

DAMPAK PENERBITAN SAHAM PUBLIK TERHADAP PENURUNAN HARGA SAHAM

Oleh:

Farah Margaretha

Puspa Ayu

Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Trisakti

Abstract: This research aims to see the effect of Initial Public Offering to the long-run underperformance of IPO at companies in Indonesia Stock Exchange (IDX). Research data taken from 26 companies which listed in IDX within the period of 1995 up to 2004. The data has been selected using a purposive sampling method. The independent variables are size of the firm (asset before the floatation and funds), quality of the firm (costs), risk of the firm (age and profitable before the floatation), reputation of the firm (sponsor), and agency costs after the IPO (equity of issue). While the dependent variables in this research are long-run underperformance of IPO seen in Market-Adjusted Buy and Hold Return (MABHR). The method used for data analysis are the ordinary least square. Based on the result of the whole research, it can be summarized that IPO and long-run underperformance have significance relationship.

Keywords: Initial Public Offering (IPO), stock price, agency cost

Pendahuluan

Setiap perusahaan baik itu perusahaan besar ataupun perusahaan kecil pastinya memiliki daur hidup bisnis (*life cycle business*) yang berbeda-beda. Dalam salah satu tahapan daur hidup tersebut ada tahapan dimana perusahaan akan mengalami perkembangan dalam menjalankan bisnisnya, karena perkembangan itu pula perusahaan tersebut memerlukan tambahan modal untuk melakukan ekspansi, menambah modal kerja, membayar utang, peningkatan investasi di anak perusahaan, memperbaiki struktur permodalan, dan lain-lain. Tambahan modal ini dapat diperoleh melalui laba yang ditahan (*retained earning*) oleh perusahaan atau bisa juga diperoleh dari modal eksternal. Untuk mendapatkan modal tambahan eksternal ini perusahaan memiliki beberapa pilihan, salah satunya adalah dengan menerbitkan sebagian saham perusahaan kepada publik. Penerbitan saham kepada publik inilah yang dinamakan *Initial Public Offering* (IPO). Dimana nantinya saham-saham yang diterbitkan itu diperjualbelikan di pasar modal, dengan demikian perusahaan yang kekurangan modal itu nanti akan mendapatkan modal tambahan dari investor yang berminat membeli saham perusahaan tersebut.

Sebenarnya IPO ini bukanlah suatu keharusan bagi perusahaan, akan tetapi penawaran saham perdana publik ini merupakan alternatif pilihan bagi perusahaan untuk memperoleh suatu pendanaan. Sebelum memutuskan untuk melakukan IPO, sebaiknya perusahaan memikirkan dan mempertimbangkan tujuan, alasan, manfaat dan dampak yang akan diperoleh dari kegiatan *go public* tersebut.

Perusahaan yang telah menerbitkan saham perdana di pasar modal cenderung mengalami harga saham yang menurun dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan penerbitan saham perdana publik. Perusahaan yang melakukan IPO akan mengalami periode-periode penurunan kinerja tersebut setidaknya selama tiga tahun setelah melakukan penerbitan saham perdana tersebut (Goergen, Khurshed dan Mudambi, 2007). Anomali seperti ini pada umumnya terjadi di semua pasar dunia, seperti pada hasil penelitian yang dilakukan oleh Drobetz, Kammermann dan Walchli (2005) menemukan kinerja harga saham yang kurang baik dan 120 perusahaan yang melakukan IPO di Swiss antara tahun 1983 sampai dengan tahun 2000 yang diketahui terdapat 34,97% pendapatan pasar yang abnormal pada perusahaan yang melakukan IPO di tahun tersebut.

Salah satu faktor terpenting pada saat perusahaan melakukan IPO adalah penetapan harga saham yang akan ditawarkan nantinya, karena penetapan harga saham perdana ini akan menentukan besarnya jumlah dana tambahan yang diperoleh perusahaan untuk melakukan pengembangan usahanya. Dimana perusahaan yang melakukan IPO akan memperoleh dana dalam jumlah yang besar apabila harga saham perdana itu ditawarkan dalam harga yang tinggi, di sisi lain hal ini tentunya dapat meningkatkan risiko penjamin emisi (*underwriter*) karena *underwriter* mempunyai kewajiban untuk membeli semua atau sebagian saham yang tidak laku terjual sebagaimana perjanjiannya antara *underwriter* dengan emiten. Di lain pihak, investor menginginkan harga saham yang relatif lebih murah supaya dapat memperoleh *return* saat saham tersebut dijual kembali ke pasar sekunder, dan harga saham yang tinggi akan mengurangi bahkan mungkin juga akan menghilangkan *initial return* yang diharapkan oleh investor. Perbedaan kepentingan itulah yang menyebabkan kondisi *underpricing*. *Underpricing* merupakan kondisi dimana harga saham saat IPO lebih rendah dibandingkan harga yang terjadi pada saat penawaran di pasar sekunder.

Berikut ini merupakan beberapa faktor yang bisa mempengaruhi penurunan kinerja dalam jangka panjang pada perusahaan yang melakukan IPO, diantaranya yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah: *size of the firm*; *quality of the firm*; *risk of the firm*; *reputation of the firm*; dan *agency costs after the IPO*. Dimana *size of the firm* dalam penelitian ini merupakan cerminan dan seberapa besar ukuran perusahaan yang melakukan IPO, yang diukur berdasarkan *net asset* yang dimiliki perusahaan sebelum melakukan IPO serta besarnya peningkatan modal (*funds raise*) yang akan di dapat oleh perusahaan setelah melakukan penawaran saham perdana kepada publik. Sebab, perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan yang besar cenderung kinerja jangka panjang yang baik dibandingkan dengan perusahaan kecil (Chan, Cooney, Kim dan Singh, 2008).

Kinerja perusahaan setelah melakukan IPO akan menjadi lebih baik dengan menggunakan *underwriter* yang memiliki reputasi baik, dan kebanyakan perusahaan-perusahaan besar cenderung memilih *underwriter* dengan reputasi yang baik sebagai penjamin emisi mereka karena hal ini dapat mengurangi risiko penurunan harga saham di masa yang akan datang (*underpricing*) yang dapat menyebabkan penurunan kinerja perusahaan dalam jangka panjang setelah melakukan penerbitan saham perdana kepada publik (Chan, et al 2008). Akan tetapi, tidak hanya *underwriter* yang memiliki reputasi baik saja yang dapat mempengaruhi kinerja jangka panjang perusahaan yang melakukan IPO. Kualitas dan risiko

perusahaan juga dapat mempengaruhi kinerja jangka panjang setelah perusahaan tersebut melakukan penerbitan saham perdana kepada publik. Dimana kualitas dan risiko ini dapat diukur dengan melihat seberapa besar biaya yang harus dikeluarkan untuk penerbitan saham (*costs*), umur perusahaan atau *age* (Carter, Frederick dan Singh, 1998) dan juga besarnya pendapatan yang diperoleh perusahaan sebelum melakukan penerbitan saham perdana (Machin dan V Reenen, 1993).

Tak hanya itu, masalah *agency cost* yang terjadi setelah perusahaan melakukan penawaran saham perdana pun dapat mempengaruhi kinerja jangka panjang perusahaan (Jain dan Kini, 1994). Permasalahan ini disebabkan karena para pemilik saham pendiri merasa kepemilikan mereka terhadap perusahaan tersebut semakin berkurang, sementara itu dan pihak manajemen perusahaan merasa bahwa dengan melakukan penawaran saham perdana publik ini maka kebutuhan perusahaan akan tambahan modal itu dapat dipenuhi. Selain itu, dari sisi investor baru atau calon investor akan menilai besarnya jumlah saham yang ditahan oleh pihak manajemen mengindikasikan bahwa mereka tidak bisa mendapatkan informasi yang lebih banyak mengenai perusahaan tersebut.

Landasan Teori

Quality of the Firm

Kualitas perusahaan merupakan sebuah tolak ukur yang biasanya digunakan investor dalam mengambil keputusan berinvestasi. Setiap perusahaan memiliki kualitas yang berbeda-beda, semakin baik kualitas perusahaan maka akan semakin disukai oleh investor.

Menurut Goergen, et.al, (2007) kualitas perusahaan ini diukur berdasarkan jumlah keseluruhan dari biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan dalam menerbitkan saham perdana di pasar modal atau yang disebut dengan *cost*, dimana *cost* ini merupakan total biaya langsung *go public* termasuk didalamnya komisi penjamin emisi, biaya untuk legal audit dan biaya-biaya lain yang dikeluarkan untuk menerbitkan saham perdana ini. Biaya IPO yang dikeluarkan berkaitan dengan proses IPO (Fakhrudin, 2008) terdiri dari:

1. Biaya jasa untuk penjamin emisi
2. Biaya profesi dan lembaga penunjang pasar modal
3. Biaya lain-lain

Risk of the Firm

Sebelum investor memutuskan untuk menginvestasikan dana yang dimilikinya ke emiten, investor biasanya akan menilai risiko atas ketidakpastian *initial return* yang didapatnya nanti. Dalam menilai suatu risiko perusahaan ini Goergen, et.al (2007) menggunakan beberapa variabel sebagai proksi untuk mengukur risiko perusahaan, diantaranya: *age* dan *profitable before the flotation*.

Menurut Goergen, et.al (2007) *profitable before the flotation* (PROFLOAT) merupakan rata-rata dari keuntungan sebelum dipotong pajak (*profit before tax*) yang diperoleh perusahaan selama tiga tahun sebelum IPO. Perusahaan yang melakukan IPO seharusnya memiliki *profit* yang berkelanjutan, baik itu dari sebelum perusahaan tersebut melakukan IPO sampai dengan pada saat perusahaan itu melakukan IPO.

Reputation of the Firm

Reputasi perusahaan disini diukur berdasarkan variabel SPONSOR. Variabel SPONSOR merupakan reputasi *underwriter* (penjamin emisi) yang digunakan perusahaan pada saat melakukan penerbitan saham perdana publik. Reputasi *underwriter* digunakan sebagai proksi untuk mengukur reputasi perusahaan karena biasanya perusahaan yang memiliki kualitas yang baik dan memiliki risiko kecil cenderung memilih *underwriter* yang baik pula untuk mendukung penerbitan saham perdana publik perusahaan yang melakukan IPO.

Underwriter mempunyai peran yang sangat penting dalam proses penawaran saham umum perdana, misalnya dalam penentuan harga saham dengan emiten. Selain itu, *underwriter* juga memberikan jaminan terhadap penjualan saham perdana. Jaminan yang diberikan *underwriter* tergantung pada jenis kesanggupan yang dilakukan antara *underwriter* dengan emiten. Menurut Ang (1997) ada dua jenis kesanggupan penjamin diantaranya:

1. *Best Effort* (Kesanggupan Terbaik)

Dalam kesanggupan penjaminan ini, *underwriter* tidak bertanggung jawab atas sisa efek yang tidak terjual, tetapi *underwriter* akan memberikan usaha terbaiknya untuk menjual efek emiten.

2. *Full Commitment* (Kesanggupan Penuh)

Dalam kesanggupan penjaminan seperti ini, *underwriter* akan bertanggung jawab untuk membeli semua sisa efek yang tidak laku terjual.

Agency Costs after the IPO

Permasalahan *agency costs* yang terjadi setelah IPO disebabkan karena pemegang saham pendiri akan merasa kepemilikannya terhadap perusahaan ini akan berkurang karena pemegang saham baru pastinya juga merasa memiliki andil dalam memutuskan kebijaksanaan perusahaan (Goergen dan Renneboog, 2007). Dalam hal ini masalah *agency costs* ini akan diukur dengan menggunakan variabel *equity of issue* atau EQUISSUE, dimana menurut Goergen, et. Al (2007) EQUISSUE ini dihitung berdasarkan persentase dari jumlah saham secara keseluruhan dikurangi dengan jumlah saham yang ditahan oleh manajemen.

Kerangka Pemikiran

Apabila perusahaan memilih untuk melakukan penawaran umum perdana kepada publik (IPO) maka ada beberapa kecenderungan yang terjadi setelah IPO dilakukan, yaitu: *hot and cold market*, *underpricing*, dan *long-run underperformance*. Penelitian mengenai fenomena *long-run underperformance* sudah banyak, dan rata-rata dari penelitian tersebut selalu diketemukan adanya penurunan kinerja jangka panjang setelah melakukan IPO.

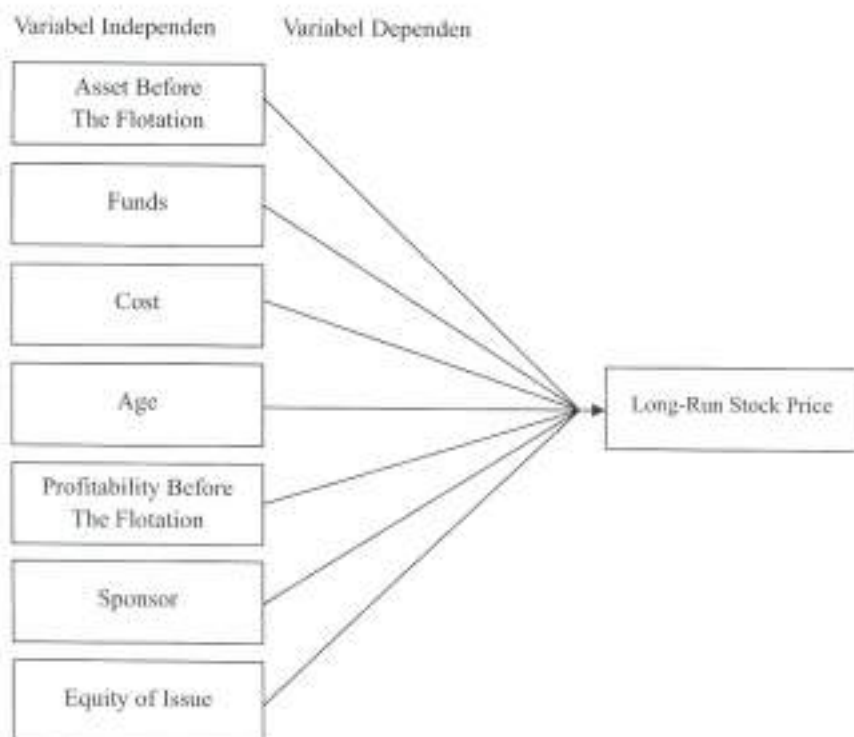
Penurunan kinerja jangka panjang setelah IPO itu bisa terjadi karena beberapa hal yang mempengaruhinya, diantaranya adalah ukuran perusahaan (*size of the firm*), kualitas perusahaan (*quality of the firm*), risiko perusahaan (*risk of the firm*), reputasi perusahaan (*reputation of the firm*), dan *agency costs* yang terjadi setelah IPO (*agency costs after the IPO*). Dimana, *size of the firm* diukur berdasarkan *asset before the flotation* (ASSFLOAT) dan *funds*, sedangkan *quality of the firm* diukur berdasarkan *costs*. Sementara itu, *risk of the firm* diukur berdasarkan *age dan profitable before the flotation* (PROFLOAT), *reputation of the firm* diukur

berdasarkan *sponsor* (reputasi dari underwriter yang digunakan oleh emiten) dan variabel *agency costs after the IPO* diukur berdasarkan *equity of issue* (EQUISSUE).

Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan (*size of the firm*) yang melakukan IPO sedikit banyaknya pasti akan mempengaruhi reaksi investor, karena biasanya perusahaan besar cenderung memiliki reputasi dan kualitas kinerja yang baik dengan demikian risiko dan ketidakpastian yang mungkin akan dialami investor jadi sedikit berkurang sehingga investor akan memberikan tanggapan yang positif atas penawaran umum perdana yang dilakukan perusahaan tersebut. Dengan adanya reaksi positif dari investor, kemungkinan terjadinya penurunan kinerja jangka panjang perusahaan tersebut pun ikut berkurang.

Selain itu ada lagi masalah *agency costs* yang harus dihadapi perusahaan setelah melakukan IPO, ini disebabkan karena adanya perasaan khawatir dari pemegang saham pendiri atas kewenangannya di dalam perusahaan nanti akan berkurang. Padahal seharusnya para pemegang saham pendiri tidak perlu merasa khawatir akan semua itu karena saham perdana yang akan ditawarkan kepada publik jumlahnya hanya beberapa persen saja, dan kewenangan yang paling besar juga masih dimiliki oleh para pemegang saham pendiri.

Berdasarkan penjelasan ini maka bagan pemikiran mengenai hubungan antara ukuran dari perusahaan (*size of the firm*), kualitas perusahaan (*quality of the firm*), risiko perusahaan (*risk of the firm*), reputasi perusahaan (*reputation of the firm*), dan *agency costs* yang terjadi setelah IPO (*agency costs after the IPO*) terhadap penurunan kinerja jangka panjang setelah IPO (*Long-Run Underperformance of IPO*) dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1. Bagan Kerangka Penelitian

Menurut Goergen, et al (2007) dari 240 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1991 sampai tahun 1995 ditemukan adanya penurunan kinerja jangka panjang setelah perusahaan-perusahaan tersebut melakukan penawaran umum saham perdana di Inggris, karena beberapa faktor yang mempengaruhi kinerja jangka panjang perusahaan tersebut diantaranya: ukuran dari perusahaan (*size of the firm*), kualitas perusahaan (*quality of the firm*), risiko perusahaan (*risk of the firm*), reputasi perusahaan (*reputation of the firm*), dan *agency costs* yang terjadi setelah IPO (*agency costs after the IPO*).

Berdasarkan penelitian terdahulu seperti yang dilakukan oleh Levis (1993) menemukan adanya hubungan antara kinerja jangka panjang dan perusahaan yang melakukan IPO dengan ukuran dari perusahaan yang menerbitkan saham tersebut. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa hipotesa yang hendak di uji adalah:

H_{1a} : Ada hubungan antara besarnya *size of the firm* yang diukur berdasarkan *asset before the flotation* pada saat *go public* dengan kinerja harga saham jangka panjang setelah melakukan IPO.

- H_{1b} : Ada hubungan antara besarnya *size of the firm* yang diukur berdasarkan funds pada saat *go public* dengan kinerja harga saham jangka panjang setelah melakukan IPO.

Sementara itu, kualitas perusahaan (*quality of the firm*) ini diukur berdasarkan besarnya jumlah biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk melakukan IPO. Menurut penelitian Hull dan Kerchner (1996), mereka menemukan adanya hubungan yang negatif antara biaya yang dikeluarkan untuk penerbitan saham dengan harga saham perdana publik yang ada di OTC, AMEX, dan NYSE. Sehingga dapat ditarik hipotesa berikut ini:

- H₂ : Semakin tinggi *flotation cost* yang dikeluarkan perusahaan yang melakukan IPO, semakin buruk kualitas dari perusahaan dan semakin buruk pula kinerja jangka panjangnya.

Faktor yang mempengaruhi penurunan kinerja jangka panjang yang selanjutnya adalah risiko, dimana risiko ini diukur berdasarkan umur perusahaan (*age*). Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Carter, et al (1998) bahwa kinerja buruk jangka panjang dan IPO pada perusahaan yang masih berusia muda itu memiliki hubungan yang positif. Sehingga dapat dibuat hipotesa berikutnya untuk di uji, yaitu:

- H₃ : Semakin tua umur perusahaan yang melakukan IPO, semakin baik kinerja jangka panjang perusahaan itu setelah melakukan IPO.

Selain itu, masih ada faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi kinerja jangka panjang suatu perusahaan melakukan IPO, yaitu reputasi perusahaan (*reputation of the firm*). Faktor ini diukur berdasarkan reputasi *underwriter* yang digunakan oleh perusahaan dalam proses penawaran saham perdana kepada publik nantinya, dan berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Carter, et al. (1998) ditemukan pula bahwa ada hubungan yang positif antara reputasi *underwriter* dengan kinerja jangka panjang perusahaan setelah melakukan IPO. Oleh karena itu, dapat dibuat hipotesa untuk di uji berikut ini:

- H₄ : Semakin baik reputasi dari *underwriter*, semakin baik pula kinerja jangka panjang perusahaan setelah melakukan IPO.

Tak hanya itu saja, ada lagi variabel PROFLOAT (*profitable before the flotation*) yang digunakan untuk mengukur apakah keuntungan yang diperoleh perusahaan sebelum melakukan IPO memiliki pengaruh terhadap penurunan kinerja jangka panjang. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Machin dan V Reenen (1993) ditemukan bahwa semakin besar keuntungan perusahaan sebelum *listing*, maka semakin baik kinerja jangka panjangnya. Maka dapat dibuat hipotesa selanjutnya untuk diuji, yaitu:

- H₅ : Semakin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan sebelum melakukan *listing*, semakin baik kinerja jangka panjangnya setelah melakukan IPO.

Goergen, et al. (2007) menjelaskan bahwa faktor terakhir yang mempengaruhi kinerja jangka panjang perusahaan setelah melakukan IPO di dalam penelitiannya adalah *agency costs* yang terjadi setelah IPO, dan ini sama seperti penelitian yang dilakukan oleh Jain dan Kini (1994), mereka menemukan hasil yang positif dan signifikan antara kinerja perusahaan setelah melakukan IPO terhadap pengurangan modal pemilik saham yang sebenarnya. Oleh sebab itu, hipotesa yang hendak di uji selanjutnya adalah:

H_6 : Semakin tinggi persentase dari saham yang dijual, maka semakin buruk pula kinerja jangka panjang dari perusahaan setelah melakukan IPO.

Metodologi Penelitian

Variabel dan Pengukuran

Tabel 1. Variabel dan Pengukuran

Variabel	Indikator	Pengukuran
1. Variabel Independen:		
a. Asset before the flotation (ASSFLOAT)	$Net\ assets_{t+1} = total\ asse_{t+1} - depreciasi_{t+1}$	Rasio
b. Funds	Funds = jumlah peningkatan modal yang diperoleh dari penjualan saham perdana	Rasio
c. Costs	Costs = jumlah biaya yang dikeluarkan untuk melakukan penerbitan saham perdana	Rasio
d. Age	Age = tanggal perusahaan terdaftar di BEI - tanggal perusahaan berdiri	Rasio
e. Profitable before the flotation (PROFLOAT)	$PROFLOAT = (EBT_{t+1} + EBT_{t+2} + EBT_{t+3}) / 3$	Rasio
f. Sponsor	Variabel dummy	Nominal
g. Equity of issue (EQUISSUE)	$EQUISSUE = [(Jumlah\ saham\ keseluruhan - jumlah\ saham\ yang\ ditahan\ manajemen) / Jumlah\ saham\ keseluruhan] \times 100\%$	Rasio
2. Variabel Dependen		
Long-run stock price	$MABHR_t = \prod_{t=2}^{t+25} (1+R_{it}) - \prod_{t=1}^{t+25} (1+R_{itd})$	Rasio

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini sebelumnya telah dilakukan Goergen, et al (2007) dalam penelitian sebelumnya, dimana variabel-variabel yang ada ini terbagi atas variabel independen dan variabel dependen.

Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder dari perusahaan publik yang terdaftar di BEI. Data data yang dipenggunakan dalam penelitian ini diperoleh dari:

1. Laporan prospektus perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana tahun 1995-2004.
2. Nama emiten, tanggal berdiri, dan tanggal listing diperoleh dari situs www.idx.co.id
3. Nama penjamin emisi diperoleh dari prospektus yang ada di Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM).
4. Peringkat penjamin emisi diperoleh dari Jakarta Stock Exchange Statistics.
5. Funds atau besarnya peningkatan dana yang diperoleh dari hasil penawaran umum (funds raise) diperoleh dari Jakarta Stock Exchange Statistics.
6. Laporan keuangan, harga penutupan, market closing index di hari terjadinya IPO, dan market closing index di hari ke-t perdagangan saham yang digunakan diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM).

Metode Penarikan Sampel

Metode yang digunakan untuk menarik sampel dalam penelitian ini adalah dengan cara *purposive sampling*, yaitu sampel yang diambil ditentukan berdasarkan kriteria-kriteria tertentu, seperti:

1. Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana publik dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang memiliki laporan keuangan lengkap tiga tahun sebelum IPO.
3. Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana kepada publik pada tahun 1995-2004, dimana terdapat 26 perusahaan sebagai sampel penelitian ini, yaitu:
 - a. PT. Aneka Tambang Tbk
 - b. PT. Bahtera Admina Samudera Tbk
 - c. PT. Bank Bumiputera Indonesia Tbk
 - d. PT. Bank Eksekutif International Tbk
 - e. PT. Betonjaya Manunggal Tbk
 - f. PT. Cahaya Kalbar Tbk
 - g. PT. Centerin Online Tbk
 - h. PT. Colopak Indonesia Tbk
 - i. PT. Delta Dunia Petroindo Tbk
 - j. PT. Dyviacom Intrabumi Tbk
 - k. PT. Eterindo Wahanatama Tbk
 - l. PT. Fortune Indonesia Tbk
 - m. PT. Global Mediacom Tbk
 - n. PT. Gowa Makassar Tourism Development Tbk
 - o. PT. Indofarma Tbk

- p. PT. Jaka Inti Relatindo Tbk
 - q. PT. Kresna Graha Sekurindo Tbk
 - r. PT. Palm Asia Corpora Tk
 - s. PT. Panin Sekuritas Tbk
 - t. PT. Panorama Sentra Wisata Tbk
 - u. PT. Pembangunan Jaya Ancol Tbk
 - v. PT. Sanex Qianjiang Motor Intl. Tbk
 - w. PT. Surya Intrindo Makmur Tbk
 - x. PT. Tambang Batuhara Bukit Asam Tbk
 - y. PT. Tempo Inti Media Tbk
 - z. PT. Trust Finance Indoensia Tbk
4. Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang memiliki laporan keuangan yang lengkap di akhir periodenya.
 5. Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang memiliki biaya emisi dalam laporan keuangannya pada tahun perusahaan tersebut melakukan IPO.
 6. Menggunakan mata uang rupiah pada laporan keuangannya.

Metode Analisis Data

Analisis yang digunakan untuk mengetahui bagaimana pengaruh antara *size of the firm*, *quality of the firm*, *risk of the firm*, *reputation of the firm*, dan *agency costs after IPO* terhadap *long-run underperformance of IPO* dengan menggunakan analisis Regresi Linear Berganda atau *Ordinary Least Square (OLS)*. Analisis Regresi Berganda digunakan untuk mengetahui seberapa jauh pengaruh antara *size of the firm*, *quality of the firm*, *risk of the firm*, *reputation of the firm*, dan *agency costs after IPO* terhadap *long-run underperformance of IPO*, dan model persamaan Regresi Linear Berganda yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

$$MABHR_{36} = \alpha_0 + \alpha_1 ASSFLOAT_i + \alpha_2 FUNDS_i + \alpha_3 COSTS_i + \alpha_4 AGE_i + \alpha_5 PROFLOAT_i + \alpha_6 SPONSOR_i + \alpha_7 EQUISSUE_i + \mu_i$$

Dimana :

$MABHR_{36}$ = tingkat pendapatan kumulatif yang abnormal untuk 36 bulan setelah melakukan IPO.

$\alpha_0 - \alpha_7$ = koefisien regresi

μ_i = konstanta

Metode Pengujian Data

Sebelum melakukan analisis terhadap data, dalam penelitian ini dilakukan terlebih dahulu pengujian terhadap data yang telah diperoleh dengan menggunakan model regresi yang digunakan dalam penelitian ini. Dimana model regresi yang akan digunakan yaitu :

$$MABHR_{36} = \alpha_0 + \alpha_1 ASSFLOAT_i + \alpha_2 FUNDS_i + \alpha_3 COSTS_i + \alpha_4 AGE_i + \alpha_5 PROFLOAT_i + \alpha_6 SPONSOR_i + \alpha_7 EQUISSUE_i + \mu_i$$

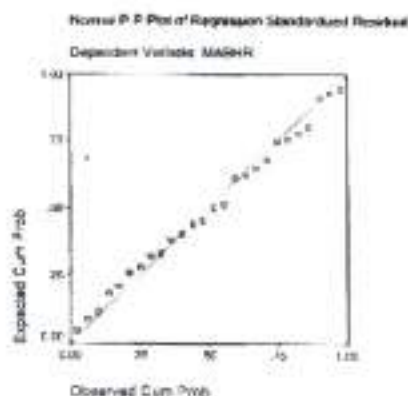
Pengujian yang akan dilakukan adalah uji asumsi klasik, dimana hal pengujiannya adalah sebagai berikut :

Uji Normalitas

Tabel 2. Uji Normalitas

N	MABER	Net Asset-1	FUND8	COST5	AGE	SPONSOR	PROFLOAT	EQU ISSUE
26	26	26	26	26	26	26	26	26
Normal Parameter	Mean	4002400000000	115162346154	5703115384.6	4007.35	58	28735628205.1	2871
Std Deviation	1.037598	589397117431	19320582949	8675782619.0	2944.434	504	704640814852.5	1023.5
Most Extreme	.116	.336	.343	.365	.181	.376	.347	.108
Differences	.003	.336	.343	.365	.181	.397	.347	.081
Kolmogorov-Smirnov Z	.116	-.252	-.278	-.277	.155	.376	.313	.108
Asymp. Sig. (2-tailed)	.592	1.714	1.70	1.862	.925	1.919	1.771	.553
	.875	.006	.004	.002	.359	.001	.004	.920

Uji normalitas juga dilakukan dengan analisis grafik yang dapat dideteksi dengan melihat penyebaran titik-titik pada sumbu diagonal dari grafik, dimana pengujian ini menggunakan grafik *Normal P-Plot of Regression Standardized Residual*.



Gambar 2. Uji Normalitas P-Plot Dependent Variabel MABHR

Dari gambar 2 *Normal P-Plot of Regression Standardized Residual*, dapat dilihat bahwa pada variabel dependen MABHR terlihat bahwa titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal, serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal, hal ini menunjukkan bahwa data terdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Pengujian multikolinearitas dilakukan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas dan independen. Model regresi yang baik adalah jika terjadi korelasi yang kuat antar variabel bebasnya. Korelasi yang kuat jika nilai VIF (*Variance Inflationary Factor*) lebih besar atau sama dengan 10 atau nilai tolerance lebih kecil dari 5. Dari hasil pengolahan data statistik diperoleh tabel pengujian multikolinearitas sebagai berikut :

Tabel 3. Uji Multikolinearitas Dependent Variabel MABHR

		Coefficients ^a	
		Collinearity Statistics	
Model		Tolerance	VIF
1	Net Assetn-1	.605	1.653
	FUNDS	.408	2.451
	COSTS	.499	2.003
	AGE	.704	1.420
	SPONSOR	.751	1.331
	PROFLOAT	.505	1.979
	EQUISSUE	.543	1.842

a. Dependent Variabel : MABHR

Dari tabel diatas, semua variabel independent yaitu *size of the firm* (yang diukur dengan Net Asset_{t-1}), *quality of the firm* (yang diukur dengan Costs), *risk of the firm* (yang diukur dengan Age dan PROFLOAT), *reputation of the firm* (yang diukur dengan SPONSOR) dan *agency costs after the IPO* (yang diukur dengan EQUISSUE) memiliki VIF dibawah 10 dan tolerance value diatas 0.10. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen tersebut tidak ada multikolinearitas untuk pengukuran menggunakan penurunan kinerja jangka panjang setelah IPO yang diukur dengan variabel MABHR.

Uji Autokorelasi

Keberadaan autokorelasi dapat diidentifikasi melalui analisa korelasi dengan menggunakan metode grafik atau secara statistik yang dikenal dengan statistic dari Durbin Watson. Kriteria pengambilan keputusannya adalah nilai dari Durbin Watson yaitu $dU < DW < 4dU$.

Tabel 4. Uji Autokorelasi Dependent Variabel MABHR
Model Summary^a

Model	Durbin-Watson
1	2.201 ^a

- a. Predictors : (Constant), EQUISSUE, COSTS, Net Asset_{t-1}, AGE, SPONSOR, PROFLOAT, FUNDS
b. Dependent Variable : MABHR

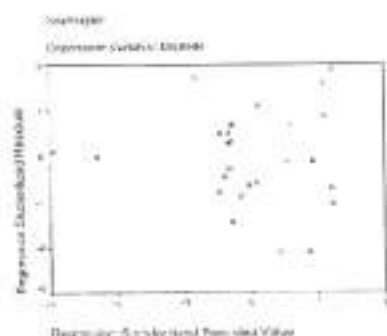
Berdasarkan tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai DW sebesar 2.201. Adapun nilai batas bawah (dL) yang diketahui dari tabel Durbin Watson untuk $k'=4$ pada signifikan 5% adalah 0.816 dan nilai batas atas adalah 2.117. Karena nilai Durbin Watson yang dihasilkan berada pada daerah $d-dU < DW < 4-dL$, maka tidak ada keputusan yang diambil untuk memutuskan apakah ada autokorelasi ataupun tidak untuk dependent variabel MABHR.

Tabel 5.
Uji Autokorelasi dengan Dependent Variabel MABHR



Uji Heterokedastisitas

Uji Heterokedastisitas ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variabce dari residual suatu pengamatan yang lain. Pengukurannya dapat dilihat jika ada pola tertentu seperti titik-titik yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka telah terjadi heterokedastisitas dan jika tidak ada pola yang jelas, serta titik menyebar di atas dan di bawah angka sumbu y, maka tidak terjadi heterokedastisitas.



Gambar 3. Uji Heterokedastisitas Dependent Variabel MABHR

Berdasarkan gambar scatterplot di atas memperlihatkan titik-titik menyebar secara acak dan tidak membentuk sebuah pola tertentu yang jelas seperti bergelombang, melebar kemudian menyempit serta menyebar di atas dan di bawah angka nol pada sumbu y, dengan demikian bisa disimpulkan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas pada model regresi ini.

Analisis dan Pembahasan

Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan gambaran umum mengenai data yang digunakan untuk penelitian ini, dimana dalam tabel 6 dapat terlihat gambaran secara umum mengenai data yang digunakan dalam penelitian ini yang berupa nilai minimum, nilai maksimum, mean dan standar deviasi. Berdasarkan data pada tabel 6 dibawah menunjukkan perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO di BEI dapat memenuhi syarat untuk dijadikan sampel dalam penelitian ini.

Tabel 6. Statistik Deskriptif

	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
MABHR	.50	1.04	-1.96	2.65
Net Asset=1	40024000000	589397117430.89	5996000000.00	1996409000000.00
FUNDS	115162346154	193205812949.39	1250000000.00	820000000000.00
COSTS	5703115384.62	8675785618.96	571000000.00	41381000000.00
AGE	4067.35	2994.43	1022.00	11580.00
SPONSOR	.58	.50	.00	1.00
PROFLOAT	28735628205.13	70460814852.47	-5684333333	338217000000.00
EQUISSUE	.29	.10	.04	.50

Pembahasan

Dalam pembahasan ini akan dijelaskan hasil pengujian variabel-variabel independen yaitu *size of the firm*, *quality of the firm*, *risk of the firm*, *reputation of the firm*, dan *agency costs after the IPO* dimana untuk *size of the firm* dilihat dari *asset before the flotation* (ASSFLOAT) dan *funds*, sedangkan untuk *quality of the firm* dilihat dari *costs*. Untuk variabel *risk of the firm* dilihat dari *age* dan *profitability before the flotation* (PROFLOAT), dan untuk variabel *agency costs after the IPO* dilihat dari *equity of issue* (EQUISSUE).

Dalam variabel *size of the firm* yang diukur dengan menggunakan dua pengukuran yaitu *asset before the flotation* (ASSFLOAT) dan *funds*, ditemukan bahwa ASSFLOAT yang dihitung berdasarkan Net Asset_{net} tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap penurunan kinerja jangka panjang (*long-run underperformance of IPO*). Akan tetapi, dari variabel *funds* ditemukan adanya hubungan yang signifikan terhadap *long-run underperformance of IPO*. Oleh karena itu, dapat ditarik kesimpulan bahwa variabel *size of the firm* dalam penelitian ini memiliki hubungan yang signifikan terhadap *long-run underperformance of IPO* dan ini sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Goengen, et al. (2007) yang menyatakan *size of the firm* memiliki hubungan yang signifikan terhadap *long-run underperformance of IPO*.

Sementara itu, pada variabel *quality of the firm* yang diukur dengan menggunakan *costs* ditemukan bahwa *costs* tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap *long-run underperformance of IPO*. Hal ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Goergen, et al. (2007), namun hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan Armitage (1999) yang menyatakan bahwa meskipun biaya yang dikeluarkan pada saat IPO merupakan suatu hal yang penting tetapi hal ini tidak terlalu berpengaruh terhadap pendapatan abnormal pada saat penawaran umum saham dilakukan. Besarnya *costs* yang dikeluarkan untuk melakukan IPO di Indonesia rata-rata hampir sama saja, memang tidak semua perusahaan yang melakukan IPO jumlah *costs*nya sama. Akan tetapi jumlah besar kecilnya *costs* dalam penelitian ini lebih dikarenakan *underwriter* yang digunakan oleh calon emiten. Semakin besar jumlah *costs* artinya perusahaan yang melakukan IPO ini menggunakan *underwriter* yang bereputasi baik paling tidak *underwriter* tersebut masuk ke dalam peringkat lima besar. Oleh karena itu, *costs* tersebut bukan merupakan hal terlalu berpengaruh pada naik turunnya kinerja saham setelah IPO.

Untuk variabel *risk of the firm* yang diukur dengan menggunakan dua pengukuran yaitu *age* dan PROFLOAT, ditemukan bahwa *age* tidak memiliki

hubungan yang signifikan terhadap *long-run underperformance of IPO* dan hal ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Canter, et al. (1998) yang menemukan bahwa umur perusahaan (*age*) itu memiliki hubungan yang signifikan terhadap penurunan kinerja jangka panjang. Akan tetapi, hasil penelitian ini sesuai penelitian Goergen, et al (2007) menyatakan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara umur perusahaan dengan *long-run underperformance of IPO*. Hal ini mungkin dikarenakan umur perusahaan yang melakukan IPO tidak dianggap sebagai faktor yang bisa menjamin bahwa semakin tua umur perusahaan tersebut maka kinerjanya juga semakin baik, tapi ada juga perusahaan yang berusia muda tapi memiliki kinerja yang baik pula. Sementara itu, untuk PROFLOAT diketahui bahwa variabel ini memiliki hubungan yang signifikan terhadap *long-run underperformance of IPO* dan ini sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Goergen, et al. (2007) yang menyatakan bahwa ada hubungan antara variabel PROFLOAT dengan *long-run underperformance of IPO*.

Kemudian pada variabel selanjutnya yaitu *reputation of the firm* yang diukur dengan menggunakan pengukuran SPONSOR, ditemukan bahwa ada hubungan yang signifikan antara reputasi perusahaan yang diwakili dengan pengukuran reputasi penjamin emisi (*underwriter*) terhadap *long-run underperformance of IPO* dan hal ini tidak sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Goergen, et al (2007). Namun, berdasarkan penelitian yang telah dilakukan Carter, et al. (1998) yang menyatakan bahwa penjamin emisi yang bereputasi baik memiliki hubungan yang signifikan dengan penurunan kinerja jangka panjang setelah IPO dilakukan. Hal ini dapat terjadi karena investor umumnya sebelum memutuskan untuk membeli saham pendana cenderung menilai terlebih dahulu perusahaan yang akan melakukan IPO di BEI melalui prospektusnya, dan dari prospektusnya pula investor mengetahui siapa penjamin emisi yang digunakan emiten tersebut. Investor biasanya cenderung akan menilai positif suatu perusahaan yang akan melakukan IPO apabila perusahaan tersebut menggunakan *underwriter* bereputasi baik itu artinya *underwriter* tersebut juga telah percaya pada calon emiten tersebut bahwa calon emiten tersebut memiliki kualitas dan keadaan yang baik untuk melakukan IPO.

Sedangkan, pada variabel *agency costs after the IPO* yang diukur dengan menggunakan pengukuran *equity of issue* (EQUISSUE). Ditemukan dari hasil pengujian hipotesa bahwa EQUISSUE tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan *long-run underperformance of IPO*, dan ini berarti hasil penelitian yang telah dilakukan tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Goergen, et al. (2007) yang menyatakan bahwa semakin tinggi persentase dari saham yang ditawarkan kepada publik maka semakin buruk pula kinerja jangka panjang perusahaan yang melakukan IPO. Hal ini dikarenakan rata-rata jumlah saham yang ditawarkan tidak lebih dari 50%, hanya ada satu perusahaan saja yang berani melakukan penawaran saham sebesar 50% dari jumlah saham keseluruhan yaitu PT Panin sekuritas Tbk selebihnya dibawah dari 50%. Kebanyakan perusahaan hanya menawarkan sahamnya sebesar 16% sampai dengan 35%, adapun perusahaan-perusahaan yang menawarkan sahamnya sekitar 40% sampai dengan 45% hanya sebanyak tiga perusahaan saja. Oleh karena itu, masalah *agency costs* yang terjadi setelah IPO dilakukan bukan merupakan masalah yang serius yang dapat mempengaruhi penurunan kinerja perusahaan yang melakukan IPO.

Dengan tiga variabel yang menyatakan ada hubungan signifikan antara *size of the firm*, *risk of the firm*, dan *reputation of the firm* dengan *long-run underperformance of IPO* maka dapat dipenjas lebih jauh lagi arah hubungan ketiga variabel tersebut dengan *long-run underperformance of IPO* melalui beta. Pada variabel *size of the firm* yang diwakili oleh *funds* ditemukan adanya hubungan negatif dan signifikan terhadap *long-run underperformance of IPO*, itu artinya bahwa semakin besar jumlah dana yang diterima emiten maka semakin buruk juga kinerja jangka panjangnya. Hal ini dapat terjadi karena semakin besar jumlah dana yang diterima emiten itu juga berarti penentuan harga saham perdananya baik atau bisa juga diartikan harga saham perdananya lumayan tinggi, dan dengan seiring bertambahnya jumlah permintaan dari investor maka harga sahamnya pun akan semakin tinggi. Bersamaan dengan semakin meningkatnya harga saham tersebut maka jumlah permintaan dari investor nantinya perlahan akan menurun karena harga saham yang terlalu tinggi akan berisiko mengurangi bahkan memungkinkan investor tidak mendapat keuntungan yang diharapkan, dan pada situasi seperti ini secara tidak langsung kinerja saham pun akan mengalami penurunan.

Sedangkan pada variabel *risk of the firm* yang diwakili oleh PROFLOAT ditemukan adanya hubungan yang negatif dan signifikan terhadap *long-run underperformance of IPO* dan ini berarti semakin besar jumlah keuntungan yang diperoleh perusahaan sebelum melakukan penawaran umum maka akan semakin buruk pula kinerja jangka panjang perusahaan tersebut.

Sementara untuk variabel *reputation of the firm* yang diwakili oleh SPONSOR yang merupakan variabel *dummy* untuk reputasi penjamin emisi yang digunakan emiten, ditemukan adanya hubungan yang positif dan signifikan terhadap *long-run underperformance of IPO* dan ini berarti semakin baik reputasi penjamin emisi yang digunakan oleh emiten dalam membantu kelancaran penawaran umum maka semakin baik pula kinerja jangka panjang perusahaan tersebut.

Tabel 7. Hasil Uji t
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.518	.624		.830	.418
Net Assetn-1	-2.55E-13	.000	-.145	-.823	.421
FUNDS	-2.95E-12	.000	-.549	-2.564	.020
COSTS	3.313E-11	.000	.277	1.431	.170
AGE	-1.46E-05	.000	-.042	-.259	.798
SPONSOR	1.151	.325	.559	3.541	.002
PROFLOAT	-7.23E-12	.000	-.491	-2.551	.020
EQUISSUE	-.562	1.886	-.055	-.298	.769

Penutup

Kesimpulan

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh dilakukannya penawaran saham publik (IPO) terhadap penurunan kinerja jangka panjang setelah melakukan IPO pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 1995 sampai dengan 2004.

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Terdapat hubungan yang negatif antara *size of the firm* yang diukur berdasarkan *funds* dengan *long-run underperformance of IPO*.
2. Terdapat hubungan yang negatif antara *risk of the firm* yang diukur berdasarkan PROFLOAT dengan *long-run underperformance of IPO*.
3. Terdapat hubungan yang positif antara *reputation of the firm* yang diukur berdasarkan SPONSOR dengan *long-run underperformance of IPO*.

Implikasi Manajerial

Hasil penelitian ini diharapkan dapat diterapkan secara nyata dalam penawaran saham perdana publik (IPO). Adapun implikasi manajerial dari penelitian ini bagi perusahaan, penjamin emisi, dan investor dalam penawaran saham perdana publik yaitu:

1. Ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi meningkat ataupun menurunnya kinerja harga saham setelah pelaksanaan IPO, yaitu: *size of the firm*, *risk of the firm*, dan *reputation of the firm*. Dimana, *size of the firm* ini diukur dari seberapa besar *funds* yang diterima setelah IPO dilakukan, *risk of the firm* diukur berdasarkan PROFLOAT yaitu besarnya keuntungan yang diperoleh perusahaan sebelum melakukan IPO, dan terakhir adalah *reputation of the firm* yang diukur berdasarkan SPONSOR yaitu penjamin emisi yang digunakan oleh perusahaan untuk membantu pelaksanaan IPO. Oleh karena itu, sebaiknya perusahaan yang akan melakukan IPO memperhatikan ketiga hal tersebut sebelum memutuskan untuk melakukan IPO.
2. Sebaiknya penjamin emisi tidak memberikan harga saham perdana yang terlalu tinggi, karena hal itu akan berdampak negatif bagi kinerja harga saham perusahaan setelah melakukan IPO. Dengan semakin tingginya harga saham belum tentu investor akan memberikan respon yang positif atas penawaran saham yang dilakukan, karena investor pastinya mengharapkan akan mendapatkan *initial return* dan saham tersebut.
3. Penelitian ini juga berguna bagi investor dalam mengambil keputusan berinvestasi di pasar modal nantinya, seperti meninjau terlebih dahulu *underwriter* yang digunakan emiten karena dengan menggunakan *underwriter* yang bereputasi baik secara tidak langsung emiten sudah berusaha untuk meminimalisir resiko yang akan dihadapi oleh investor. Dimana, investor dapat melihat *underwriter* tersebut bereputasi baik apabila *underwriter* tersebut masuk ke dalam ranking lima belas besar berdasarkan jumlah pendapatan yang diperoleh *underwriter* tersebut.

Daftar Pustaka

- Ang, R. (1997). *Buku Pintar Pasar Modal* (2nd ed.), Jakarta, Indonesia: Media Soft Indonesia.
- Armitage, S. (1999). "The Proportion Underwritten and The Reaction to Share Issues: UK Tests of The Eckbo-Masulis Theory", working paper, The Management School, Edinburgh.
- Beatty, R.P. (1989). Auditor Reputation and The Pricing of Initial Public Offerings, *The Accounting Review*, 5 4(4): 693-709.

- Besslen, W. & Thies, S. (2007). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings in Germany, *Managerial Finance*, 33(6): 420-441.
- Carter, R.B.; Frederick, H.D. & Singh, A.K. (1998). Underwriter Reputation, Initial Returns, and The Long-Run Performance of IPO Stocks, *Journal of Finance*, 53(1): 285-311.
- Chan, K.; Cooney Jr, J.W.; Kim, J. & Singh, A.K. (2008). The IPO Derby: Are There Consistent Losers and Winners on This Track?, *Financial Management*, 37(1): 45-79.
- Darrien, F. & Womack, K.L. (2003). Auctions vs. Bookbuilding and The Control of Underpricing in Hot IPO Markets, *The Review of Financial Studies*, 16(1): 31-61.
- Drobetz, W.; Kammermann, M. & Walchli, U. (2005). Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Evidence for Switzerland, *Schmalenbach Business Review*, 57(3): 253-275.
- Eckbo, B.E. & Nonli, O. (2004). Liquidity Risk, Leverage and Long-Run IPO Returns, *Journal of Corporate Finance*, 11: 1-35.
- Fakhruddin, H.M. (2008). *Go Public: Strategi Pendanaan dan Peningkatan Nilai Perusahaan* (1st ed.), Jakarta, Indonesia: Elex Media Komputindo.
- Goergen, M.; Khunshed, A. & Mudambi, R. (2007). The Long-Run Performance of UK IPOs: Can It Be Predicted?, *Managerial Finance*, 33(6): 401-419.
- , & Renneboog, L. (2007). Does Ownership Matter? A Study of German and UK IPOs, *Managerial Finance*, 33(6): 368-387.
- Hull, R.M. & Kerchnen, R. (1996). Issue Costs and Common Stock Offerings, *Financial Management*, 25(4): 54-66.
- Jain, B.A. & Kini, O. (1994). The Post Issue Operating Performance of IPO Firms, *Journal of Finance*, 49(5): 1699-1726.
- Jaskiewicz, P.; Gonzales, V.M.; Menendez, S. & Schienock, D. (2005). Long-Run IPO Performance Analysis of German and Spanish Family-Owned Businesses, *Family Business Review*, 18(3): 179-202.
- Levis, M. (1993). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988, *Financial Management*, 22: 28-41.
- Lowry, M. & Schwert, W. (2002). IPO Market Cycles: Bubbles on Sequential Learning?, *The Journal of Finance*, 57(3): 1171-1200.
- Machin, S. & Van Reenen, J. (1993). Profit Margins and The Business Cycle: Evidence from UK Manufacturing Firms, *The Journal of Industrial Economics*, 41(1): 29-50.
- Maug, E. (2001). Ownership Structure and The Life-Cycle of The Firm: A Theory of The Decision to Go Public, *European Finance Review*, 5: 167-200.
- Ritten, J.R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, *The Journal of Finance*, 46(1): 3-27.
- Ritten, J.R. & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations, *Journal of Finance*, 57: 1-46.

- Situmonang, M.P. (2008). *Pengantar Pasar Modal* (1st ed.), Jakarta, Indonesia: Mitna Wacana Media.
- Suchard, J. & Singh, M. (2007). Determinants of The Pricing of Privatization IPOs in The UK and Australia, *International Journal of Business*, 12(3): 361-384.
- Yan, D. & Cai, J. (2003). Long-Run Operating Performance of Initial Public Offerings in Japanese Over-The-Counter Market (1991-2001): Evidence and Implications, *Asia-Pacific Financial Markets*, 10: 23 9-274.
- www.idx.co.id (diakses 25 Mei 2008)