama, kedua, dan ketiga sebesar 16.19%, 42.14%, dan 51.72% berturut-turut dengan nilai *t-stat* sebesar -1.09 (tidak signifikan), -2.73 (signifikan) dan -2.25 (signifikan) berturut-turut. Untuk metode *value-weighted*, nilai *mean* CAR yang diperoleh untuk IPO Papan Pengembangan menunjukkan *outperformance* selama 7 bulan pertama, dengan tren menurun mulai 23.77% (*t-stat*=1.79, signifikan pada tingkat 10%) pada bulan ke 1 sampai dengan 1.66% (*t-stat*=1.79, tidak signifikan) di bulan ke 7. Mulai bulan ke 8 sampai dengan 3 tahun pasca IPO, kinerja IPO Papan Pengembangan mengalami *underperformed*, kecuali di bulan ke 11 mengalami *outperformance* sebesar 1.80% (*t-stat*=0.11, tidak signifikan). Kinerja IPO pada bulan ke

18, 24, 30 dan 36 signifikan *underperformed* sebesar 39.57%, 40.04%, 37.76% dan 49.42% berturut-turut (*t-stat*=-2.92, -2.59, -2.10, dan -2.15 berturut-turut. Semua signifikan pada level 5%).

Panel A pada bagian *benchmark* DBX menunjukkan hasil *equally-weighted* IPO Papan Pengembangan yang *outperformed* pada 4 bulan pertama, meskipun secara statistik tidak signifikan. Hingga tahun pertama, IPO Papan Pengembangan mengalami *underperformance* sebesar 21.70% (*t-stat*=-1.17, tidak signifikan). Kemudian pada tahun kedua, tingkat *underperformance* meningkat menjadi 50.24% dan signifikan pada tingkat 5% (*t-stat*=-2.90). Pada tahun ke 3, IPO Papan Pengembangan tetap mengalami *underperformance* sebesar 42.54% dan signifikan pada level 10% (*t-stat* = -2.09). Hasil *value-weighted* rata-rata IPO Papan Pengembangan dengan *benchmark* DBX menunjukkan *outperformance* yang tidak signifikan selama 4 bulan pasca IPO. Selanjutnya sampai dengan tahun ke 3 pasca IPO, kinerja IPO mengalami *underperformed*. Signifikan *underperformance* terjadi pada tahun ke 2 dan 3 sebesar 45.32% dan 37.13% berturut-turut pada tingkat 5% dan 10%.

**Tabel 2. Mean CARs IPO yang Terdaftar pada Papan Pengembangan
Panel A: Benchmark Indeks Papan Utama (MBX) dan Indeks Papan Pengembangan (DBX)**

Month	No. of IPO	Mean CARs IPO Development Board (%)							
		MBX-adjusted				DBX-adjusted			
		<i>t-stat</i>	VW	<i>t-stat</i>		<i>t-stat</i>	VW	<i>t-stat</i>	
1	EW 16	11.57	0.90	23.77	1.79 ^c	10.41	0.82	20.86	1.61
2	16	7.67	0.60	15.27	1.18	4.28	0.34	10.59	0.84
3	16	4.82	0.34	15.85	1.11	2.93	0.21	11.49	0.82
4	16	2.75	0.18	15.52	0.97	0.33	0.02	9.94	0.62
5	16	-4.37	-0.28	6.37	0.40	-9.65	-0.59	-1.69	-0.10
6	16	-6.73	-0.43	3.76	0.24	-13.98	-0.87	-7.70	-0.48
7	16	-5.13	-0.31	1.66	0.10	-12.44	-0.70	-9.73	-0.55
8	16	-6.72	-0.46	-5.18	-0.36	-14.75	-0.92	-20.03	-1.25
9	16	-6.07	-0.41	-0.23	-0.02	-16.65	-1.01	-18.28	-1.11

10	16	-15.54	-1.00	-11.90	-0.76	-22.04	-1.29	-26.39	-1.54
11	16	-11.32	-0.74	1.80	0.11	-16.84	-0.95	-13.78	-0.77
12	16	-16.19	-1.09	-6.69	-0.44	-21.70	-1.17	-23.28	-1.26
18	16	-35.65	-2.64 ^b	-39.57	-2.92 ^b	-31.25	-1.90 ^c	-31.18	-1.89 ^c
24	16	-42.14	-2.73 ^b	-40.04	-2.59 ^b	-50.24	-2.90 ^b	-45.32	-2.61 ^b
30	16	-50.03	-2.82 ^b	-37.76	-2.10 ^b	-51.16	-3.02 ^a	-32.96	-1.87 ^b
36	16	-51.72	-2.25 ^b	-49.42	-2.15 ^b	-42.54	-2.09 ^c	-37.13	-1.82 ^c

^{a,b,c} Mengindikasikan signifikansi pada level 1%, 5%, dan 10%, berturut-turut, menggunakan uji *two-tailed*.

Panel B: Benchmark Indeks Pasar (IHSG) dan Matching Company

Month	No. of IPO	Mean CARs IPO Development Board (%)							
		IHSG-adjusted				Matching Company-adjusted			
		EW	t-stat	VW	t-stat	EW	t-stat	VW	t-stat
1	16	11.41	0.89	23.37	1.77 ^c	14.21	0.99	18.81	1.30
2	16	7.17	0.56	14.60	1.14	-0.12	-0.01	1.71	0.11
3	16	4.57	0.33	15.25	1.07	0.27	0.02	5.86	0.33
4	16	2.40	0.15	14.72	0.93	-1.17	-0.06	4.04	0.19
5	16	-5.17	-0.33	5.19	0.33	-2.45	-0.12	3.54	0.17
6	16	-7.83	-0.50	2.08	0.13	-2.92	-0.13	7.68	0.35
7	16	-6.20	-0.38	-0.02	0.00	2.70	0.13	9.34	0.45
8	16	-7.91	-0.54	-7.41	-0.51	4.44	0.24	3.05	0.17
9	16	-9.66	-0.64	-5.23	-0.35	5.27	0.28	13.29	0.70
10	16	-14.89	-0.97	-12.25	-0.80	-12.56	-0.73	-3.57	-0.21
11	16	-10.59	-0.70	1.13	0.07	-8.44	-0.45	10.44	0.54
12	16	-15.41	-1.04	-7.50	-0.50	-12.59	-0.67	1.50	0.08
18	16	-33.26	-2.59 ^b	-36.41	-2.83 ^a	-37.65	-1.63	-24.70	-1.06
24	16	-46.80	-2.91 ^b	-48.71	-3.03 ^a	-46.02	-2.08 ^c	-45.13	-2.04 ^c
30	16	-57.08	-2.88 ^b	-50.96	-2.56 ^b	-53.06	-2.52 ^b	-28.41	-1.29
36	16	-57.54	-2.38 ^b	-61.88	-2.56 ^b	-57.17	-2.29 ^b	-40.89	-1.62

^{a,b,c} Mengindikasikan signifikansi pada level 1%, 5%, dan 10%, berturut-turut, menggunakan uji *two-tailed*.

Panel B menunjukkan hasil rata-rata CAR IPO Papan Pengembangan dengan menggunakan *benchmark* IHSG dan *matching company*. Pada penggunaan *benchmark* IHSG, secara *equal-weighted* diperoleh hasil positif selama 4 bulan pertama, dengan uji statistik yang tidak signifikan. Dari bulan ke 5 hingga tahun ke 3 pasca IPO, kinerja IPO Papan Pengembangan *underperformed*. Kinerja IPO pada bulan 18, 24, 30 dan 36 *underperformed* sebesar 33.26%, 46.80%, 57.08% dan 57.54% (semua signifikan pada tingkat 5%).

Sementara, kinerja IPO Papan Pengembangan dengan *benchmark* IHSG menunjukkan *outperformance* selama 6 bulan pasca IPO, dan berbalik menjadi *underperformed* mulai bulan ke 7 sampai dengan tahun ke 3 pasca IPO, kecuali bulan ke 11 menunjukkan *outperformance* sebesar 1.13%. *Underperformance* tertinggi sebesar 61.88% terjadi pada tahun ke 3 (*t-stat* = -2.56, signifikan pada tingkat 5%)

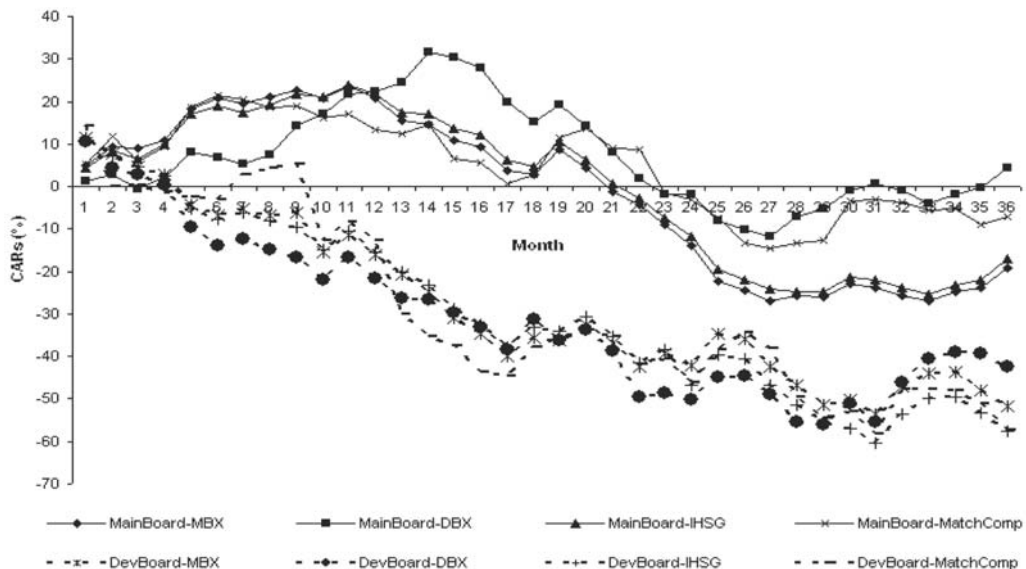
Nilai *equally-weighted* rata-rata CAR IPO Papan Pengembangan dengan *matching-company benchmark* pada 9 bulan

pertama menunjukkan nilai yang fluktuatif antara positif dan negatif, sebelum akhirnya pada bulan ke 10 hingga tahun ke 3 konstan dengan nilai negatif. Dalam jangka panjang, pada tahun pertama, IPO Papan Utama *underperformed* sebesar 12.59%, namun secara statistik tidak signifikan ($t\text{-stat} = -0.67$). Tahun kedua, tingkat *underperformance* meningkat menjadi 46.02%, dengan $t\text{-stat} = -2.08$ (signifikan pada tingkat 10%). Pada tahun ketiga, kinerja IPO *underperformed* sebesar 57.17% yang secara statistik signifikan sebesar 5% ($t\text{-stat} = -2.29$). Nilai *value-weighted* CAR IPO Papan Pengembangan dengan *matching-company benchmark* menunjukkan nilai positif (*outperformed*) selama 12 bulan pasca IPO, kecuali bulan ke 10 mengalami *underperformed* sebesar 3.57% ($t\text{-stat} = -0.21$, tidak signifikan). Kinerja IPO pada bulan ke 18, 24, 30 dan 36 *underperformed* sebesar 24.70% ($t\text{-stat} = -1.06$, tidak signi-

fikan), 45.13% ($t\text{-stat} = -2.04$, signifikan pada tingkat 10%), 28.41% ($t\text{-stat} = -1.29$, tidak signifikan) dan 40.89% ($t\text{-stat} = -1.62$, tidak signifikan) berturut-turut.

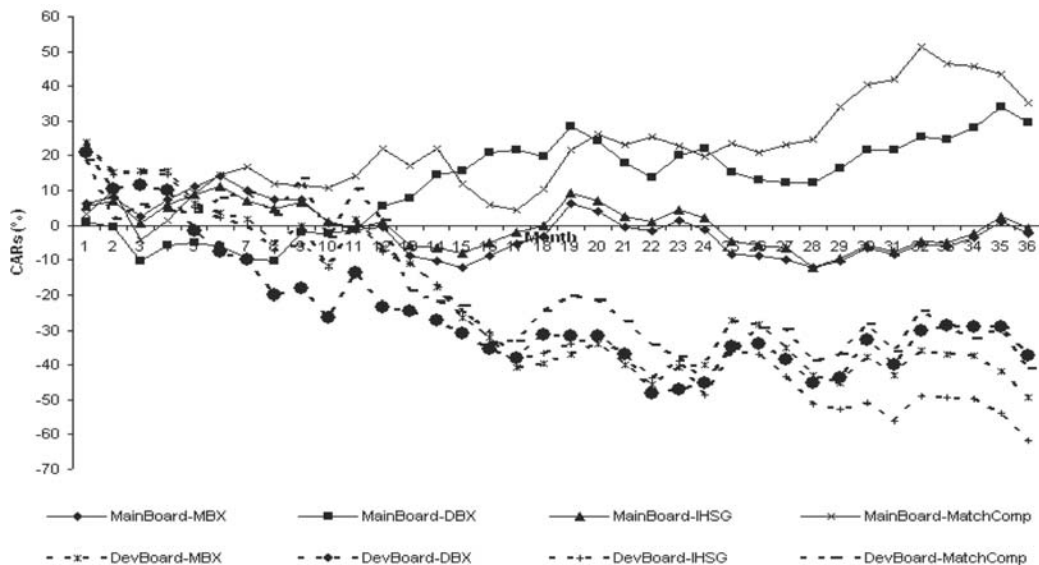
Gambar 1 Panel A dan B menunjukkan perbandingan kinerja antara IPO Papan Utama dan Papan Pengembangan BEI selama 36 bulan periode perdagangan. Baik Panel A dan B, grafik dengan garis penuh menunjukkan pergerakan *mean* CAR IPO Papan Utama, sementara grafik dengan garis putus-putus menunjukkan pergerakan *mean* CAR IPO Papan Pengembangan. Pada grafik tersebut terlihat bahwa umumnya nilai *equally-weighted* dan *value-weighted* CAR IPO Papan Utama lebih tinggi dibanding dengan rata-rata CAR IPO Papan Pengembangan. Hal ini berarti bahwa dalam jangka panjang IPO Papan Utama berkinerja lebih baik dibandingkan dengan IPO Papan Pengembangan.

Panel A: Equally-Weighted Mean CAR



Panel B: Value-Weighted Mean CAR

Gambar 1. CARs Dari 26 IPO Papan Utama dan 16 IPO Papan Pengembangan



Kinerja Jangka Panjang IPO Papan Utama dan Papan Pengembangan dengan Metode Buy-and-Hold Abnormal Returns (BHARs)

Tabel 3 menunjukkan hasil penghitungan *mean return* dari 26 perusahaan IPO Papan Utama dan 16 perusahaan IPO Papan Pengembangan, yang dihitung menggunakan metode *buy-and-hold abnormal return* (BHAR), secara *equally-weighted* (EW) dan *value-weighted* (VW), dengan *benchmark* indeks Papan Utama (MBX), indeks Papan Pengembangan (DBX), indeks pasar (IHSG), serta *matching-company*, untuk 1, 2, dan 3 tahun periode perdagangan. Nilai *t-statistics* konvensional serta *bootstrapped skewness-adjusted t-statistic* menunjukkan signifikansi dari hasil penghitungan, yang akan diukur pada level signifikansi 1%, 5%, dan 10%, menggunakan uji *two-tailed*.

Pada kolom IPO *Main Board* ditunjukkan nilai *mean BHAR* yang diperoleh untuk saham perusahaan IPO yang terdaftar pada Papan Utama BEI. Pada penggunaan

benchmark MBX diperoleh hasil positif pada tahun pertama, baik pada metode *equally-weighted* (71.91%) maupun pada metode *value-weighted* (21.07%). Secara statistik kedua hasil ini tidak menunjukkan hasil yang signifikan (*t-stat* = 1.36 dan 0.39, berturut-turut untuk EW dan VW). Namun, pada metode *equally-weighted*, penghitungan *t-stat* menggunakan *bootstrapped skewness-adjusted* menunjukkan nilai uji *t* yang signifikan sebesar 1.88. Sementara, pada tahun kedua dan ketiga, baik hasil dari metode EW dan VW, menunjukkan nilai negatif, yang juga menunjukkan bahwa IPO Papan Utama *underperformed* terhadap *benchmark* MBX. Jika pada metode EW, tingkat *underperformance* meningkat dari 25.81% pada tahun kedua menjadi 46.05% pada tahun ketiga, lain halnya dengan metode VW yang menunjukkan tingkat *underperformance* yang menurun dari 31.22% pada tahun kedua menjadi 26.52% pada tahun ketiga. Dari keempat nilai tersebut hanya nilai *mean* EWBHAR tahun ketiga yang signifikan secara statistik (*t-stat* = -2.42).

Tabel 3. Mean BHARs IPO yang Terdaftar pada Papan Utama dan Papan Pengembangan

Benchmark	Mean BHARs (%)											
	IPO Main Board						IPO Development Board					
	1 year		2 years		3 years		1 year		2 years		3 years	
	EW	VW	EW	VW	EW	VW	EW	VW	EW	VW	EW	VW
Main Board Index (IMB)	71.91	21.07	-25.81	-31.22	-46.05	-26.52	-25.74	85.70	-60.11	-45.60	-67.93	-71.69
t-statistic	1.36	0.39	-1.18	-1.43	-2.42 ^b	-1.36	-2.22 ^b	0.26	-5.01 ^a	-0.32	-4.73 ^a	-0.71
Skewness-adj	1.88 ^c	0.55	-0.76	-0.84	-1.67	-1.19	-1.39	0.26	-3.45 ^a	-0.32	-2.44 ^b	-0.70
N	26	26	26	26	26	26	16	16	16	16	16	16
Development Board Index (DBX)	63.38	18.15	-9.79	-1.88	-2.38	28.34	-39.24	58.31	-80.23	-57.10	-47.38	-47.73
t-statistic	1.26	0.36	-0.39	-0.08	-0.10	1.21	-2.41 ^b	0.18	-3.52 ^a	-0.35	-3.02 ^a	-0.43
Skewness-adj	1.72 ^c	0.51	-0.31	-0.01	-0.07	1.25	-1.73	0.18	-3.48 ^a	-0.35	-2.96 ^a	-0.43
N	26	26	26	26	26	26	16	16	16	16	16	16
Composite Index (IHSG)	70.92	21.20	-24.12	-27.63	-43.04	-23.72	-27.13	82.33	-71.97	-63.92	-89.69	-111.77
t-statistic	1.35	0.40	-1.10	-1.26	-2.13 ^b	-1.16	-2.28 ^b	0.25	-4.39 ^a	-0.44	-2.97 ^a	-0.93
Skewness-adj	1.87 ^c	0.56	-0.72	-0.79	-1.64	-1.05	-1.34	0.25	-4.52 ^a	-0.44	-4.57 ^a	-0.93
N	26	26	26	26	26	26	16	16	16	16	16	16
Matching Company	64.32	30.61	1.14	5.99	-32.97	-0.07	-20.59	97.63	-47.90	-32.17	-56.26	-40.85
t-statistic	1.26	0.59	0.05	0.24	-0.83	-0.002	-1.09	0.32	-2.51 ^b	-0.21	-2.94 ^b	-0.32
Skewness-adj	1.73 ^c	0.80	0.12	0.32	-0.92	-0.05	-1.17	0.32	-2.58 ^b	-0.21	-3.24 ^a	-0.32
N	26	26	26	26	26	26	16	16	16	16	16	16

^{a,b,c} Mengindikasikan signifikansi pada level 1%, 5%, dan 10%, berturut-turut, menggunakan uji *two-tailed*.

Dengan menggunakan *benchmark* DBX, nilai *mean* BHAR yang diperoleh selama 1 tahun menunjukkan kinerja *outperformed* baik dengan metode EW maupun VW. Secara statistik, hanya nilai uji *t* dengan menggunakan metode *bootstrapped skewness-adjusted* secara EW yang berada pada level signifikan. Pada tahun kedua dan ketiga, IPO Papan Utama memperoleh hasil kinerja negatif dibandingkan dengan *benchmark* DBX, kecuali ketika menggunakan metode VW tahun ketiga menunjukkan nilai *mean* BHAR positif (28.34%), yang menunjukkan kinerja *outperformance* IPO Papan Utama dibandingkan dengan *benchmark*, meskipun secara statistik hasil ini tidak signifikan ($t\text{-stat} = 1.21$).

Hasil koreksi nilai *return* saham IPO Papan Utama dengan *benchmark* IHSG menunjukkan tren serupa dengan *benchmark* MBX, di mana pada tahun pertama, baik dengan metode EW maupun VW, diperoleh hasil positif (*outperformance*),

kemudian pada tahun kedua dan ketiga diperoleh nilai *mean* BHAR negatif, baik secara EW maupun VW. Hanya nilai *mean* negatif pada tahun ketiga dengan metode EW (-43.04%) yang secara statistik berada pada level signifikan 5% ($t\text{-stat} = -2.13$). Sementara hasil *bootstrapped skewness-adjusted* pada metode EW di tahun pertama sebesar 1.87 yang berada pada level signifikan 10%.

Tren yang diperlihatkan oleh hasil koreksi *matching-company benchmark* sedikit berbeda dengan *benchmarks* lainnya. Pada penggunaan *benchmark* ini, baik dengan metode EW maupun VW, tidak hanya tahun pertama yang menghasilkan nilai *mean* BHAR positif (64.32% dan 30.61%, berturut-turut untuk metode EW dan VW), tetapi juga pada tahun kedua pasca IPO (1.14% dan 5.99%, berturut-turut untuk metode EW dan VW). Pada tahun ketiga, kedua metode menghasilkan nilai *mean* BHAR negatif (-32.97% dan -0.06%,

berturut-turut untuk metode EW dan VW). Dari kesemua hasil tersebut, tidak ada satupun yang signifikan secara statistik. Hanya pada metode EW di tahun pertama yang menunjukkan nilai *bootstrapped skewness-adjusted* yang signifikan pada level 10% ($t\text{-stat} = 1.73$).

Kolom IPO *Development Board* menunjukkan nilai *mean* BHAR untuk saham perusahaan IPO yang terdaftar pada Papan Pengembangan BEI. Pada metode EW, tiap *benchmark* memperoleh nilai *mean* BHAR negatif untuk 1, 2, dan 3 tahun periode perdagangan pasca IPO, yang kesemuanya signifikan secara statistik pada level 1% dan 5%, kecuali untuk nilai *mean* BHAR tahun pertama dengan *matching-company benchmark* sebesar -20.59% yang memiliki nilai uji t sebesar -1.09, tidak signifikan. Sementara *benchmark* MBX, IHSG, dan *matching-company* menunjukkan tren negatif yang meningkat dari tahun pertama hingga tahun ketiga, *benchmark* DBX menunjukkan tren negatif yang meningkat dari tahun pertama (-39.24%) ke tahun kedua (-80.23%), kemudian menurun pada tahun ketiga (-47.38%). Sementara pada metode VW, tren yang terlihat untuk tiap *benchmark* adalah diperolehnya nilai *mean* BHAR positif pada tahun pertama, yang kemudian dilanjutkan dengan nilai *mean* BHAR negatif pada tahun kedua dan ketiga periode perdagangan pasca IPO. Tidak ada satupun nilai *mean* VWBHAR signifikan.

Secara garis besar, terlihat dari penggunaan metode *equally-weighted*, selama 1, 2, dan 3 tahun pasca IPO, kinerja IPO Papan Utama lebih baik dibandingkan dengan kinerja IPO Papan Pengembangan. Sementara, dari hasil *value-weighted*, 1 tahun pasca IPO, kinerja IPO Papan Pengembangan lebih baik daripada IPO Papan Utama. Namun, pada tahun kedua dan ketiga, kinerja IPO Papan Pengembangan menurun sangat tajam dan menjadi lebih rendah daripada kinerja IPO Papan

Utama yang umumnya juga turun pada tahun ke 2, dan kemudian naik pada tahun ke 3 pasca IPO.

Dari uraian diatas dapat disimpulkan bahwa kinerja jangka panjang IPO yang diukur oleh metode CARs maupun BHARs menunjukkan bahwa IPO Papan Utama berkinerja lebih baik daripada IPO Papan Pengembangan. Hasil ini mendukung hasil penelitian Vismara et al (2012) dan Martarina (2010) yang menunjukkan bahwa IPO di Pasar Utama/Papan Utama memiliki kinerja lebih baik dibandingkan dengan IPO di Pasar Kedua/Papan Pengembangan di Eropa dan Indonesia. Namun di lain pihak, hasil ini berbeda dengan hasil yang diperoleh pada penelitian Ahmad-Zaluki et al. (2007) yang menunjukkan bahwa IPO *Second Board* KLSE berkinerja lebih baik daripada IPO *Main Board* KLSE.

Perbedaan hasil tersebut kami duga disebabkan karena adanya perbedaan regulasi dalam penetapan perusahaan yang bisa masuk ke dalam papan/pasar perdagangan di pasar modal. Sementara KLSE menetapkan tidak adanya persyaratan tentang besarnya perusahaan yang bisa masuk ke *Main* ataupun *Second Boards*, *Main Markets/Main Boards* di Eropa dan Indonesia menjalankan peraturan yang berbeda, di mana perusahaan yang terdaftar di Pasar Utama/Papan Utama merupakan perusahaan dengan jumlah aset yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang terdaftar di Pasar Kedua/Papan Pengembangan. Lebih jauh, Vismara et al (2012) juga mengemukakan bahwa perusahaan IPO yang berumur muda tidak diijinkan untuk *go public* di pasar utama, dan perusahaan IPO yang tercatat di pasar kedua dikenakan *minimal regulatory requirements*.

Wahyudi (2005) menyatakan pengelompokan saham ke dalam Papan Utama dan Papan Pengembangan sebenarnya jauh dari pengertian bahwa saham Papan Utama merupakan saham yang baik, sementara

saham Papan Pengembangan merupakan saham yang tidak baik. Otoritas bursa mempunyai tujuan atas pengelompokkan tersebut, untuk memberi kesempatan kepada perusahaan yang sebenarnya prospektif, tetapi belum memenuhi persyaratan masuk dalam pencatatan di papan utama/pasar utama (Wahyudi, 2005; Vismara et al, 2012).

Wahyudi (2005) juga mengatakan bahwa karakteristik pada saham papan pengembangan adalah fluktuasi harga saham yang sangat tinggi. Sejalan dengan konsep pada manajemen keuangan, standar deviasi yang sangat tinggi menunjukkan resiko yang sangat tinggi. Pernyataan yang disampaikan Wahyudi (2005) tersebut bisa menjadi penjelasan lain mengenai mengapa saham IPO papan utama berkinerja lebih baik dibandingkan dengan saham IPO papan pengembangan.

KESIMPULAN

Penelitian ini menemukan hasil *out-performance* yang tidak signifikan pada tahun pertama IPO, baik dengan metode CAR ataupun BHAR, serta secara *equal-weighted* maupun *value-weighted*, dan juga menggunakan tiap portfolio *benchmark*, kecuali untuk metode *value-weighted mean CAR* yang menggunakan portfolio *benchmark MBX* yang menunjukkan hasil *under-performance* tidak signifikan, dan portfolio *benchmark MBX/DBX* yang memperoleh hasil *under-performance* signifikan. Pada tahun kedua, *value-weighted mean CAR* yang diperoleh dengan menggunakan portfolio *benchmark DBX* dan *matching company*, serta *value-weighted mean BHAR* dengan portfolio *benchmark matching company* menunjukkan hasil *out-performance* yang tidak signifikan. Sementara metode lainnya menghasilkan perolehan *under-performance*, yang beberapa di antaranya signifikan dan yang lain tidak signifikan. Pada tahun ketiga, *under-performance* pun

mendominasi hasil *equally-weighted* dan *value-weighted mean CAR* dan BHAR selama tiga tahun. Hanya untuk portfolio *benchmark DBX* dengan *value-weighted mean CAR* dan BHAR serta portfolio *benchmark matching company* dengan *value-weighted mean CAR* yang menunjukkan hasil *out-performance* yang tidak signifikan. Kami berpendapat hasil *out-performance* ini, khusus pada penggunaan *benchmark DBX*, disebabkan pada kenyataan bahwa saham yang masuk ke dalam indeks Papan Pengembangan (DBX) dan menjadi bagian portfolio *benchmark*, merupakan perusahaan-perusahaan dengan ukuran relatif kecil dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang mendominasi sampel IPO penelitian ini. Akhirnya, kinerja jangka panjang IPO di papan utama lebih baik daripada di papan pengembangan.

SARAN

Berikut dibawah ini saran-saran penelitian:

- a. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan metode penghitungan *Fama-French Three Factor Model* dalam mengukur kinerja jangka panjang IPO.
- b. Penelitian selanjutnya bisa dikembangkan dengan mengukur perbedaan likuiditas dan strategi investasi dan pendanaan perusahaan IPO yang tercatat di papan utama dan pengembang (lihat: Vismara, 2012)

DAFTAR PUSTAKA

Ahmad-Zaluki, Nurwati A., Campbell, K., dan Goodacre, A. (2007). The Long Run Share Price Performance of Malaysian Initial Public Offerings (IPOs). *Journal of Business Finance and Accounting* 34. p.78-110.

Brav, A., dan Gompers, P.A. (1997). Myth or Reality? The Long-Run Under-performance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Non-Venture

- Capital-Backed Companies. *Journal of Finance*, vol.56, p.1791-1821.
- Gompers, Paul A. dan Lerner, J. (2003). The Really Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Pre-NASDAQ Evidence. *Journal of Finance*, vol.58, no.4, p.1355-1392.
- Manurung, A. H. dan Soepriyono, G. (2006). Hubungan Antara Imbal Hasil IPO dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kinerja IPO di BEJ. *Usahawan*, No.3, th. XXXV, maret, hal.14-26.
- Martani, D. (2004). Pengaruh Manajemen Informasi dan Determinan Lain Terhadap Harga Saham, *Initial Return*, dan Kinerja Saham Jangka Panjang: Studi Empiris Perusahaan *Go Public* di BEJ." *Disertasi*, Program Pascasarjana Ilmu Manajemen, Universitas Indonesia, tidak publis.
- Martarina, L. (2010). Evaluasi Kinerja Saham Pada Papan Utama (*Main Board*) dan Papan Pengembangan (*Second Board*) yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) Menggunakan Model *Sharpe* Periode 2003-2007. *Tesis S2*. Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga.
- Pratama, D. (2007). *Initial Public Offering* dan Kinerja Jangka Panjang Perusahaan, Studi Kasus: Perusahaan-Perusahaan di Indonesia yang Melakukan *Initial Public Offering* Periode 2001-2002. *Skripsi S1*. Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Pujiharjanto, C. A. (2003). Underpricing Pada Penawaran Umum Perdana di Bursa Efek Jakarta: Studi Empiris Emiten yang Listing Periode 1992-1998. *Disertasi*, Universitas Padjadjaran, tidak publis.
- Ritter, J. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1, March 1991, p. 3-27.
- Saptadji, A. M. (2008). Initial Return and Long-Term Performance of Initial Public Offerings, and Long-Term Operating Performance of IPO Company After Going Public (Empirical Study for IPO Company in 2000-2004 at Jakarta Stock Exchange). *Skripsi S1*. Fakultas Ilmu Sosial dan Politik Universitas Indonesia.
- Suherman. (2010). Apakah Kinerja Jangka Panjang Penawaran Umum Perdana Saham di Indonesia *Underperformed?*: Bukti Baru. *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi 13* Purwokerto.
- Suherman dan Buchdadi, A. D. (2011). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings (IPOs): Comparison between Shari'ah and Non Shari'ah-Based Firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 61, p.74-84.
- Suroso. (2005). Hubungan Kinerja Jangka Panjang Saham Pasca-IPO dengan Optimisme dan Divergensi Opini Investor serta Tindakan Oportunitis Emiten. *Disertasi*, Program Pascasarjana Ilmu Manajemen, Universitas Indonesia, tidak publis.
- Vidyanti. (2009). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kinerja Jangka Panjang Saham Subsektor Bank Pasca IPO. *Tesis S2*. Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis Institut Pertanian Bogor.
- Vismara, S., Paleari, S., dan Ritter, J. (2012). Europe's Second Markets for Small Companies. *European Financial Management*, vol.18, no.3, p.352-388.
- Wahyudi, S. (2005). Analisis Pasar Modal: Noda di Papan Pengembangan. www.suaramerdeka.com, diakses pada tanggal 13 Mei 2011.
- Wen, Y. F., dan Cao, M. H. (2013). Short-Run and Long-Run Performance of IPOs: Evidence from Taiwan Stock Market. *Journal of Finance and Accounting*, vol. 1, no. 2, p.32-40.
