

*Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*  
Vol. 17, No. 4, 2002, 398 - 419

## PENAWARAN SAHAM PERDANA: PENGALAMAN DI BURSA EFEK JAKARTA 1990 – 1998

Ahmad Rodoni

Program Pascasarjana Universitas Sahid

### ABSTRACT

*This study investigates initial and aftermarket performance of initial public offering (IPOs) for both short term and long term in the Jakarta Stock Exchange (JSE), from January 1990 to December 1998. This study considers market situation at the time of the issuance of IPOs. The short term performance measure of IPOs is tested using daily closing return ( $R^c_t$ ), opening return ( $R^o_t$ ), offering price to opening price, offering price to closing price and opening price to closing price criteria. The long term aftermarket performance of IPOs is measured using cumulative abnormal returns analysis, buy and hold market adjusted compounded returns, wealth relative, offering price to closing price and opening price to closing price. Using a sample of 233 IPOs in the Jakarta Stock Exchange (JSE), this study finds an average initial (offer-to-open) return of 10.948 percent (10.912 % adjusted return). The findings reveals a lower expected return from those found in developing and several developed markets. The short term aftermarket mean return based on daily closing mean return ( $R^c_t$ ), opening mean return ( $R^o_t$ ) and opening price to closing price, indicates that benefits of initial performance do not accrue to the secondary market traders. This result is consistent with studies of Barry and Jennings (1993) on the U.S. markets and Yong (1997) on the Malaysian market. The long run aftermarket performance of IPOs is found to be negative. This finding is supported by many IPOs results in the literature.*

**Keywords:** *Opening-closing mean return, performance of IPO.*

### PENDAHULUAN

Studi-studi terdahulu mengenai Penawaran Saham Perdana (IPO) menunjukkan hasil yang konsisten terhadap terkurang harga (*underpricing*). Ulasan menyeluruh mengenai IPO terkurang harga ini dapat ditemukan daripada hasil studi Ibbotson dan Ritter (1995). Studi-studi yang dilakukan oleh McDonald dan Fisher (1972), Bear dan Curley (1975), Ibbotson (1975), Dawson (1987), Chalk dan Peavy (1987), Tinic (1988), Allen dan Faulhaber (1989), Anggarwal dan Rivoli (1990) dan Loughran *et al.* (1994) menunjukkan wujudnya fenomena terkurang harga bagi Penawaran Saham Perdana (IPO).

Sejak akhir-akhir ini, banyak studi yang menguji prestasi jangka panjang dan menemui beberapa bukti prestasi yang kurang baik setelah dipasarkan bagi IPO, seperti Aggarwal dan Rivoli (1990), Ritter (1991), Levis (1993), Loughran *et al.* (1994), Loughran dan Ritter (1995), Lee *et al.* (1996) dan Teoh *et al.* (1998).

Banyak studi berkaitan harga Penawaran Saham Perdana (IPO) menggunakan data dari beberapa negara telah menunjukkan bukti bahwa terdapat keuntungan awal yang berlebihan atau terkurang harga. Loughran *et al.* (1994) menggunakan data dari 25 negara yang tersedia. Hasil penemuan menunjukkan

bahwa perusahaan yang melakukan penawaran umum mengalami terkurang harga untuk tempoh jangka pendek. Rata-rata keuntungan awal terjadi lebih tinggi karena (i) lebih besar tingkat campur tangan pemerintah, (ii) awal dalam proses penawaran umum yang digunakan adalah harga penawaran yang TeIPO dan (iii) perusahaan yang melakukan penawaran umum berisiko lebih tinggi. Apabila metode pelelangan dilakukan secara baik, maka terkurang harga yang wujud adalah sangat kecil.

Studi Penawaran Umum Perdana (IPO) di negara maju awalnya difokuskan di Amerika Syarikat. Hasil yang sama telah dibuktikan di United Kingdom oleh Davis dan Yeomans (1976), Buckland *et al.* (1981) dan Brennan dan Franks (1997). Banyak studi yang dilakukan di Eropah juga menemukan hasil yang sama. Wasserfallen dan Wittleder (1994) dan Ljungqvist (1997) menemukan bukti terkurang harga di pasar saham Jerman, Wessels (1989) di pasar saham Belanda dan Husson dan Jacquillat (1989) di pasar saham Perancis. Lande (1989) menemukan keuntungan abnormal untuk terbitan baru (*new issue*) di Ireland. Studi tentang pasar saham IPO di Australia telah dilakukan oleh Lee *et al.* (1996) juga menemukan bukti hasil yang sama dengan di benua Eropah.

Peneliti terdahulu turut menemukan bukti keadaan Panawaran Saham Perdana (IPO) di pasar saham negara membangun adalah terkurang harga. Studi oleh Dawson (1987) dan Hameed dan Lim (1998) menunjukkan wujudnya keadaan IPO terkurang harga di Singapura. Dawson (1987) dan Blake dan Freris (1997) menemukan hasil yang sama pada IPO di Hong Kong. Studi di negara membangun yang lain juga menunjukkan bukti penemuan yang sama. Studi oleh Dawson (1987), Saiful Bahri Sufar (1991), Shamsher *et al.* (1993), Wu (1993), Mansor Isa dan Rubi Ahmad (1996), Yong (1991, 1997) dan Jelic *et al.* (1998) menemukan bukti keadaan IPO adalah terkurang harga di Malaysia. Bukti

terkurang harga juga ditemui di pasar saham Amerika Latin oleh Aggarwal *et al.* (1993).

Beberapa teori memberikan penjelasan tentang IPO terkurang harga di tingkat Internasional dan juga wujudnya berbagai perbezaan pasaran saham di seluruh dunia. Antara lain adalah hipotesis sumpahan pemenang oleh Rock (1986), pendapat tentang liabiliti undang-undang yang diusulkan oleh Tinic (1988) dan *investment banker* serta penerbit yang tidak berpengalaman dijelaskan oleh Kunz dan Aggarwal (1994). TeIPOi malangnya sehingga saat ini, tidak ada satupun teori dapat memberikan penjelasan yang cukup jelas berkaitan prestasi IPO yang kurang baik yang diteliti kembali sehingga 5 tahun setelah diterbitkan. Terdapat dua studi yang sejajar dengan kesimpulan yang dilakukan oleh Ibbotson (1975), yaitu studi yang telah dilakukan oleh Loughran dan Ritter (1995) dan Spiess dan Graves (1995) yang menyimpulkan bahwa IPO adalah seperti satu teka-teki.

Ibbotson dan Ritter (1995) mendokumentasikan tiga kelainan (*anomalies*) yang dimiliki IPO dalam beberapa negara, yaitu (1) *new issue* adalah *underpricing*, antara lain disebabkan (a) *the winner's curse hypothesis*, (b) *the costly information acquisition hypothesis*, (c) *the cascades hypothesis*, (d) *the investment banker's monopsony power hypothesis*, (e) *the lawsuit avoidance hypothesis*, (f) *the signalling hypothesis*, (g) *the regulatory constraint hypothesis*, (h) *the wealth redistribution hypothesis*, (i) *the stabilization hypothesis*, (j) *the ownership dispersion hypothesis*, (k) *the market incompleteness hypothesis*, (2) *hot issue market* memiliki rata-rata keuntungan awal yang tinggi dan (3) dalam jangka panjang *new issue* mempunyai prestasi yang kurang baik.

Tujuan penelitian ini terdiri dari tiga bagian utama, yaitu menguji prestasi awal dan prestasi setelah dipasarkan bagi Panawaran Saham Perdana (IPO) di BEJ. Secara lebih terperinci studi ini memfokuskan kepada: (1) menguji prestasi awal dengan mempertimbangkan

keadaan pasaran pada waktu IPO, yaitu: a) BEJ telah diswastakan pada 13 Juli 1992, b) BEJ menggunakan sistem JATS (*Jakarta Automated Trading System*) pada 22 Mei 1995 dan c) kejatuhan pasaran saham Indonesia pada 28 Agustus 1997; (2) menghitung rata-rata keuntungan pada berbagai sektor industri saham IPO; dan (3) menganalisis prestasi jangka pendek dan jangka panjang saham-saham IPO yang didaftarkan di BEJ untuk jangka waktu 1990 hingga 1998.

Studi ini berbeda dalam beberapa hal dengan studi sebelumnya, seperti: Pertama, masih sedikit studi yang dilakukan di negara membangun khususnya di pasaran saham Indonesia yang menyelidiki prestasi Penawaran Saham Perdana (IPO) dengan mempertimbangkan keadaan pasaran pada waktu IPO. Kedua, pengukuran prestasi IPO untuk jangka pendek diuji dengan dua kriteria, yaitu: (1) keuntungan harian berdasarkan harga penutup,  $R^c_t$  (keuntungan harian disesuaikan pasaran berdasarkan harga penutup,  $R^{ca}_t$ ) dan (2) keuntungan berdasarkan harga pembukaan,  $R^o_t$  (keuntungan disesuaikan pasaran berdasarkan harga pembukaan,  $R^{oa}_t$ ). Pengukuran cara tersebut dalam menganalisis prestasi IPO bertujuan untuk mengetahui strategi yang tepat bagi melakukan investasi saham-saham IPO.

## DATA DAN METODOLOGI

Data yang digunakan dalam studi ini terdiri daripada 233 penawaran saham perdana (IPO) yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dibandingkan dengan jumlah populasi sebenar yaitu 236 IPO dari Januari 1990 hingga Desember 1998 dan hanya yang aktif di BEJ. Tiga saham IPO dikeluarkan daripada data karena didaftarkan di BEJ tidak dengan harga penawaran dan tidak aktif diperdagangkan. Saham-saham tersebut, yaitu: PT. Tembaga Mulia Semanan Tbk (didaftarkan pada 2 Maret 1990), PT. Dharmala Agrifood Tbk (didaftarkan pada 8 Juli 1990) dan PT. Jakarta Kyoei Steel Work Limited Tbk (didaftarkan

pada 6 Agustus 1991). Data IPO tersebut terdiri daripada sembilan sektor industri yang berbeda, yaitu tiga perusahaan daripada sektor pertanian, enam perusahaan daripada sektor pertambangan, 42 perusahaan daripada sektor industri dasar, 45 perusahaan daripada sektor bermacam-macam industri, 39 perusahaan daripada sektor barang konsumen, 29 perusahaan daripada sektor properti, 11 perusahaan daripada sektor infrastruktur, 42 perusahaan daripada sektor keuangan, dan 16 perusahaan daripada sektor perdagangan dan manufaktur.

Jenis data yang berbeda diperoleh daripada berbagai sumber, yaitu: (1) prospektus perusahaan untuk informasi perusahaan dan harga penawaran, (2) surat khabar (*Business News dan Jakarta Post*) dan daftar kurs harian (laporan mengenai harga saham, indeks komposit dan nilai perdagangan, dan (3) tambahan data daripada *JSX Fact Book* dan *JSX Monthly Statistic* yang diterbitkan di BEJ.

Untuk menghitung prestasi IPO jangka pendek dan jangka panjang, studi ini akan menggunakan metodologi yang digunakan oleh Ritter (1991) dan Jelic *et al.* (1998). Untuk setiap penawaran saham perdana (IPO), pengukuran ciri-ciri keuntungan awal dihitung seperti berikut:

1. Keuntungan awal atau pada hari pertama, dihitung dengan tiga cara berdasarkan studi Yong (1997). Pada umumnya studi yang lalu untuk menghitung keuntungan awal hanya berdasarkan pada harga penawaran terhadap harga penutup, seperti ditunjukkan dalam studi Loughran *et al.* (1994) dan Ibbotson dan Ritter (1995).
2. Keuntungan awal yang disesuaikan pasaran, diartikan sebagai perubahan persentase dalam harga dari tanggal penawaran hingga penutup hari pertama diperdagangkan dikurangi dengan perubahan indeks komposit pasaran BEJ pada waktu itu, seperti berikut:

$$IR_{i,t} = \left\{ \left[ \frac{(P_{i,1} - P_{i,0})}{P_{i,0}} - \frac{(I_{i,1} - I_{i,0})}{I_{i,0}} \right] \right\} \times 100\%, \quad (1)$$

yaitu,  $IR_{i,t}$  adalah keuntungan disesuaikan indeks pasaran pada perusahaan  $i$  untuk jangka waktu  $t$ ,  $P_{i,1}$  adalah harga penutup perusahaan  $i$  pada akhir tanggal pertama diperdagangkan,  $P_{i,0}$  adalah harga penawaran perusahaan  $i$  pada tanggal pertama diperdagangkan,  $I_{i,1}$  adalah indeks pada akhir penutup hari pertama diperdagangkan dan  $I_{i,0}$  adalah indeks pada hari sebelumnya (penutup) pada waktu penawaran.

Keuntungan rata-rata (keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran) setelah dipasarkan untuk jangka pendek (satu hari setelah saham tersebut didaftarkan) yaitu hari kedua, ketiga, keempat, kelima, keenam dan ketujuh dihitung dengan cara berikut:

1.  $R^c_t$ , keuntungan harian berdasarkan harga penutup dan dihitung sebagai perubahan persentase dalam harga saham dari hari penutup  $t-1$  perdagangan hingga hari penutup  $t$  perdagangan.  $R^{ca}_t$ , keuntungan harian disesuaikan pasaran berdasarkan harga penutup dan dihitung sebagai perubahan persentase dalam harga saham dari hari penutup  $t-1$  perdagangan hingga hari penutup  $t$  perdagangan dikurangi dengan perubahan indeks komposit pasaran pada waktu itu.
2.  $R^o_t$ , keuntungan berdasarkan harga pembukaan dan dihitung sebagai perubahan persentase dalam harga saham dari hari penutup  $t-1$  perdagangan hingga hari pembukaan  $t$  perdagangan.  $R^{oa}_t$ , keuntungan disesuaikan pasaran berdasarkan harga pembukaan dan dihitung sebagai perubahan persentase dalam harga saham dari hari penutup  $t-1$  perdagangan hingga hari pembukaan  $t$  perdagangan dikurangi dengan perubahan indeks komposit pasaran pada waktu itu.

Untuk setiap saham, keuntungan rata-rata dihitung menurut studi Dawson (1987), Ritter (1991) dan Jelic *et al.* (1998) seperti berikut:

$$D_t = \sum_{i=1}^n IR_{i,t} / N, \quad (2)$$

yaitu,  $IR_{i,t}$  adalah perbedaan keuntungan saham dengan pasaran dan  $N$  adalah jumlah saham terbitan yang digunakan dalam studi ini atau jumlah sekuritas dalam portfolio.

Dalam studi ini, sehitungnya tidak ada perdagangan pada hari kedua atau ia jatuh pada hari Sabtu atau Minggu, maka hari perdagangan berikutnya yang digunakan sebagai hari kedua. Apabila hari ketiga, keempat, kelima, keenam dan ketujuh jatuh pada hari Sabtu, maka harga yang digunakan pada hari sebelumnya yaitu pada hari Jum,at dan jika jatuh pada hari Minggu, maka harga yang digunakan adalah hari berikutnya yaitu pada hari Senin.

Pengukuran keuntungan disesuaikan pasaran yang digunakan dalam studi ini tidak menyesuaikan risiko sistematis secara jelas. Banyak studi, seperti Ibbotson (1975) yang dilakukan di pasaran Amerika Syarikat dan Sudarsanam (1992) di pasaran United Kingdom didapatkan bahwa rata-rata beta perusahaan baru yang terdaftar lebih daripada satu. Oleh karena itu, diandaikan beta IPO sama dengan satu yang memungkinkan untuk menyiapkan perhitungan konservatif IPO terkurang prestasi. Dawson (1987) dan Yong (1997) juga menggunakan pendekatan penentuan beta untuk terbitan baru sama dengan satu berdasarkan kepada studi awal oleh Bear dan Curley (1975) dan Buckland *et al.* (1981) yang menyimpulkan tidak terdapat bukti bahwa beta yang digunakan untuk terbitan baru adalah berbeda daripada satu secara signifikan.

Prestasi penawaran saham perdana (IPO) jangka panjang diuji dengan menggunakan analisis keuntungan kumulatif abnormal, keuntungan kompaun disesuaikan pasaran (*market adjusted compounded return*) dengan menggunakan strategi beli dan pegang dan kekayaan relatif (*wealth relative*). Analisis juga dilakukan dengan menghitung

keuntungan rata-rata dan keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran, dari bulan pertama hingga bulan ke-36, apakah berdasarkan harga penawaran terhadap harga penutup maupun harga pembukaan terhadap harga penutup. Untuk menganalisis prestasi IPO jangka panjang, studi ini mengikut penemuan Ritter (1991) dan Jelic *et al.* (1998).

Keuntungan disesuaikan pasaran dihitung pada setiap bulan  $t$  dengan menggunakan persamaan pertama. Harga saham perdagangan terakhir pada setiap bulan dari hari didaftarkan digunakan untuk menghitung keuntungan saham bulanan. Contohnya, jika saham didaftarkan pada 3 Februari, maka harga perdagangan terakhir pada 3 Maret digunakan untuk menghitung keuntungan pada bulan pertama. Harga perdagangan terakhir pada 3 Maret dan April pula digunakan untuk menghitung keuntungan pada bulan kedua dan seterusnya. Jika tanggal bulan tertentu jatuh bukan pada hari perdagangan, harga terakhir hari perdagangan sebelumnya yang digunakan. Kesemua harga disesuaikan pada perubahan modal, seperti pemecahan saham, penerbitan hak dan penerbitan bonus.

Keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran pada sampel perusahaan  $i$  dalam setiap bulan  $t$  dihitung dengan menggunakan persamaan kedua. Kemudian prestasi kumulatif jangka panjang disesuaikan pasaran dari bulan  $t_0$  hingga bulan  $T$  dihitung seperti berikut:

$$CAR_{t_0,T} = \sum_{t=t_0}^T D_t, \quad (3)$$

adalah dinyatakan dalam studi lalu bahwa persamaan ketiga mengenai keuntungan kumulatif abnormal tidak dapat disimpulkan secara tepat jika jangka waktu lebih panjang digunakan yaitu lebih dari satu tahun, oleh Barber dan Lyon (1996). Oleh karena itu, perhitungan keuntungan kompaun disesuaikan pasaran dengan menggunakan strategi beli dan pegang sebagai alternatif pengukuran prestasi jangka panjang, adalah seperti berikut:

$$R_{i,t} = \prod_{t=1}^T (1 + r_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + r_{mt}) \quad (4)$$

yaitu,  $R_{i,t}$  adalah keuntungan abnormal perusahaan  $i$  dalam setiap bulan  $t$  dihitung berdasarkan kepada kompaun,  $r_{it}$  adalah keuntungan pada perusahaan  $i$  dalam setiap bulan  $t$ , dan  $r_{mt}$  adalah keuntungan indeks pasaran dalam setiap bulan  $t$ .

Prestasi relatif IPO jangka panjang juga dianalisis dengan menggunakan kekayaan relatif (*wealth relative*) yang didefinisikan seperti berikut:

$$R_{i,t} = \prod_{t=1}^T (1 + r_{it}) / \prod_{t=1}^T (1 + r_{mt}) \quad (5)$$

yaitu,  $r_{it}$  adalah keuntungan bulanan saham  $i$  pada waktu  $t$  dan  $r_{mt}$  adalah keuntungan bulanan indeks pasaran pada waktu  $t$ . Kekayaan relatif lebih besar daripada satu menunjukkan bahwa IPO terlebih prestasi pasaran untuk jangka waktu itu, sedangkan kekayaan relatif lebih kecil daripada satu menunjukkan bahwa IPO terkurang prestasi.

Hipotesis terhadap prestasi awal dan prestasi setelah dipasarkan bagi penawaran saham perdana (IPO) di Bursa Efek Jakarta (BEJ), seperti berikut:

1.  $H_0 : \mu_i = 0$ , keuntungan rata-rata IPO disesuaikan pasaran untuk hari pertama, berdasarkan harga penawaran terhadap harga pembukaan adalah nol.
2.  $H_0 : \mu_i = 0$ , keuntungan rata-rata IPO disesuaikan pasaran setelah dipasarkan untuk jangka panjang adalah nol.
3.  $H_0 : \mu_i = \mu_j$ , tiada perbezaan antara prestasi keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran sebelum dan setelah BEJ diswastakan pada 12 Juli 1992. Begitu pula diuji prestasi keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran sebelum dan setelah BEJ menggunakan sistem berautomasi pada 22 Mei 1995 serta diuji prestasi

keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran sebelum dan setelah kejatuhan pasaran saham Indonesia pada 28 Agustus 1997.

4.  $H_0 : \mu_i = \mu_j = \dots = \mu_k$ , semua keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran setiap sektor industri adalah sama.

Ujian statistik yang digunakan dalam studi prestasi awal dan prestasi setelah dipasarkan bagi penawaran saham perdana (IPO) di BEJ adalah seperti berikut:

1. Ujian t satu sampel (sebagai contoh, lihat Shin (1994) dan Triola (1998)) dan ujian Wilcoxon (sebagai contoh, lihat Hollander dan Wolfe (1973) dan Daniel (1978)) digunakan untuk menguji hipotesis nol yang pertama dan kedua.
2. Ujian t untuk sampel bebas (sebagai contoh, ditunjukkan oleh Berenson *et al.* (1983), Shin (1994) dan Weiss (1996)) dan ujian Mann-Whitney (sebagai contoh, lihat Hollander dan Wolfe (1973) dan Daniel (1978)) digunakan untuk menguji hipotesis nol ketiga.
3. Kaedah analisis varian atau ujian F (sebagai contoh, lihat Berenson *et al.* (1983), Shin (1994), Sharma (1996) dan Weiss (1996) dan ujian Kruskal-Wallis (sebagai contoh, lihat Hollander dan Wolfe (1973) dan Daniel (1978)) digunakan untuk menguji hipotesis nol yang keempat.

## PENEMUAN STUDI

### 1. Prestasi IPO Jangka Pendek

Studi ini menganalisis prestasi penawaran saham perdana (IPO) jangka pendek dengan menggunakan metodologi yang dilakukan oleh Dawson (1987), Ritter (1991) dan Jelic *et al.* (1998). Hasil studi pengukuran ciri-ciri keuntungan awal dihitung dengan tiga cara ditunjukkan dalam tabel 1 (lampiran A1).

Tabel 1 menggambarkan ciri-ciri keuntungan awal bagi penawaran saham perdana (IPO) untuk jangka waktu 1990 hingga 1998.

Keuntungan awal rata-rata berdasarkan harga penawaran terhadap harga pembukaan untuk jangka waktu 1990 hingga 1998 adalah 10.948 persen (keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran 10.912%). Berkenaan dengan keuntungan awal rata-rata berdasarkan harga penawaran terhadap harga penutup untuk jangka waktu 1990 hingga 1998 adalah 9.486 persen (keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran 9.452%). Selanjutnya keuntungan awal rata-rata berdasarkan harga pembukaan terhadap harga penutup untuk jangka waktu 1990 hingga 1998 adalah -1.070 persen (keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran -1.100%). Keseluruhannya, keuntungan awal rata-rata (keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran) ini adalah tidak ada yang berbeda daripada nol secara signifikan, apakah pada level 5 persen dan 1 persen, seperti ditunjukkan pada tabel 1.

Secara keseluruhannya, keuntungan awal rata-rata yang terjadi adalah rendah bagi IPO di BEJ untuk jangka waktu 1990 hingga 1998 karena terdapat beberapa perusahaan yang mempunyai keuntungan awal rata-rata yang negatif, antara lain adalah PT. Internasional Nikel (INCO) Tbk, PT. Bank Umum Nasional (BUN) Tbk dan PT. Indospring Tbk. Penyebabnya adalah IPO dilakukan untuk jangka waktu yang sama, sedangkan jumlah IPO secara relatif sangat besar, menyebabkan pasaran tidak mampu menyerap seluruh penawaran. Perincian berkenaan keuntungan awal rata-rata (keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran) saham IPO tersebut dinyatakan dalam lampiran A.

### 2 Prestasi IPO jangka pendek setelah dipasarkan

Tabel 2 (lampiran B) pada lajur A dan lajur B keuntungan rata-rata berdasarkan  $R_t^c$  ( $R_t^{ca}$ ) untuk jangka waktu 1990 hingga 1998 tertinggi terjadi pada hari ketiga yaitu 0.527 persen (0.371%), sedangkan keuntungan rata-rata terendah terjadi pada hari keenam yaitu -0.205 persen (-0.294%). Berkenaan dengan

keuntungan rata-rata berdasarkan  $R^o_t$  ( $R^{oa}_t$ ) untuk jangka waktu 1990 hingga 1998 tertinggi terjadi pada hari ketujuh yaitu 4.506 persen (4.435%), sedangkan keuntungan rata-rata terendah terjadi pada hari keenam yaitu 0.266 persen (0.176%). Umumnya keuntungan harian berdasarkan harga penutup dan keuntungan berdasarkan harga pembukaan untuk jangka waktu ini, yaitu dari hari kedua hingga hari ketujuh adalah positif. Secara keseluruhannya, untuk jangka waktu ini keuntungan rata-rata pada hari kedua hingga hari ketujuh pada keuntungan berdasarkan harga pembukaan,  $R^o_t$  (keuntungan disesuaikan pasaran berdasarkan harga pembukaan,  $R^{oa}_t$ ) lebih tinggi dari keuntungan rata-rata pada keuntungan harian berdasarkan harga penutup,  $R^c_t$  (keuntungan harian disesuaikan pasaran berdasarkan harga penutup,  $R^{ca}_t$ ).

Keuntungan rata-rata tahunan berdasarkan  $R^c_t$  ( $R^{ca}_t$ ) yang tertinggi terjadi pada tahun 1998 yaitu 6.636 persen (4.219%) pada hari ketiga, sedangkan keuntungan rata-rata terendah terjadi pada tahun ini juga ialah pada hari ketujuh yaitu -5.170 persen (-6.690%). Berkenaan keuntungan rata-rata tahunan berdasarkan  $R^o_t$  ( $R^{oa}_t$ ) yang tertinggi terjadi pada tahun 1995 ialah pada hari ketujuh yaitu 44.747 persen (44.744%), sedangkan keuntungan rata-rata tahunan yang terendah ialah pada hari ketujuh yaitu -5.900 persen (-7.410%) pada tahun 1998. Keseluruhannya, keuntungan rata-rata IPO dalam jangka pendek adalah tidak ada yang berbeda daripada nol secara signifikan, apakah pada level 5 persen dan 1 persen, seperti ditunjukkan pada tabel 2. Hasil studi ini menunjukkan perdagangan pasaran peringkat kedua adalah tidak menguntungkan.

Tabel 3 (lampiran C), keuntungan rata-rata dan keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran berdasarkan harga penawaran terhadap harga pembukaan untuk jangka waktu 1990 hingga 1998 yang tertinggi terjadi pada hari ketujuh yaitu 15.271 persen (14.939%), sedangkan keuntungan rata-rata yang terendah terjadi

pada hari kedua yaitu 10.962 persen (10.932%). Keuntungan rata-rata dan keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran berdasarkan harga penawaran terhadap harga penutup untuk jangka waktu ini yang tertinggi terjadi pada hari keenam yaitu 10.989 persen (10.736%), sedangkan keuntungan rata-rata yang terendah terjadi pada hari kedua yaitu 9.753 persen (9.724%). Secara umum hasil keuntungan rata-rata pada lajur A dan lajur B tabel 3 tidak jauh berbeda. Berkenaan dengan keuntungan rata-rata dan keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran berdasarkan harga pembukaan terhadap harga penutup untuk jangka waktu ini yang tertinggi terjadi pada hari kelima yaitu -0.187 persen (-0.310%), sedangkan keuntungan rata-rata yang terendah terjadi pada hari kedua yaitu -0.970 persen (-0.967%). Hasil keuntungan rata-rata pada lajur C ini untuk jangka waktu 1990 hingga 1998 adalah rendah dan negatif.

Tabel 2 dan tabel 3 menunjukkan prestasi IPO setelah dipasarkan dalam jangka pendek yaitu dari hari kedua hingga hari ketujuh, apakah menggunakan kaedah keuntungan harian berdasarkan harga penutup ( $R^c_t$ ), keuntungan berdasarkan harga pembukaan ( $R^o_t$ ), keuntungan rata-rata berdasarkan harga penawaran terhadap harga pembukaan, harga penawaran terhadap harga penutup dan harga pembukaan terhadap harga penutup. Dengan menggunakan pelbagai kaedah tersebut keuntungan rata-rata dalam jangka pendek adalah tidak menguntungkan.

### 3 Prestasi IPO jangka pendek setiap sektor industri

Tabel 4 (lampiran D), untuk kedua lajur tersebut, sektor industri keuangan mempunyai keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran yang tertinggi yaitu 12.631 persen pada lajur A dan 11.905 persen pada lajur B. Kemudian diikuti dengan sektor industri properti yaitu 12.481 persen pada lajur A dan 10.913 persen pada lajur B. Sedangkan sektor industri pertambangan mempunyai keuntungan awal

rata-rata disesuaikan pasaran yang terendah pada kedua lajur tersebut, masing-masing adalah 5.754 persen dan 5.651 persen. Keputusan ujian F dan ujian Kruskal Wallis menunjukkan hasil yang tidak signifikan antara perbedaan keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran pada setiap sektor industri bagi IPO. Hal ini menunjukkan pasaran adalah efisien, karena semua keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran setiap sektor industri yang ada di BEJ adalah sama.

#### 4. Prestasi IPO Jangka Panjang

Hasil studi ini ditunjukkan dalam tabel 5 hingga tabel 9 (lampiran E). Pada tabel 5 melaporkan hasil keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran ( $AR_t$ ) dan keuntungan kumulatif abnormal ( $CAR_t$ ) setelah penawaran IPO dari bulan pertama hingga bulan ke-36 untuk jangka waktu 1990 hingga 1998. Keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran tertinggi terjadi pada bulan ke-22 yaitu 4.077 persen, sedangkan keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran terendah yaitu -5.590 persen terjadi pada bulan ke-25. Secara keseluruhan, keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran dan keuntungan kumulatif abnormal tidak berbeda daripada nol secara signifikan, apakah pada level 5 persen dan 1 persen.

Selanjutnya tabel 6, keuntungan kompaun disesuaikan pasaran dengan menggunakan strategi beli dan pegang dari bulan pertama hingga bulan kedelapan memperoleh nilai positif dan dari bulan kesembilan hingga bulan ke-36 akan memperoleh nilai yang semakin negatif. Hasil ujian adalah tidak ada yang berbeda daripada nol secara signifikan, apakah pada tahap 5 persen dan 1 persen. Maka penemuan prestasi keuntungan IPO untuk tempoh jangka panjang dengan menggunakan strategi beli dan pegang menunjukkan hasil yang kurang baik atau prestasi keuntungan yang negatif. Dapat dikatakan investor yang membeli saham IPO setelah pasaran untuk tempoh jangka panjang adalah tidak menguntungkan.

Tabel 7 pula, kekayaan relatif pada bulan pertama, kedua, dan ketiga masing-masing adalah 1.014, 1.009 dan 1.005. Hal ini menunjukkan kekayaan relatif lebih besar daripada satu, yang bermaksud IPO lebih berprestasi untuk tempoh masa ini. Kekayaan relatif dari bulan keempat hingga bulan ke-36 adalah lebih kecil daripada satu, yang bermaksud IPO menunjukkan kurang berprestasi untuk tempoh masa ini. Maka secara keseluruhan dengan menggunakan kekayaan relatif IPO untuk tempoh jangka panjang mempunyai prestasi yang kurang baik.

Sedangkan pada tabel 8, keuntungan rata-rata pada bulan ketiga memperoleh nilai tertinggi yaitu 13.726 persen berbanding dengan bulan-bulan yang lain. Nilai keuntungan rata-rata dari bulan pertama hingga bulan ketujuh adalah lebih tinggi daripada keuntungan awal rata-rata yang ditunjukkan dalam tabel 1. Keseluruhan hasil ujian keuntungan rata-rata untuk tempoh jangka panjang berdasarkan harga penawaran terhadap harga penutup adalah tidak ada yang berbeda daripada nol secara signifikan, apakah pada tahap 5 persen dan 1 persen.

Demikian pula tabel 9, hanya keuntungan rata-rata dari bulan kedua hingga bulan ketujuh mempunyai nilai yang positif, sedangkan bulan-bulan yang lain mempunyai nilai yang negatif. Keputusan ujian adalah tidak ada yang berbeda daripada nol secara signifikan, apakah pada tahap 5 persentase dan 1 persentase. Penemuan ini konsisten dengan hasil studi terdahulu tentang prestasi penawaran sahama perdana (IPO) untuk jangka panjang adalah kurang baik.

## KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

### 1 Kesimpulan

Berdasarkan penemuan ini didapatkan pasaran utama IPO di BEJ adalah rendah dan tidak terkurang harga. Penemuan studi ini lebih rendah dibandingkan dengan penemuan di pasaran saham negara membangun dan



beberapa negara maju. Hasil studi ini bertentangan dengan studi lalu yang menunjukkan bahwa prestasi awal IPO adalah terkurang harga.

Keuntungan rata-rata setelah dipasarkan untuk jangka pendek, apakah keuntungan harian berdasarkan harga penutup, keuntungan berdasarkan harga pembukaan dan keuntungan berdasarkan harga pembukaan terhadap harga penutup untuk tempoh masa studi ini menunjukkan bahwa perdagangan pasaran pada peringkat kedua adalah tidak menguntungkan. Keadaan ini disokong oleh hasil studi Barry dan Jennings (1993) dan Yong (1997). Penemuan ini menunjukkan keuntungan yang rendah pada pelanggan permulaan dan disesuaikan pada kesan pasaran dalam satu hari setelah penawaran dilaksanakan adalah tidak signifikan.

Keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran IPO untuk hari pertama (apakah berdasarkan harga penawaran terhadap harga pembukaan atau harga penawaran terhadap harga penutup) adalah tidak ada yang berbeda daripada nol secara signifikan. Ini menunjukkan keuntungan rata-rata tidak berlebihan dan tidak terkurang harga bagi pembelian permulaan IPO di BEJ. Penemuan ini konsisten dengan Dawson (1987) yang menggunakan data dari Hong Kong dan Singapura. Tidak ada satupun keuntungan yang berbeda daripada nol secara signifikan. Keuntungan rata-rata di Malaysia adalah berbeda daripada nol secara signifikan. Ini bermaksud tidak efisien pada harga penerbitan baru. Penemuan studi ini juga bertentangan dengan beberapa peneliti, Shamsheer Mohamad *et al.* (1993), Mansor Isa dan Rubi Ahmad (1996) dan Yong (1991, 1997) yang menunjukkan bahwa IPO adalah terkurang harga.

Tidak sama secara signifikan antara prestasi keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran sebelum dengan setelah BEJ diswastakan, sebelum dengan setelah BEJ menggunakan sistem berautomasi dan sebelum dengan setelah kejatuhan pasaran saham

Indonesia. Ini menunjukkan bahawa perubahan keadaan pasaran di BEJ tidak mempunyai pengaruh terhadap prestasi awal bagi IPO. Keadaan ini berarti pasaran IPO di BEJ adalah efisien.

Terdapat sembilan sektor industri yang berbeda di BEJ. Sektor industri keuangan mempunyai keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran yang tertinggi dibandingkan dengan sektor lainnya, sedangkan sektor industri pertambangan mempunyai keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran yang terendah untuk tempoh masa studi ini. Berdasarkan hasil uji statistik, didapatkan tidak ada perbezaan secara signifikan antara keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran pada setiap sektor industri bagi IPO. Ini bermaksud, semua keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran IPO pada setiap sektor industri adalah sama dan pasaran IPO adalah efisien.

Studi ini menemukan prestasi IPO untuk jangka panjang menunjukkan prestasi yang kurang baik atau prestasi keuntungan yang negatif. Hasil uji statistik adalah tidak ada yang berbeda daripada nol secara signifikan. Penemuan ini konsisten dengan hasil studi lalu yang menunjukkan bahwa prestasi IPO dalam jangka panjang adalah kurang baik atau negatif, seperti studi oleh Ritter (1991), Aggarwal *et al.* (1993), Levis (1993), Fauzias *et al.* (1996) dan Teoh *et al.* (1998). Sebaliknya, penemuan ini bertentangan dengan studi Jelic *et al.* (1998) yang menyatakan prestasi terbitan baru untuk tempoh jangka panjang adalah positif dan berbeda daripada nol secara signifikan. Pada masa ini tidak ada satupun teori memberikan penjelasan tentang prestasi IPO yang kurang baik yang diamati sehingga 5 tahun setelah penerbitan. Terdapat dua studi pada masa ini yang sejajar dengan kesimpulan yang dilakukan oleh Ibbotson (1975) yaitu studi yang telah dijalankan oleh Loughran dan Ritter (1995) dan Spiess dan Graves (1995) yang menyimpulkan bahwa IPO adalah seperti satu teka-teki.

## 2. Implikasi

Investor yang membeli saham penawaran saham perdana (IPO), apakah pada harga penawaran atau setelah pasaran dalam jangka pendek dan jangka panjang adalah tidak menguntungkan secara signifikan di BEJ. Dengan demikian, investor mesti berhati-hati dalam membeli saham perusahaan yang akan melakukan penawaran perdana. Bila ingin membeli saham, investor mesti mengetahui analisis fundamental daripada prestasi perusahaan tersebut. Asasnya, investor mesti mengetahui prestasi perusahaan sebelum penawaran dan prospek bisnisnya setelah penawaran perdana serta manajemen perusahaannya, apakah cukup baik dan profesional.

Investor dapat mengetahui sektor industri mana yang paling menguntungkan dan kurang menguntungkan bagi pembelian saham penawaran saham perdana (IPO). Informasi ini penting bagi investor untuk melakukan strategi dalam investasi. Hasil studi menunjukkan sektor industri keuangan adalah lebih menguntungkan berbanding sektor industri lain. Sedangkan sektor industri pertambangan mempunyai keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran yang terendah. Walaupun demikian, berdasarkan hasil ujian statistik tidak terdapat perbezaan yang signifikan pada setiap sektor industri yang ada di BEJ.

Pemerintah harus membantu bursa saham untuk meneIPOkan institusi pendidikan yang tidak hanya melakukan penyelidikan pasaran saham, teIPOi juga menolong untuk mendidik masyarakat umum tentang pentingnya bursa saham dalam mengumpulkan modal daripada masyarakat umum yang digunakan untuk kemajuan mengembangkan negara Indonesia. Institusi pendidikan ini perlu memainkan peranan dengan berkesan untuk mendidik investor dan masyarakat umum dalam industri sekuriti. Pemerintah harus membuka pusat informasi di setiap universiti dan memperkenalkan kursus investasi kepada para pelajar sekolah menengah supaya generasi baru ini

memiliki suatu pandangan dan perspektif yang benar tentang pasaran saham. Penyertaan investor yang sudah ada dan yang baru dalam perdagangan saham akan menghasilkan suatu pasaran yang aktif bagi saham tersebut. Bursa saham harus dianggap sebagai suatu tempat di mana modal boleh ditingkatkan untuk kebaikan perusahaan, investor serta untuk pembangunan negara. Kepercayaan orang banyak terhadap bursa saham sebagai suatu tempat perjudian patut dihapuskan.

Studi yang akan datang dapat menguji prestasi IPO untuk bursa lain yang terdapat di Indonesia, seperti Bursa Efek Surabaya (BES). Kemudian penyelidik dapat membandingkan di antara kedua bursa tersebut mengenai prestasi IPO di Indonesia. Selain itu, peneliti akan datang dapat membuat perbandingan prestasi IPO untuk tempoh jangka pendek dan jangka panjang serta faktor yang mempengaruhi prestasi awal pada perusahaan swasta dan perusahaan BUMN yang ingin melakukan penawaran perdana di pasaran saham Indonesia. Berbagai sektor industri yang ada di BEJ juga boleh diteliti dengan lebih terperinci.

## REFERENSI

- Aggarwal, R. & Rivoli, P. 1990. Fads in the initial public offering market ? *Financial Management* 19: 45 – 57.
- Aggarwal, R., Leal, L. & Hernandez, L. 1993. The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America. *Financial Management* 22: 42 – 53.
- Allen, F. & Faulhaber, G.R. 1989. Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics* 23: 303 – 323.
- Barry, C.B. & Jennings, R.H. 1993 (Spring). The opening price performance of initial public offerings of common stock. *Financial Management*: 54- 63.

- Bear, R.M. & Curley, A. J. 1975. Unseasoned equity financing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 10: 311 – 325.
- Blake, D. & Freris, A.F. 1997. The short run performance of initial public offerings: New results using a dynamic beta model. Dalam *Advances in Pacific Basin Financial Markets* 3: 1189 – 1210. Disunting oleh T.Bos & T.Fetherston. Connecticut: JAI Press.
- Brennan, M.J. & Frank, J. 1997. Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK. *Journal of Financial Economics* 45: 391 – 413.
- Buckland, R., Herbert, P.J. & Yeomans, K.A. 1981. Price discount on new equity issues in the UK and their relationship to investors subscription in the period 1965 – 1975. *Journal of Business Finance and Accounting* 8: 79 – 95.
- Chalk, A.J. & Peavy, J.W. 1987 (September/October). Initial public offering: Daily returns, offering types and the price effect. *Financial Analysts Journal*: 65–69.
- Dawson, S.M. 1987. Secondary stock market performance of initial public offerings, Hong Kong, Singapore and Malaysia: 1978 – 1984. *Journal of Business Finance and Accounting* 14: 65 – 76.
- Davis, E.W. & Yeomans, K.A. 1976. Market discount on new issues of equity: The influence of firm size, method of issue and market volatility. *Journal of Business Finance and Accounting* 86: 27 – 42.
- Hameed, A. & Lim, G.H. 1998. Underpricing and firm quality in initial public offerings: Evidence from Singapore. *Journal of Business Finance and Accounting* 25: 455 – 468.
- Husson, B. & Jacquillat, B. 1989. French new issues, underpricing, and alternative methods of distribution. Dalam *A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets*: 349 – 368. Disunting oleh Guimaraes, R.M.C., Kingsman, B.G. & Taylor, S.J. Berlin: Springer- Verlag.
- Ibbotson, R.G. 1975. Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics* 2: 235 – 272.
- Ibbotson, R.G. & Jaffe, J.R. 1975. Hot issue markets. *Journal of Finance* 30: 1027 – 1042.
- Ibbotson, R.G. & Ritter, J.R. 1995. Initial public offerings. Dalam *Handbook of Operations Research and Management Science: Finance* 9: 993 – 1015. Disunting oleh Jarrow, R.A., Maksimovic, V. & Ziemba, W.T. Amsterdam: Elsevier Science B.V.
- Jelic, R., Saadouni, B. & Briston, R. 1998 (Julai). Initial public offering in Malaysia: Initial premium and long term performance: 1 - 35. Dalam APFA/PACAP Finance Conference: Regionalization of the Asian Pacific Capital Markets. Tokyo, Jepun.
- Kunz, R.M. & Aggarwal, R. 1994. Why initial public offerings are underpriced: Evidence from Switzerland. *Journal of Banking and Finance* 18: 705 – 723.
- Lande, J. 1989. An investigation initial new issues underpricing on the Irish market:1980 – 1988. *Project Paper*. Faculty of Commerce, University College Dublin.
- Lee, P.J., Taylor, S.L. & Walter, T.S. 1996. Australian IPO pricing in the short and long run. *Journal of Banking and Finance* 20: 1189 – 1210.
- Levis, M. 1993. The long run performance of initial public offering: The UK experience 1980 – 1988. *Financial Management* 22: 28 – 41.
- Loughran, T., Ritter, J. R. & Rydqvist, K. 1994. Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal* 2: 165 – 199.

- Loughran, T. & Ritter, J.R. 1995. The new issues puzzle. *Journal of Finance* 50: 23 – 51.
- Ljungqvist, A.P. 1997. Pricing initial public offerings: Further evidence from Germany. *European Economic Review* 41: 1309 – 1320.
- McDonald, J.G. & Fisher, A. K. 1972. New issue stock price behavior. *Journal of Finance* 27: 97 – 102.
- McGuinness, P. 1992. An examination of the underpricing of initial public offerings in Hong Kong: 1980 – 1990. *Journal of Business Finance & Accounting* 19: 165 – 186.
- Mansor Isa & Rubi Ahmad. 1996. Performance of new issues on the Malaysian stock market. *Malaysian Journal of Economics Studies* 33: 53 – 66.
- Othman Yong. 1991 (Jun). Performance of new issue securities in Malaysia. *The Malaysian Accountant*: 3 – 6.
- Othman Yong. 1997. Initial public offerings: The Malaysian experience 1990 – 1994. Dalam *Advances in Pacific Basin Financial Markets* 3: 177 – 188. Diedit oleh T.Bos & T.Fetherston. Connecticut: JAI Press.
- Ritter, J.R. 1991. The Long run performance of initial public offerings. *Journal of Finance* 46: 3 – 27.
- Rock, K. 1986. Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics* 15: 187 – 212.
- Saiful Bahri Sufar. 1991. Performance of new issues: The Malaysian case. Dalam *Understanding the Behavioral Patterns of Stock Prices, A Collection of Readings on Selected Far Eastern Stock Markets* 15: 1 – 12. Diedit oleh Ismail Ibrahim dan Othman Yong. Kuala Lumpur, Malaysia: Leeds Publications.
- Shamsheer Mohamad, Annuar Md. Nasir & Mohamed Ariff. 1993. Analysis of underpricing in the Malaysian new issues market during 1975 - 1990: Are new issue excessively underpriced. *Capital Market Review* 1: 17 – 28.
- Sharma, S. 1996. *Applied Multivariate Techniques*. New York: John Wiley & Sons.
- Shin, K. 1994. *SPSS Guide*. Boston: The Irwin Statistical Software Series.
- Spies, D.K. & Graves, J.A. 1995. Underperformance in long run stock returns following seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 38: 243 – 267.
- Tay Sey Wu. 1993. The Long run performance of initial public offerings in the Malaysia. *Capital Market Review* 1: 61 – 79.
- Teoh, S.H., Welch, I. & Wong, T.J. 1998. Earnings management and the long run market performance of initial public offerings. *Journal of Finance* 6: 1935 – 1973.
- Tinic, S.M. 1988. Anatomy of initial public offerings of common stock. *Journal of Finance* 43: 789 – 822.
- Wasserfallen, W. & Wittleder, C. 1994. Pricing initial public offerings: Evidence from Germany. *European Economic Review* 38: 1505 – 1517.
- Wessels, R. 1989. The market for IPOs: An analysis of the Amsterdam Stock Exchange. Dalam *A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets*: 323 – 348. Disunting oleh Guimaraes, R.M.C., Kingsman, B.G & Taylor, S.J. Berlin: Springer-Verlag.

## (Lampiran A1)

TABEL 1 Ciri-ciri keuntungan awal bagi IPO untuk jangka waktu 1990 hingga 1998

Tahun	Jumlah Terbitan	Harga Penawaran Rata-rata (Rp)	Harga Pembukaan Rata-rata (Rp)	Keuntungan Awal Rata-rata@ (Penawaran Terhadap Pembukaan)%	Keuntungan Awal Rata-rata@ (Penawaran Terhadap Penutup)%	Keuntungan Awal Rata-rata@ (Pembukaan Terhadap Penutup)%
1990	61	8246.393	9214.918	12.194 (11.888)	10.216 (9.910)	-1.400 (-1.710)
1991	17	5991.176	6047.059	1.478 (1.873)	1.320 (1.710)	-0.152 (0.244)
1992	14	4482.143	4844.643	8.057 (8.196)	8.110 (8.250)	0.042 (0.181)
1993	20	3958.750	4927.500	25.617 (25.152)	25.141 (24.676)	-0.366 (-0.831)
1994	47	3906.915	4164.149	7.097 (7.120)	4.480 (4.500)	-1.610 (-1.590)
1995	22	1998.864	2051.136	3.295 (3.397)	2.480 (2.580)	-0.714 (-0.612)
1996	16	1832.813	2012.500	12.306 (12.486)	11.803 (11.984)	-0.425 (-0.245)
1997	30	1033.333	1185.833	14.048 (14.145)	12.902 (12.990)	-1.030 (-0.931)
1998	6	691.667	833.333	22.068 (22.461)	17.937 (18.329)	-4.070 (-3.670)
1990-1998	233	4458.712	4913.734	10.948 (10.912)	9.486 (9.452)	-1.070 (-1.100)

## Catatan:

- 1) @ Keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran ditunjukkan dalam tanda kurang.
- 2) \* Berbeda daripada nol secara signifikan, pada level 5 persen.
- 3) \*\* Berbeda daripada nol secara signifikan, pada level 1 persen.
- 4) Hasil ujian-t satu sample dan ujian Wilcoxon, seluruh keuntungan awal rata-rata (keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran) bagi IPO adalah tidak ada yang berbeda daripada nol secara signifikan, apakah pada level 5 persen dan 1 persen.

**Tabel 2.** Keuntungan rata-rata dan keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran berdasarkan  $R_t^c$  ( $R^{ca}_t$ ) dan  $R_t^o$  ( $R^{oa}_t$ ), 1990 hingga 1998

Tempoh Masa	Hari Kedua Keuntungan Rata-rata@(%) Standar deviasi@(%)	Hari Ketiga Keuntungan Rata-rata@(%) Standar deviasi@(%)	Hari Keempat Keuntungan Rata-rata@(%) Standar deviasi@(%)	Hari Kelima Keuntungan Rata-rata@(%) Standar deviasi@(%)	Hari Keenam Keuntungan Rata-rata@(%) Standar deviasi@(%)	Hari Ketujuh Keuntungan Rata-rata@(%) Standar deviasi@(%)
<b>Lajur A. Berdasarkan <math>R_t^c</math> (<math>R^{ca}_t</math>)</b>						
1990	-0.337(-0.404) 4.338(4.302)	0.607(0.597) 4.324(4.472)	-0.083(-0.240) 3.672(3.971)	0.306(0.268) 4.800(4.920)	-0.712(-0.492) 7.373(7.445)	-0.204(-0.082) 2.367(2.805)
1991	0.335(0.547) 4.240(4.090)	0.328(-0.571) 1.783(4.237)	2.343(3.483) 7.182(7.819)	-1.000(-0.995) 5.844(5.838)	-0.354(-0.424) 1.289(1.234)	0.013(0.292) 0.819(1.202)
1992	1.115(1.010) 3.647(3.504)	1.776(1.517) 3.709(3.501)	-0.073(-0.228) 0.838(1.111)	1.441(1.581) 2.388(2.297)	-0.729(-0.730) 1.905(1.875)	0.335(0.227) 2.538(2.704)
1993	0.329(-0.067) 3.465(3.615)	0.230(-0.104) 2.880(2.967)	-0.306(-0.010) 2.154(2.372)	0.180(-0.271) 2.716(2.948)	-0.134(-0.716) 1.829(2.764)	1.056(0.483) 4.400(4.051)
1994	0.426(0.444) 3.694(3.724)	-0.275(-0.379) 2.272(2.258)	-1.130(-1.050) 4.091(3.935)	-0.530(-0.272) 3.387(3.500)	0.219(0.255) 3.605(3.597)	0.088(0.134) 3.379(3.457)
1995	-1.010(-0.768) 6.563(6.569)	-0.343(-0.279) 4.537(4.502)	-0.062(0.268) 3.339(3.338)	-0.154(0.034) 3.729(3.762)	-0.250(-0.389) 2.993(3.006)	0.464(0.461) 2.289(2.178)
1996	-1.780(-1.560) 3.531(3.460)	-0.341(-0.231) 3.409(3.619)	-0.417(-0.213) 2.617(3.077)	1.500(1.677) 3.018(3.427)	0.191(0.290) 2.886(3.098)	0.727(0.413) 2.993(2.396)
1997	0.620(0.722) 4.035(4.300)	1.226(1.432) 7.418(6.797)	0.456(0.274) 7.012(5.880)	0.197(0.220) 2.700(3.513)	-0.599(-0.804) 2.310(3.238)	0.180(0.006) 2.933(3.001)
1998	5.250(4.741) 13.716(15.049)	6.636(4.219) 17.917(16.617)	5.440(4.117) 14.267(14.671)	3.257(0.319) 7.977(10.469)	4.140(1.564) 11.193(8.532)	-5.170(-6.690) 11.158(13.588)
1990 – 1998	0.112(0.114) 4.750(4.832)	0.527(0.371) 5.033(4.911)	0.054(0.118) 4.924(4.904)	0.199(0.169) 4.040(4.239)	-0.205(-0.294) 4.752(4.732)	0.060(-0.011) 3.374(3.659)
<b>Lajur B. Berdasarkan <math>R_t^o</math> (<math>R^{oa}_t</math>)</b>						
1990	0.404(0.337) 6.330(6.188)	2.110(2.100) 8.425(8.470)	0.314(0.157) 6.165(5.423)	1.041(1.002) 6.176(6.270)	-0.606(-0.386) 8.021(8.067)	-0.284(-0.161) 2.864(3.240)
1991	1.151(1.364) 4.378(4.172)	1.389(0.490) 4.612(6.501)	3.270(4.410) 8.063(8.496)	-1.420(-1.410) 6.240(6.107)	-0.888(-0.959) 2.083(1.919)	-0.563(-0.284) 1.593(1.565)
1992	0.450(0.345) 3.217(3.216)	1.556(1.297) 3.533(3.369)	0.313(0.158) 1.396(1.700)	1.262(1.402) 1.902(2.111)	-0.589(-0.590) 2.623(2.619)	0.393(0.285) 3.024(3.596)
1993	0.446(0.050) 3.496(3.637)	0.576(0.243) 2.804(2.871)	0.264(0.560) 1.796(2.024)	1.086(0.636) 3.327(3.544)	0.824(0.242) 3.164(3.936)	1.570(0.997) 4.690(4.307)
1994	2.509(2.527) 13.452(13.440)	-0.113(-0.216) 2.354(2.323)	-0.692(-0.606) 4.022(3.927)	-0.034(0.224) 2.689(2.800)	0.771(0.808) 4.228(4.186)	0.927(0.973) 1.636(1.932)
1995	-0.268(0.010) 6.664(6.653)	0.294(0.358) 4.162(4.135)	1.198(1.529) 3.638(3.404)	0.487(0.675) 3.324(3.383)	1.036(0.897) 2.781(2.778)	44.747(44.744) 206.985(206.686)
1996	-0.766(-0.544) 2.699(2.641)	0.262(0.372) 3.216(3.401)	0.202(0.406) 2.357(2.801)	1.991(2.168) 3.569(3.937)	0.864(0.964) 2.583(2.766)	1.730(1.415) 3.562(2.896)
1997	2.172(2.274) 4.569(4.876)	2.576(2.782) 8.011(7.466)	1.700(1.518) 7.747(6.576)	1.142(1.166) 3.598(4.014)	0.446(0.240) 2.987(3.320)	0.649(0.529) 4.209(4.436)
1998	9.889(9.381) 17.624(15.749)	7.263(4.845) 17.720(16.458)	7.239(5.917) 13.930(13.846)	2.561(0.760) 9.932(12.965)	3.237(0.661) 11.985(8.990)	-5.900(-7.410) 10.745(14.168)
1990 – 1998	1.218(1.220) 8.129(8.018)	1.339(1.183) 6.420(6.361)	0.755(0.818) 5.775(5.434)	0.727(0.696) 4.626(4.887)	0.266(0.176) 5.269(5.188)	4.506(4.435) 63.716(63.655)

Catatan : 1) @ Keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran dan standar deviasi disesuaikan pasaran ditunjukkan dalam kurungan.  
 2) \* Berbeda daripada nol secara signifikan, pada tahap 5 persen.  
 3) \*\* Berbeda daripada nol secara signifikan, pada tahap 1 persen.  
 4) Keputusan ujian t, seluruh keuntungan rata-rata dan keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran berdasarkan  $R_t^c$  ( $R^{ca}_t$ ) dan  $R_t^o$  ( $R^{oa}_t$ ) adalah tidak ada yang berbeda daripada nol secara signifikan, apakah pada tahap 5 persen dan 1 persen.

**Tabel 3** Keuntungan rata-rata dan keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran untuk tempoh jangka pendek, 1990 hingga 1998

Tempoh Masa	Hari Kedua Keuntungan Rata-rata@(%) Standar deviasi@(%)	Hari Ketiga Keuntungan Rata-rata@(%) Standar deviasi@(%)	Hari Keempat Keuntungan Rata-rata@(%) Standar deviasi@(%)	Hari Kelima Keuntungan Rata-rata@(%) Standar deviasi@(%)	Hari Keenam Keuntungan Rata-rata@(%) Standar deviasi@(%)	Hari Ketujuh Keuntungan Rata-rata@(%) Standar deviasi@(%)
<b>Lajur A. Keuntungan rata-rata berdasarkan harga penawaran terhadap harga pembukaan</b>						
1990	10.837(10.463) 18.919(17.809)	12.561(12.173) 22.477(20.931)	11.132(10.582) 20.773(19.020)	11.702(11.108) 20.510(18.909)	10.025(9.650) 21.131(19.469)	9.679(9.420) 21.588(19.942)
1991	2.612(3.220) 8.915(8.440)	3.131(2.860) 9.423(10.126)	5.323(6.310) 11.733(11.503)	2.363(3.360) 6.490(5.440)	1.871(2.790) 6.191(5.430)	1.855(3.050) 6.305(5.140)
1992	8.671(8.700) 9.940(9.990)	11.259(11.033) 12.808(12.523)	11.843(11.457) 12.951(12.431)	12.835(12.587) 13.287(12.693)	12.317(12.067) 13.197(12.573)	12.452(12.008) 11.980(10.775)
1993	25.610(24.748) 17.905(17.555)	26.164(24.962) 18.108(17.555)	26.022(25.116) 17.809(18.189)	26.723(25.390) 18.660(18.551)	26.463(24.568) 17.745(17.002)	27.473(24.986) 20.262(18.463)
1994	7.059(7.100) 19.317(19.038)	4.791(4.730) 14.510(14.223)	3.936(3.960) 15.137(14.726)	3.442(3.710) 15.294(14.792)	3.589(3.900) 15.156(14.706)	3.989(4.340) 15.297(14.805)
1995	2.318(2.690) 16.636(16.574)	1.698(2.120) 16.138(16.162)	2.043(2.780) 15.770(15.550)	1.436(2.360) 16.772(16.696)	1.826(2.620) 17.251(17.160)	46.834(47.632) 216.030(215.460)
1996	10.749(11.149) 12.462(12.591)	9.742(10.245) 11.422(12.120)	9.268(9.970) 11.233(12.279)	10.837(11.696) 12.859(14.105)	11.197(12.146) 12.456(14.281)	12.423(13.070) 14.009(15.570)
1997	15.385(15.598) 17.220(17.328)	16.429(16.850) 18.299(17.838)	16.412(16.639) 16.423(16.340)	16.323(16.562) 17.115(17.039)	15.670(15.658) 16.585(16.943)	15.383(15.255) 17.736(18.596)
1998	33.118(33.011) 71.021(72.930)	35.398(32.789) 70.007(73.182)	51.797(48.005) 106.438(109.257)	60.825(53.971) 136.393(140.347)	79.545(70.034) 182.284(183.041)	55.702(44.501) 126.998(125.909)
1990 – 1998	10.962(10.932) 20.833(20.565)	11.262(11.072) 21.315(20.976)	11.318(11.199) 24.433(24.053)	11.543(11.386) 28.020(27.672)	11.504(11.251) 34.014(33.233)	15.271(14.939) 70.994(70.425)
<b>Lajur B. Keuntungan rata-rata berdasarkan harga penawaran terhadap harga penutup</b>						
1990	9.893(9.520) 16.956(15.892)	10.628(10.240) 18.399(17.075)	10.517(9.970) 18.675(17.384)	10.787(10.192) 19.029(17.875)	9.922(9.550) 20.864(19.245)	9.712(9.450) 21.090(19.494)
1991	1.753(2.360) 8.434(8.000)	2.042(1.770) 8.188(8.690)	4.387(5.380) 11.199(10.983)	2.786(3.780) 5.841(5.170)	2.406(3.330) 5.689(4.990)	2.443(3.640) 6.136(5.280)
1992	9.420(9.450) 10.578(10.573)	11.526(11.300) 13.182(12.864)	11.412(11.026) 12.873(12.317)	13.187(12.938) 15.053(14.220)	12.247(11.998) 14.102(13.162)	12.711(12.347) 15.096(13.769)
1993	25.429(24.567) 17.616(17.263)	25.696(24.494) 17.846(17.314)	25.295(24.390) 17.775(18.163)	25.573(24.240) 18.198(18.115)	25.340(23.445) 17.950(17.170)	26.809(24.322) 19.959(18.149)
1994	4.962(5.000) 14.763(14.446)	4.655(4.590) 14.746(14.471)	3.433(3.450) 14.815(14.403)	2.995(3.270) 15.645(15.150)	3.068(3.380) 15.245(14.771)	3.226(3.580) 16.009(15.407)
1995	1.501(1.880) 16.352(16.304)	1.035(1.460) 16.072(16.114)	0.703(1.440) 14.820(14.719)	0.834(1.750) 17.094(16.914)	0.490(1.280) 16.792(16.621)	0.934(1.730) 17.003(16.860)
1996	9.536(9.940) 11.732(11.859)	9.058(9.560) 11.160(11.901)	8.579(9.280) 11.084(12.113)	10.254(11.113) 12.103(13.404)	10.441(11.391) 12.352(14.225)	11.379(12.025) 14.284(15.974)
1997	13.531(13.745) 15.941(16.073)	14.864(15.285) 17.467(16.964)	15.042(15.269) 16.357(16.302)	15.163(15.402) 16.173(16.139)	14.363(14.351) 15.394(15.989)	14.627(14.499) 16.138(17.294)
1998	29.017(28.910) 71.479(74.038)	34.276(31.667) 68.461(71.625)	49.684(45.891) 105.654(108.471)	61.489(54.635) 134.271(138.085)	80.506(70.995) 181.779(182.455)	55.209(44.007) 121.388(119.860)
1990 – 1998	9.753(9.724) 19.431(19.234)	10.285(10.095) 19.988(19.671)	10.495(10.376) 23.725(23.472)	10.937(10.780) 27.496(27.211)	10.989(10.736) 33.893(33.100)	10.611(10.280) 26.548(25.352)

Tabel .3 Lanjutan

Lajur C. Keuntungan rata-rata berdasarkan harga pembukaan terhadap harga penutup						
1990	-1.770(-1.800) 6.131(6.250)	-1.250(-1.300) 6.131(6.250)	-1.330(-1.600) 7.526(8.540)	-1.000(-1.300) 9.253(10.223)	-1.850(-1.900) 10.679(11.201)	-1.990(-1.900) 11.313(12.051)
1991	0.183(0.395) 4.352(4.200)	0.465(-0.210) 3.490(4.900)	2.791(3.390) 7.767(8.010)	1.368(1.970) 2.788(3.680)	0.993(1.520) 2.411(3.450)	1.006(1.810) 2.550(4.000)
1992	1.156(1.050) 3.776(3.650)	2.989(2.620) 6.236(5.710)	2.902(2.380) 6.039(5.190)	4.495(4.110) 8.570(7.430)	3.713(3.330) 8.531(7.320)	4.076(3.570) 9.071(7.450)
1993	-0.040(-0.440) 3.486(3.620)	0.204(-0.530) 4.898(5.300)	-0.072(-0.510) 5.880(6.510)	0.095(-0.770) 6.304(7.180)	-0.088(-1.500) 5.743(5.870)	1.066(-0.950) 8.924(8.090)
1994	-1.190(-1.200) 8.218(8.250)	-1.450(-1.500) 8.711(8.620)	-2.610(-2.600) 9.108(8.830)	-3.120(-2.900) 9.538(9.080)	-2.950(-2.700) 9.443(9.040)	-2.940(-2.600) 9.589(9.110)
1995	-1.760(-1.500) 6.464(6.450)	-2.160(-1.800) 6.796(6.670)	-2.320(-1.700) 6.156(5.920)	-2.420(-1.600) 7.806(7.470)	-2.780(-2.100) 6.891(6.550)	2.350(-1.600) 7.022(6.610)
1996	-2.200(-2.000) 3.580(3.560)	-2.510(-2.200) 5.357(5.390)	-2.870(-2.300) 6.528(6.230)	-1.430(-0.740) 7.157(6.860)	-1.300(-0.490) 7.333(7.820)	-0.591(-0.110) 7.250(8.110)
1997	-0.442(-0.340) 3.546(3.680)	0.714(1.020) 7.276(6.940)	1.120(1.220) 9.200(8.120)	1.191(1.300) 8.136(6.610)	0.547(0.399) 7.973(6.290)	0.658(0.388) 7.650(7.120)
1998	1.184(0.675) 17.867(20.822)	6.268(3.280) 14.620(16.076)	13.643(9.400) 32.495(34.380)	19.425(12.170) 46.297(49.003)	28.587(18.626) 69.508(69.267)	15.871(4.220) 40.611(37.640)
1990 – 1998	-0.970(-0.967) 6.342(6.563)	-0.512(-0.669) 7.146(7.195)	-0.423(-0.511) 9.405(9.444)	-0.187(-0.310) 11.206(11.164)	-0.334(-0.555) 14.131(13.565)	-0.474(-0.773) 11.158(10.595)

Catatan :1) @ Keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran dan standar deviasi disesuaikan pasaran ditunjukkan dalam kurungan.

2) \* Berbeda daripada nol secara signifikan, pada tahap 5 persen.

3) \*\* Berbeda daripada nol secara signifikan, pada tahap 1 persen.

4) Keputusan ujian t, seluruh keuntungan rata-rata dan keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran pada lajur A, lajur B dan lajur C adalah tidak ada yang berbeda daripada nol secara signifikan, apakah pada tahap 5 persen dan 1 persen.



## (Lampiran D)

**Tabel 4.** Keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran setiap sektor industri untuk jangka waktu 1990 hingga 1998

Sektor Industri	Saiz	Keuntungan Rata-rata (%)	Standard Deviasi (%)	Minimum (%)	Maksimum (%)
<b>Lajur A. Berdasarkan harga penawaran terhadap harga pembukaan</b>					
Pertanian	3	10.135%	6.936%	4.450%	17.860%
Pertambangan	6	5.754	8.935	-4.870	17.390
Industri Dasar	42	12.466	20.133	-23.450	87.950
Bermacam Industri	45	8.922	16.014	-23.980	71.770
Barang Konsumsi	39	9.565	16.931	-23.880	66.930
Properti	29	12.481	22.394	-11.590	106.180
Infrastruktur,	11	8.112	7.058	0.050	19.790
Keuangan	42	12.631	20.403	-34.480	59.960
Perdagangan & Manufaktur	16	11.852	12.224	0.090	45.290
Keseluruhan	233	10.877	17.853	-34.480	106.180
Ujian F Nilai F = 0.309 Nilai P = 0.962 Ujian Krus-Wallis Nilai Chi-Sq=3.516 Nilai P = 0.898					
<b>Lajur B. Berdasarkan harga penawaran terhadap harga penutup</b>					
Pertanian	3	7.643%	9.058%	0.610%	17.860%
Pertambangan	6	5.651	7.490	-0.800	15.130
Industri Dasar	42	9.812	16.059	-24.430	52.680
Bermacam Industri	45	8.129	15.804	-26.920	65.040
Barang Konsumsi	39	8.462	14.256	-25.160	56.670
Properti	29	10.913	22.954	-24.340	106.180
Infrastruktur	11	7.932	10.558	-0.820	34.520
Keuangan	42	11.905	19.522	-35.260	59.960
Perdagangan & Manufaktur	16	10.230	12.088	-0.210	43.290
Keseluruhan	233	9.580	16.607	-35.260	106.180
Ujian F Nilai F = 0.249 Nilai P = 0.981 Ujian Krus-Wallis Nilai Chi-Sq= 3.276 Nilai P = 0.916					

*Catatan* : Nilai P menunjukkan tahap signifikan, karena adanya perbedaan dalam keuntungan awal rata-rata disesuaikan pasaran pada setiap sektor industri bagi IPO. Untuk menguatkan penemuan ini digunakan ujian Kruskal Wallis. Keputusan ujian F dan ujian Kruskal-Wallis menunjukkan tidak ada yang berbeda daripada nol secara signifikan, apakah pada tahap 5 persen dan 1 persen.

## Lampiran E

**Tabel 5** Keuntungan rata-rata disesuaikan pasaran dan keuntungan kumulatif abnormal IPO di BEJ, 1990 – 1998<sup>a)</sup>

Bulan	Jumlah Perusahaan	AR <sub>t</sub> (%)	Minimum (%)	Maksimum (%)	CAR <sub>t</sub> (%)
1	233	1.005	-56.560	141.730	1.005
2	233	0.450	-69.860	266.630	1.455
3	233	3.380	-85.260	363.810	4.835
4	233	0.492	-50.060	87.310	5.327
5	233	1.317	-59.580	278.150	6.644
6	233	0.143	-99.950	280.730	6.788
7	232	0.500	-62.240	357.800	7.131
8	232	-0.228	-56.670	76.800	6.904
9	232	0.268	-86.090	175.380	7.172
10	232	-1.930	-74.220	312.500	5.240
11	232	-0.881	-88.840	198.730	4.359
12	227	-1.840	-77.050	434.150	2.055
13	223	-2.050	-79.720	182.170	-0.440
14	221	3.176	-82.930	898.110	2.393
15	220	1.524	-57.100	332.710	4.049
16	220	2.388	-66.770	281.200	6.437
17	216	-2.560	-69.070	173.170	3.861
18	208	-0.241	-67.940	328.240	4.029
19	205	0.560	-85.160	165.650	5.600
20	204	-0.244	-90.350	143.690	5.214
21	203	2.355	-58.120	750.490	8.672
22	201	4.077	-75.610	903.400	12.333
23	201	-0.875	-82.500	338.020	11.369
24	197	0.238	-78.590	177.140	10.911
25	194	-5.590	-79.610	237.650	4.964
26	193	3.015	-58.940	161.990	7.825
27	192	-1.260	-63.990	155.940	5.807
28	190	0.703	-94.970	348.480	6.150
29	190	2.375	-70.420	967.260	8.525
30	183	-1.010	-67.350	80.610	6.693
31	181	2.189	-65.990	289.940	9.446
32	181	-1.860	-77.820	213.700	7.585
33	181	-1.800	-77.080	151.940	5.785
34	181	1.418	-61.790	193.990	7.203
35	181	0.708	-65.170	207.460	7.911
36	181	-2.330	-93.260	131.650	5.580

Catatan:

- 1) <sup>a)</sup> Tanpa keuntungan permulaan.
- 2) \* Berbeda daripada nol secara signifikan, pada tahap 5 persen.
- 3) \*\* Berbeda daripada nol secara signifikan, pada tahap 1 persen.
- 4) Keputusan ujian-t, seluruh keuntungan disesuaikan pasaran rata-rata dan keuntungan kumulatif abnormal bagi IPO adalah tidak ada yang berbeda daripada nol secara signifikan, apakah pada tahap 5 persen dan 1 persen.

**Tabel 6.** Keuntungan kompaun disesuaikan pasaran dengan menggunakan strategi beli dan pegang bagi IPO di BEJ, 1990 – 1998<sup>a)</sup>

Bulan	Saiz	Keuntungan (%)	Standar deviasi (%)
1	233	1.005	18.588
2	233	1.215	29.821
3	233	3.585	36.803
4	233	2.539	28.254
5	233	4.074	40.275
6	233	1.569	36.098
7	232	2.753	50.070
8	232	0.693	43.023
9	232	-1.480	35.851
10	232	-2.260	45.588
11	232	-3.450	48.933
12	227	-8.780	40.779
13	223	-11.474	41.597
14	221	-12.584	42.131
15	220	-14.392	41.722
16	220	-14.491	44.401
17	216	-18.097	44.267
18	208	-19.509	56.373
19	204	-19.362	59.357
20	203	-20.913	64.926
21	202	-24.377	53.158
22	200	-22.983	76.741
23	200	-29.041	51.528
24	197	-30.891	53.437
25	194	-36.514	65.387
26	193	-35.655	50.752
27	192	-39.222	49.285
28	190	-40.209	52.699
29	190	-43.884	52.958
30	183	-47.597	53.247
31	181	-48.216	52.565
32	181	-49.216	53.914
33	181	-52.381	54.523
34	181	-51.773	50.089
35	181	-53.008	49.544
36	181	-55.129	52.736

Catatan : 1) <sup>a)</sup> Keuntungan kompaun disesuaikan pasaran dengan menggunakan strategi beli dan pegang.

2) \* Berbeda daripada nol secara signifikan, pada tahap 5 persen.

3) \*\* Berbeda daripada nol secara signifikan, pada tahap 1 persen.

4) Keputusan ujian-t, seluruh keuntungan kompaun disesuaikan pasaran dengan menggunakan strategi beli dan pegang bagi IPO adalah tidak ada yang berbeda daripada nol secara signifikan, apakah pada tahap 5 persen dan 1 persen.

**Tabel 7.** Rasio kekayaan relatif untuk keuntungan kompaun terhadap keuntungan indeks komposit, 1990 – 1998

Bulan	Kekayaan Relatif <sup>a)</sup>	Bulan	Kekayaan Relatif <sup>a)</sup>
1	1.014	19	0.828
2	1.009	20	0.816
3	1.005	21	0.775
4	0.965	22	0.785
5	0.957	23	0.737
6	0.947	24	0.723
7	0.970	25	0.736
8	0.924	26	0.713
9	0.862	27	0.703
10	0.883	28	0.737
11	0.894	29	0.734
12	0.861	30	0.739
13	0.820	31	0.714
14	0.787	32	0.688
15	0.779	33	0.628
16	0.779	34	0.615
17	0.742	35	0.588
18	0.784	36	0.562

- Catatan : 1) <sup>a)</sup> Kekayaan relatif untuk tempoh jangka panjang dihitung dengan menggunakan formula (5).
- 2) Kekayaan relatif lebih besar daripada satu, bermaksud IPO lebih berprestasi untuk tempoh waktu itu.
  - 3) Kekayaan relatif lebih kecil daripada satu, bermaksud IPO kurang berprestasi untuk tempoh waktu itu.

**Tabel 8.** Keuntungan rata-rata dan prestasi IPO jangka panjang berdasarkan harga penawaran terhadap harga penutup, 1990 – 1998

Tempoh Waktu (bulan)	Jumlah Perusahaan	Keuntungan Rata-rata (%)	Minimum (%)	Maksimum (%)	CAR <sub>i</sub> (%)
1	233	10.548	-44.270	180.450	10.548
2	233	10.807	-67.480	255.850	21.355
3	233	13.726	-63.910	403.350	35.081
4	233	12.118	-62.340	186.520	47.200
5	233	13.295	-78.080	261.110	60.494
6	233	10.805	-94.950	400.260	71.299
7	232	11.872	-85.390	419.500	84.151
8	232	8.877	-75.340	296.040	93.028
9	232	6.907	-92.080	168.890	99.935
10	232	5.822	-127.240	237.110	105.758
11	232	4.585	-125.650	281.880	110.342
12	227	-1.090	-117.130	163.490	108.404
13	223	-4.750	-140.090	145.600	103.204
14	221	-6.150	-99.610	158.010	95.746
15	220	-7.980	-98.350	213.940	91.373
16	220	-8.000	-101.240	231.940	83.376
17	216	-11.791	-101.990	275.640	76.488
18	209	-13.862	-128.580	327.560	79.217
19	205	-14.044	-124.110	362.680	69.498
20	204	-15.524	-130.080	417.970	53.947
21	203	-18.965	-123.160	367.940	38.532
22	201	-17.461	-137.250	775.420	24.864
23	201	-24.028	-145.570	187.250	0.939
24	197	-25.730	-188.300	256.610	-27.662
25	194	-31.833	-524.450	252.080	-59.928
26	193	-31.032	-153.150	190.420	-92.215
27	192	-34.888	-133.590	150.770	-149.491
28	190	-35.950	-157.750	173.920	-185.264
29	190	-39.758	-158.660	150.790	-225.023
30	183	-43.703	-147.420	172.350	-310.633
31	181	-44.189	-155.120	157.980	-346.347
32	181	-45.558	-176.010	171.320	-391.906
33	181	-49.004	-170.740	246.990	-440.910
34	181	-48.370	-173.300	134.670	-489.280
35	181	-49.739	-165.430	134.730	-539.019
36	181	-51.956	-167.180	132.890	-590.975

Catatan : 1) \* Berbeda daripada nol secara signifikan, pada tahap 5 persen.

2) \*\* Berbeda daripada nol secara signifikan, pada tahap 1 persen.

3) Keputusan ujian-t, seluruh keuntungan rata-rata untuk tempoh jangka panjang berdasarkan harga penawaran terhadap harga penutup adalah tidak ada yang berbeda daripada nol secara signifikan, apakah pada tahap 5 persen dan 1 persen.

**Tabel 9** Keuntungan rata-rata dan prestasi IPO jangka panjang berdasarkan harga pembukaan terhadap harga penutup, 1990 – 1998

Tempoh Waktu (bulan)	Jumlah Perusahaan	Keuntungan Rata-rata(%)	Minimum (%)	Maksimum (%)	CAR <sub>t</sub> (%)
1	233	-0.041	-56.560	137.640	-0.041
2	233	0.229	-81.620	318.390	0.189
3	233	2.516	-109.840	336.050	2.705
4	233	1.495	-84.410	147.950	4.200
5	233	3.136	-99.580	324.890	7.336
6	233	0.589	-119.010	242.170	7.925
7	232	1.812	-103.670	386.800	10.202
8	232	-0.141	-82.830	369.140	10.061
9	232	-2.270	-100.000	127.150	7.795
10	232	-3.020	-142.060	297.910	4.776
11	232	-4.230	-139.990	288.230	0.549
12	227	-9.450	-117.580	125.710	-7.520
13	223	-12.088	-141.200	111.790	-18.036
14	221	-13.199	-100.020	123.540	-33.189
15	220	-15.028	-105.290	169.510	-45.577
16	220	-15.209	-108.980	183.630	-60.786
17	216	-18.705	-107.520	220.500	-77.259
18	209	-20.312	-134.060	407.710	-81.999
19	205	-20.118	-129.490	449.880	-97.412
20	204	-21.559	-136.160	516.630	-118.609
21	203	-24.989	-130.720	299.330	-140.324
22	201	-23.658	-136.640	760.060	-160.818
23	201	-29.649	-144.860	175.850	-190.386
24	197	-31.601	-187.100	242.340	-224.020
25	194	-37.361	-527.780	237.760	-259.805
26	193	-36.478	-152.280	150.870	-294.483
27	192	-40.040	-133.620	126.580	-352.782
28	190	-41.042	-160.780	169.710	-393.405
29	190	-44.597	-157.540	146.950	-438.002
30	183	-48.291	-146.380	147.250	-524.312
31	181	-48.892	-154.010	162.210	-566.516
32	181	-49.994	-174.700	175.540	-616.509
33	181	-52.976	-169.480	241.560	-669.486
34	181	-52.340	-172.020	123.320	-721.826
35	181	-53.490	-169.600	90.310	-775.319
36	181	-55.588	-169.520	121.920	-830.904

Catatan : 1) \* Berbeda daripada nol secara signifikan, pada tahap 5 persen.

2) \*\* Berbeda daripada nol secara signifikan, pada tahap 1 persen.

3) Keputusan ujian-t, seluruh keuntungan rata-rata untuk tempoh jangka panjang berdasarkan harga pembukaan terhadap harga penutup adalah tidak ada yang berbeda daripada nol secara signifikan, apakah pada tahap 5 persen dan 1 persen