

**FENOMENA *UNDERPRICING* DAN KINERJA SAHAM
JANGKA PENDEK PADA PERUSAHAAN YANG
MELAKUKAN PENAWARAN UMUM PERDANA
DI BURSA EFEK INDONESIA
PERIODE 2008-2011**

SKRIPSI

**Diajukan kepada Fakultas Ekonomi
Universitas Negeri Yogyakarta
untuk Memenuhi Sebagian Persyaratan
guna Memeroleh Gelar Sarjana Ekonomi**



Oleh :

Liza Vodka Maukar

NIM 09408141031

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN-JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI YOGYAKARTA
2013**

PERSETUJUAN

Skripsi yang berjudul “ **Fenomena *Underpricing* dan Kinerja Saham Jangka Pendek pada Perusahaan yang Melakukan Penawaran Umum Perdana di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2011** ” ini telah disetujui oleh pembimbing untuk diujikan.

Yogyakarta, 18 April 2013

Pembimbing



Muniya Alteza, M. Si

NIP. 1981022420031232 001



PENGESAHAN

Skripsi yang berjudul :

**Fenomena *Underpricing* dan Kinerja Saham Jangka Pendek pada
Perusahaan yang Melakukan Penawaran Umum Perdana
di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2011**

Disusun Oleh:

Liza Vodka Maukar

09408141031

Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 15 Mei 2013 dan dinyatakan lulus.

Nama	Jabatan	Tanda Tangan	Tanggal
Winarno, M.Si	Ketua Penguji		20/5 -13
Muniya Alteza, M.Si	Sekretaris Penguji		20/5 -13
Prof. Dr. Moerdiyanto, M.Pd	Penguji Utama		17/3/13

Yogyakarta, Mei 2013



Dr. Sugiharsono, M.Si

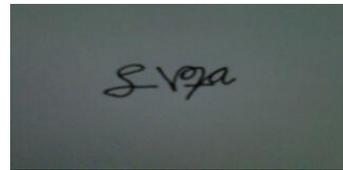
NIP. 19550328 198303 1 002

SURAT PERNYATAAN

Dengan ini saya menyatakan bahwa skripsi ini benar-benar karya saya sendiri. Sepanjang sepengetahuan saya tidak terdapat karya atau pendapat yang ditulis atau diterbitkan orang lain kecuali sebagai acuan atau kutipan dengan penulisan karya ilmiah yang telah lazim.

Yogyakarta, April 2013

yang menyatakan,

A rectangular box containing a handwritten signature in black ink. The signature appears to be 'Liza' followed by a stylized surname.

Liza Vodka Maukar

MOTTO

“Langkah awal dari semua pencapaian adalah sebuah kemauan dan bukan pengharapan, juga bukan sekedar keinginan. Kemauan yang kuat itulah yang membuat semua terwujud.” (Napoleon Hill)

“Jadilah manusia yang pada kelahiranmu semua orang tertawa bahagia, tapi hanya kamu sendiri yang menangis. Dan pada kematianmu semua orang menangis sedih, tapi hanya kamu sendiri yang tersenyum.” (Ali Bin Abu Tholib)

“Orang yang malas telah membuang kesempatan yang diberikan Tuhan, padahal Tuhan tidak pernah menciptakan sesuatu dengan sia-sia.” (Mario Teguh)

PERSEMBAHAN

Kupersembahkan karya ini untuk

Ibunda dan Ayahnda tercinta yang mengiringi setiap langkahku dengan doa, curahan kasih sayang, dan pengorbanan yang tiada henti.

Kubingkiskan karya ini untuk

Adikku yang selalu memberikan dorongan dalam setiap kesempatan.

(Roffy Rizki Putra Maukar)

Keluarga besar Soebakdi Poespo Gunarto dan Warno Suwito yang selalu memberikan dukungan dan bantuan saat dibutuhkan.

Seseorang yang selalu menemani dan memberikan motivasi dalam penyusunan skripsi ini. (Achmad Fauzi)

Sahabatku-sahabatku yang selalu dekat dihati dan memberikan motivasi.

(Manajemen A 2009, KKN 69, dan Kos Endra 14A)

Almamaterku tercinta Universitas Negeri Yogyakarta yang telah memberikan ilmu yang sangat berguna bagi masa depan.

**FENOMENA *UNDERPRICING* DAN KINERJA SAHAM
JANGKA PENDEK PADA PERUSAHAAN YANG
MELAKUKAN PENAWARAN UMUM PERDANA
DI BURSA EFEK INDONESIA
PERIODE 2008-2011**

**Oleh
Liza Vodka Maukar
09408141031**

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui apakah terdapat fenomena *underpricing* pada hari pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2008-2011. Selanjutnya penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat kenaikan kinerja saham (*outperformed*) dalam jangka pendek (1 bulan) setelah penawaran umum perdana pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2008-2011.

Menurut metodenya, penelitian ini termasuk jenis penelitian deskriptif kuantitatif. Populasi penelitian ini adalah keseluruhan perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana periode 2008-2011 di Bursa Efek Indonesia. Sampel penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang sahamnya masih aktif diperdagangkan 1 bulan perdagangan setelah penawaran umum perdana selama periode 2008-2011. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan teknik uji *one sample t-test* dan *independent sample t test*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana periode 2008-2011 mengalami *underpricing*, hal ini ditunjukkan pada hari pertama perdagangan terdapat rata-rata *initial return* yang positif sebesar 0,2800 dan tingkat signifikansi hasil pengujian ($\alpha = 0,00$) lebih kecil dari tingkat signifikansi yang telah ditetapkan ($\alpha = 0,05$). Selanjutnya, bahwa secara rata-rata terdapat kenaikan kinerja saham dalam jangka pendek 1 bulan perdagangan pada perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana periode 2008-2011, hal ini dibuktikan dengan kenaikan rata-rata *abnormal return* yang positif sebesar 0,1795 pada hari pertama menuju akhir bulan pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana dan kenaikan ini membuktikan bahwa hipotesis kedua terdukung, karena tingkat signifikansi hasil pengujian ($\alpha = 0,038$) lebih kecil dari tingkat signifikansi yang telah ditetapkan ($\alpha = 0,05$).

Kata kunci : penawaran umum perdana, *underpricing*, *abnormal return*

KATA PENGANTAR

Segala puji dan syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT, atas segala limpahan rahmat serta hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan baik. Skripsi yang berjudul “ Fenomena *Underpricing* dan Kinerja Saham Jangka Pendek pada Perusahaan yang Melakukan Penawaran Umum Perdana di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2011 ” ini disusun sebagai salah satu syarat untuk mendapatkan gelar Sarjana Ekonomi di Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta.

Penulis menyadari bahwa penyelesaian penulisan skripsi ini tidak lepas dari bantuan berbagai pihak, oleh karena itu penulis menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

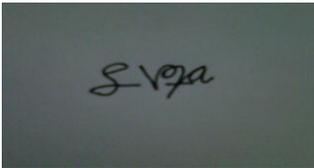
1. Prof. Dr. Rochmat Wahab, M.Pd., MA. Rektor Universitas Negeri Yogyakarta.
2. Dr. Sugiharsono, M. Si Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta.
3. Naning Margasari, M. Si., M. BA. ketua Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta.
4. Muniya Alteza, M. Si pembimbing, yang telah banyak meluangkan waktu dan memberikan bimbingan serta pengarahan selama proses penyusunan serta penyelesaian skripsi ini.
5. Prof. Dr. Moerdiyanto, M. Pd narasumber sekaligus penguji utama, yang telah banyak memberikan wawasan dan masukan.

6. Winarno, M. Si ketua penguji, yang memberikan masukan-masukan untuk menyempurnakan skripsi ini.
7. Dosen program studi Manajemen yang telah memberikan bekal ilmu pada penulis. Para staf administrasi program studi Manajemen dan karyawan Fakultas Ekonomi yang telah membantu mempermudah segala urusan.
8. Teman-teman Manajemen angkatan 2009, atas bantuan dan dukungannya dalam penyusunan dan penyelesaian skripsi ini.
9. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu yang telah membantu dalam penyelesaian skripsi ini.

Dalam penulisan skripsi ini penulis telah berusaha secara maksimal, namun apabila masih ada kekurangan maka kritik dan saran yang bersifat membangun dari pembaca sangat penulis harapkan untuk perbaikan lebih lanjut. Akhirnya penulis berharap semoga laporan skripsi ini bermanfaat bagi pembaca.

Yogyakarta, April 2013

Penulis,

A rectangular box containing a handwritten signature in black ink. The signature appears to be 'Liza' followed by a stylized surname.

Liza Vodka Maukar

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
SURAT PERNYATAAN	iv
MOTTO	v
PERSEMBAHAN	vi
ABSTRAK	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xv
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Identifikasi Masalah	7
C. Pembatasan Masalah	7
D. Perumusan Masalah.....	8
E. Tujuan Penelitian.....	8
F. Manfaat Penelitian.....	9
BAB II KAJIAN PUSTAKA	10
A. Tinjauan Teori	10

1. Pasar Modal	10
a. Pengertian Pasar Modal	10
b. Alasan Dibentuknya Pasar Modal	11
c. Jenis-jenis Pasar Modal	12
d. Manfaat Pasar Modal.....	14
2. Penawaran Umum Perdana (<i>Initial Public Offering</i>).....	15
a. Alasan Perusahaan Melakukan Penawaran Umum	16
b. Keuntungan Penawaran Umum.....	17
c. Kerugian Penawaran Umum.....	18
d. Proses Penawaran Umum	18
3. Saham	19
4. Kinerja Saham	21
5. <i>Return</i> Saham	22
6. Efisiensi Pasar Modal	23
7. Teori <i>Underpricing</i>	26
a. Teori Dasar Fenomena <i>Underpricing</i>	27
b. Faktor-faktor yang Memengaruhi <i>Underpricing</i>	29
B. Penelitian Terdahulu.....	30
C. Kerangka Pikir.....	33

D. Perumusan Hipotesis	34
BAB III METODE PENELITIAN	35
A. Desain Penelitian	35
B. Definisi Operasional dan Pengukuran	
Variabel Penelitian	35
C. Populasi dan Sampel Penelitian.....	36
D. Lokasi dan Waktu Penelitian.....	37
E. Metode Pengumpulan Data	37
F. Teknik Analisis Data	38
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	41
A. Deskripsi Data	41
1. Sampel	41
2. Statistik Deskriptif.....	41
a. Fenomena <i>Underpricing</i> pada Hari Pertama	
Perdagangan Setelah Penawaran Umum	
Perdana Periode 2008-2011.....	42
b. Kenaikan Kinerja Saham dalam Jangka	
Pendek (1 Bulan) Setelah Penawaran	
Umum Perdana Periode 2008-2011.....	44
B. Pengujian Hipotesis	48
1. Pengujian Hipotesis Pertama.....	48
2. Pengujian Hipotesis Kedua.....	49
C. Pembahasan	51

BAB V	SIMPULAN DAN SARAN	53
	A. Kesimpulan.....	53
	B. Keterbatasan Penelitian	54
	C. Saran.....	55
DAFTAR PUSTAKA		56
LAMPIRAN		58

DAFTAR TABEL

Tabel		Halaman
1	Data Nilai <i>Initial Return</i> Perusahaan yang Melakukan Penawaran Umum Perdana Periode 2008-2011	43
2	Perbandingan Nilai <i>Abnormal Return</i> Perusahaan Yang Melakukan Penawaran Umum Perdana Periode 2008-2011	45
3	Statistik Deskriptif Perusahaan yang Melakukan Penawaran Umum Perdana Periode 2008-2011	47
4	Hasil Uji dengan <i>One Sample T Test</i>	48
5	Hasil Uji dengan <i>Independent Sample T Test</i>	49

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
1 Daftar Perusahaan Sampel.....	59
2 Daftar Harga Perdana dan Harga Penutupan Saham Perusahaan Sampel	62
3 Hasil Perhitungan <i>Initial Return</i> Perusahaan yang Melakukan Penawaran Umum Perdana Periode 2008-2011.....	64
4 Hasil Perhitungan <i>Initial Return</i> dan <i>Abnormal Return</i> Akhir Bulan Perusahaan yang Melakukan Penawaran Umum Perdana Periode 2008-2011.....	65
5 Hasil Uji dengan <i>One Sample T Test</i>	68
6 Hasil Uji dengan <i>Independent Sample T Test</i>	69

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Pengembangan atau ekspansi yang dilakukan oleh perusahaan tentunya membutuhkan banyak modal guna membiayai operasional bisnisnya untuk tujuan yang telah direncanakan. Untuk itu perlu dipikirkan sumber pendanaan yang tepat bagi perusahaan, mengingat banyaknya alternatif yang bisa diambil dalam memenuhi kebutuhan dana seperti menahan laba perusahaan, meminjam ke bank, dan menambah jumlah kepemilikan dengan menerbitkan saham baru ke pasar modal.

Salah satu alternatif yang dapat dipilih perusahaan adalah menambah jumlah kepemilikan dengan melakukan penerbitan saham baru dan menjualnya ke pasar modal. Peristiwa penerbitan saham perusahaan untuk pertama kali dan menjualnya ke pasar modal dinamakan penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*). Kegiatan penerbitan saham untuk pertama kalinya ini dilaksanakan di pasar primer (*primary market*) yang selanjutnya saham-saham tersebut akan diperjualbelikan di pasar bursa efek atau disebut pasar sekunder (*secondary market*). Di Indonesia kegiatan pasar modal ini diatur dengan Undang-Undang No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal yang mendefinisikan penawaran umum perdana adalah kegiatan penawaran yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang telah diatur dalam undang-undang tersebut dan pelaksanaannya.

Perusahaan (emiten) ketika memilih menerbitkan saham baru yang akan ditawarkan pertama kali di pasar modal menghadapi masalah yang penting yaitu menentukan berapa harga perdana yang harus ditawarkan guna memenuhi kebutuhan modal tersebut. Hal ini terjadi karena sebelum pelaksanaan penawaran perdana, saham perusahaan belum pernah diperdagangkan sehingga mengalami kesulitan untuk menilai dan menentukan harga yang wajar.

Emiten adalah pihak yang memerlukan dana untuk mencukupi kebutuhan modalnya dan investor adalah pihak yang memiliki kelebihan dana yang akan membeli saham yang diterbitkan sedangkan *underwriter* adalah pihak yang akan menjamin saham yang telah ditawarkan oleh pihak emiten. Masing-masing pihak tentunya memiliki kepentingan yang berbeda-beda yaitu untuk pihak yang memerlukan dana (emiten) menginginkan harga saham perdana yang tinggi untuk memenuhi kebutuhan dana yang diperlukan dalam pengembangan atau ekspansi. Jumlah dana yang diterima emiten adalah perkalian antara jumlah saham yang ditawarkan dengan harga per saham, sehingga semakin tinggi harga per saham maka dana yang diterima akan semakin besar. Pihak investor sebagai pihak yang memiliki kelebihan dana menginginkan harga saham perdana yang rendah dengan tujuan agar nantinya bila dijual kembali ke pasar sekunder akan mendapatkan *return* (hasil) yang tinggi dalam bentuk *capital gains*. Sedangkan pihak *underwriter* sebagai pihak yang menjamin saham yang ditawarkan oleh pihak emiten menginginkan harga saham perdana yang rendah guna mengurangi risiko yang akan

ditanggungnya karena *underwriter* mempunyai informasi yang lebih baik tentang keadaan pasar modal bila dibandingkan dengan pihak emiten. Risiko yang ditanggung oleh pihak *underwriter* adalah pada saat harga saham yang ditawarkan di pasar perdana tidak laku dijual. Jumlah risiko yang ditanggung *underwriter* adalah perkalian antara saham yang tidak laku dijual dengan harga pada saat ditawarkannya. Dalam tipe penjaminan *full comitment*, pihak *underwriter* akan membeli saham yang tidak laku di jual di pasar perdana. Keadaan tersebut membuat *underwriter* tidak berkeinginan untuk membeli saham yang tidak laku dijual. Upaya yang dilakukan adalah dengan bernegosiasi dengan emiten agar saham tersebut tidak terlalu tinggi harganya.

Dalam menentukan harga saham perdana didasarkan kesepakatan antara pihak emiten dan pihak *underwriter* dengan mempertimbangkan kepentingan dari masing-masing pihak seperti yang telah disebutkan di atas. Selanjutnya setelah harga saham yang akan ditawarkan telah disepakati antara kedua belah pihak maka saham tersebut kemudian ditawarkan di pasar perdana. Setelah saham tersebut ditawarkan di pasar perdana maka investor sebagai pihak yang memiliki kelebihan dana yang tertarik dapat membeli saham tersebut, selanjutnya saham tersebut dapat diperjualbelikan antar investor di pasar sekunder. Di Indonesia penentuan harga saham perdana diatur dalam pasal 11 keputusan Kepala Badan Pelaksana Pasar Modal No. KEP – 01/PM 1988 tanggal 22 Februari 1988 yang memiliki implikasi jika harga saham perdana yang telah disepakati terlalu tinggi atau terlalu rendah, maka pasar sekunder akan segera mengoreksi.

Harga-harga saham yang terjadi di pasar sekunder terbagi menjadi 3 kemungkinan yaitu: (1) harga saham di pasar sekunder lebih rendah bila dibandingkan dengan harga saham di pasar perdana disebut dengan *overpricing*, bila hal ini terjadi maka pihak investor akan mengalami kerugian, (2) harga saham di pasar sekunder sama dengan harga saham di pasar perdana disebut dengan *truepricing*, bila hal ini terjadi maka pihak investor tidak akan mendapatkan keuntungan dan tidak mengalami kerugian (impas), dan (3) harga saham di pasar sekunder lebih tinggi bila dibandingkan dengan harga saham di pasar perdana disebut dengan *underpricing*, bila hal ini terjadi maka pihak investor akan mendapatkan keuntungan atau akan mendapatkan *return* (hasil).

Underpricing terjadi akibat adanya asimetri informasi yang tidak merata antara pihak-pihak yang terlibat dalam penawaran perdana yaitu pihak emiten, pihak investor, dan pihak *underwriter*. Menurut Baron (1982) dalam Karsana (2009), asimetri informasi disebabkan adanya perbedaan informasi yang dimiliki oleh pihak-pihak yang terlibat dalam penawaran perdana emiten dan *underwriter*. *Underwriter* memiliki informasi yang lebih baik tentang pasar modal, sedangkan pihak emiten merupakan pihak yang tidak memiliki informasi tentang pasar modal sehingga apabila di antara mereka tidak memiliki informasi yang lengkap maka akan terjadi perbedaan harga.

Menurut Rock (1986) dalam Arifin (2010) asimetri informasi terjadi pada kelompok *informed investor* dan *uninformed investor*. *Informed investor* yang mengetahui lebih banyak mengenai prospek emiten akan membeli saham

penawaran umum perdana jika *after market price* yang diharapkan melebihi harga perdana atau dengan kata lain kelompok ini hanya membeli saham penawaran umum perdana yang *underpriced* saja. Sedangkan kelompok yang tidak atau kurang memiliki informasi tentang prospek emiten akan membeli saham secara sembarangan tanpa mempertimbangkan risiko yang akan terjadi.

Pihak investor tentunya mengharapkan terjadinya *underpricing* sehingga pihak investor dapat memperoleh *capital gains* pada saat menjual saham tersebut di pasar sekunder. Menurut Aggarwal, et al. (1993) dalam Guntoro dan Harahap (2008) kecenderungan terjadinya *underpricing* berlaku di hampir semua pasar modal di berbagai negara yang merupakan fenomena jangka pendek. Pihak emiten yang melakukan penawaran umum perdana menjadi suatu motivasi dalam memengaruhi berapa besar tingkat *underpricing*.

Berdasarkan dari penelitian-penelitian terdahulu yang pernah dilakukan, perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana dalam jangka pendek mengalami *underpricing* dan terdapat kenaikan kinerja. Kenaikan kinerja yang terjadi tentunya akan memberi keuntungan bagi pihak investor karena dengan kenaikan kinerja *return* (hasil) yang diterima positif tetapi hal tersebut akan berbalik keadaanya dalam jangka panjang yaitu terdapat penurunan kinerja yang hasilnya menjadi negatif. Pada kondisi kenaikan kinerja saham, *abnormal return* yang dihasilkan dari saham perdana adalah positif dan mengalami kenaikan. Pada penelitian ini dapat dilihat perkembangan nilai *abnormal return* 1 bulan setelah penawaran umum perdana, karena pada periode tersebut reaksi pasar berlangsung dengan cepat yang ditandai dengan

tingginya permintaan saham pada saat awal perdagangan (1 bulan pertama) di pasar sekunder. Hal ini terjadi karena masih banyak investor yang tidak berhasil mendapatkan saham di pasar perdana berusaha untuk mendapatkan saham penawaran umum perdana perusahaan di pasar sekunder (Karsana, 2009).

Penelitian ini selain bertujuan untuk mengetahui adanya *underpricing* pada perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*) juga mencoba untuk mengungkap bagaimana kinerja saham perusahaan dalam jangka pendek. Diantaranya adalah tentang dijumpainya pada pasar modal saat penawaran umum perdana terjadi fenomena *underpricing*. Yolana dan Martani (2005) menunjukkan bahwa selama tahun 1994 – 2001 pada 131 emiten yang terdaftar di BEJ hanya mengalami rata-rata *underpricing* saham perdana sebesar 38%, sedangkan Ediningsih dan Pujiharjanto (2007) yang meneliti tentang fenomena *underpricing* pada penawaran umum perdana di BEJ menyimpulkan bahwa penawaran umum perdana pada semua kelompok perusahaan memberikan *initial return* yang positif dan hal ini berarti mengidentifikasi terjadinya *underpricing*. Permasalahan berikutnya didasari hasil penelitian dari Guntoro dan Harahap (2008) yang meneliti kinerja IPO perusahaan di Indonesia pada periode 2004- sampai dengan 2007 menemukan bukti bahwa kinerja saham jangka pendek selama 3 bulan mengalami penurunan (*underperformed*). Paulia, dkk. (2010) pada periode 1 bulan, 2 bulan, 3 bulan, 4 bulan dan 6 bulan menunjukkan bahwa dalam jangka pendek kinerja saham terlihat baik (*outperformed*), tetapi

sebenarnya merupakan tanda-tanda bahwa dalam jangka panjang setelah periode 1 tahun kinerja saham mengalami penurunan (*underperformed*).

Berdasarkan latar belakang peneliti mengangkat permasalahan ini dengan judul “**Fenomena *Underpricing* dan Kinerja Saham Jangka Pendek pada Perusahaan yang Melakukan Penawaran Umum Perdana di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2011**”.

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah tersebut di atas, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat diidentifikasi sebagai berikut:

1. Perbedaan kepentingan antara emiten, investor, dan *underwriter* akan menyebabkan kesulitan dalam penilaian dan penentuan harga perdana saham yang wajar.
2. Kemungkinan terjadinya *overpricing*, *truepricing*, dan *underpricing* diakibatkan dari ketidakpastian harga saham setelah penawaran perdana di pasar sekunder.
3. Ketidakkonsistenan dari beberapa penelitian terdahulu tentang fenomena *underpricing* dan kenaikan kinerja saham (*outperformed*) dalam jangka pendek saat penawaran umum perdana di BEI .

C. Pembatasan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah yang telah diuraikan di atas, maka diperlukan pembatasan masalah. Batasan masalah yang akan diteliti adalah

analisis fenomena *underpricing* dan kinerja saham jangka pendek pada perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana di BEI periode 2008-2011.

D. Perumusan Masalah

Berdasarkan identifikasi dan batasan masalah di atas, maka permasalahan yang dapat dirumuskan dalam penelitian adalah:

1. Apakah terdapat fenomena *underpricing* pada hari pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2008-2011?
2. Apakah terdapat kenaikan kinerja saham (*outperformed*) dalam jangka pendek (1 bulan) setelah penawaran umum perdana pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2008-2011?

E. Tujuan Penelitian

Tujuan yang akan dicapai dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui apakah terdapat fenomena *underpricing* pada hari pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana pada perusahaan yang terdaftar di BEI selama periode 2008-2011.
2. Untuk mengetahui apakah terdapat kenaikan kinerja saham (*outperformed*) dalam jangka pendek (1 bulan) setelah penawaran umum perdana pada perusahaan yang terdaftar di BEI selama periode 2008-2011.

F. Manfaat Penelitian

Manfaat dan kegunaan yang diharapkan penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. Investor

Sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan yang berkaitan dengan investasi dana dalam perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana. Dengan banyaknya informasi yang dimiliki investor, maka risiko yang ditanggung investor akan semakin kecil.

b. Emiten

Sebagai sumber informasi untuk memberikan penjelasan tentang penentuan *offering price* pada saat melakukan penawaran perdana (IPO) sehingga dapat dipergunakan sebagai dasar untuk menentukan kebijakan perusahaan.

c. Akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan referensi bagi peneliti selanjutnya yang menyempurnakan penelitian ini dan menambah pengetahuan bagi para mahasiswa dan pembaca.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

A. Tinjauan Teori

1. Pasar Modal

a. Pengertian Pasar Modal

Secara sederhana dapat dikatakan bahwa pasar modal sama saja dengan pasar-pasar lain pada umumnya yaitu sesuai dengan namanya adalah tempat berlangsungnya kegiatan jual beli. Hal yang membedakan pasar modal dengan pasar lainnya adalah objek yang diperjual-belikan di tempat tersebut.

Menurut Undang-Undang No. 8 Tahun 1995, Bab I Pasal 1 Butir 13 Tentang Pasar Modal menyebutkan bahwa : “Pasar Modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.”

Pada dasarnya pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta (Husnan, 2009: 3). Menurut Jogiyanto (2010: 29) pasar modal merupakan tempat bertemu antara penjual dan pembeli

dengan risiko untung atau rugi. Kebutuhan jangka pendek umumnya diperoleh dari pasar uang. Pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi.

Pasar modal memiliki 2 fungsi yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Sebagai fungsi ekonomi, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari pihak yang kelebihan dana (*investor*) kepada pihak yang memerlukan dana (*borrowers*). Fungsi keuangan, pasar modal menyediakan dana yang dibutuhkan oleh pihak *borrowers* dan para investor menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dengan kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut.

Dari beberapa pengertian pasar modal tersebut dapat dijelaskan bahwa pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang, ekuitas (saham), instrumen derivatif maupun instrumen lainnya. Instrumen keuangan jangka panjang antara lain saham, obligasi, *warrant*, *right*, obligasi konvertibel dan berbagai produk turunan (derivatif) seperti opsi (*put* atau *call*).

b. Alasan Dibentuknya Pasar Modal

Pasar modal banyak dijumpai di banyak negara. Hal tersebut disebabkan karena pasar modal menjalankan fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Dalam menjalankan fungsinya, pasar modal

menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari *lender* (pihak yang memiliki kelebihan dana) ke *borrower* (pihak yang memerlukan dana). Fungsi keuangan dilakukan dengan menyediakan dana yang diperlukan oleh para *borrowers* tanpa keterlibatan para *lenders* secara langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut.

Beberapa daya tarik pasar modal menurut Husnan (2009: 4-6), antara lain adalah :

1. Pasar modal bisa digunakan sebagai alternatif penghimpunan dana selain sistem perbankan. Pasar modal memungkinkan perusahaan menerbitkan sekuritas yang berupa surat tanda utang (*obligasi*) maupun surat tanda kepemilikan (*saham*). Dengan menjual saham kepada publik, perusahaan bisa menghindarkan diri dari kondisi *debt to equity ratio* yang terlalu tinggi sehingga justru membuat *cost of capital on the firm* tidak lagi minimal.
2. Pasar modal memungkinkan para investor mempunyai berbagai alternatif pilihan investasi yang sesuai dengan preferensi risiko mereka. Seandainya tidak ada pasar modal, maka para *lender* mungkin hanya bisa menginvestasikan dana mereka dalam sistem perbankan (selain alternatif investasi pada *riil asset*). Dengan adanya pasar modal, para investor dapat melakukan diversifikasi investasi, membentuk portofolio (gabungan dari berbagai investasi) sesuai risiko yang siap mereka tanggung dan tingkat keuntungan yang mereka harapkan. Disamping itu, investasi pada sekuritas mempunyai daya tarik lain, yaitu pada likuiditasnya. Dengan demikian pasar modal memungkinkan terjadinya alokasi dana yang efisien.

c. Jenis-jenis Pasar Modal

Pasar modal dapat dibedakan menjadi dua jenis yaitu sebagai berikut:

1. Pasar Perdana (*Primary Market*)

Pasar Perdana adalah penawaran saham pertama kali dari emiten kepada para pemodal selama waktu yang ditetapkan oleh pihak penerbit (*issuer*) sebelum saham tersebut belum diperdagangkan di pasar sekunder. Biasanya dalam jangka waktu sekurang-kurangnya 6 hari kerja. Harga saham di pasar perdana ditentukan oleh *underwriter* dan perusahaan yang bersangkutan. Dalam pasar perdana, perusahaan akan memperoleh dana yang diperlukan. Perusahaan dapat menggunakan dana hasil penjualan saham untuk mengembangkan dan memperluas barang modal untuk memproduksi barang dan jasa. Selain itu dapat juga digunakan untuk melunasi hutang dan memperbaiki struktur pemodalan usaha.

2. Pasar Sekunder (*Secondary Market*)

Pasar sekunder adalah tempat terjadinya transaksi jual-beli saham diantara investor setelah melewati masa penawaran saham di pasar perdana. Dalam waktu selambat-lambatnya 90 hari setelah ijin emisi diberikan maka saham tersebut harus dicatatkan di bursa. Dengan adanya pasar sekunder para investor dapat membeli dan menjual saham setiap saat. Sedangkan manfaat bagi perusahaan, pasar sekunder berguna sebagai tempat untuk menghimpun investor lembaga dan perseorangan. Harga saham di pasar

sekunder ditentukan oleh mekanisme pasar (kekuatan tarik menarik permintaan dan penawaran) yang terjadi di bursa efek.

d. Manfaat Pasar Modal

Pasar modal sebagai salah satu alternatif bagi perusahaan dalam menghimpun dana dan investasi dapat memberikan manfaat bagi berbagai pihak, diantaranya adalah:

1. Manfaat pasar modal bagi emiten:
 - a. Jumlah dana yang dapat dihimpun berjumlah besar dan dana tersebut dapat diterima sekaligus pada saat pasar perdana selesai.
 - b. Ketergantungan antara emiten terhadap bank menjadi kecil.
 - c. Jangka waktu penggunaan tidak terbatas.
 - d. Tidak adanya kaitan dengan kekayaan penjamin tertentu.
2. Manfaat pasar modal bagi investor:
 - a. Nilai investasi berkembang dengan mengikuti pertumbuhan ekonomi.
 - b. Memperoleh dividen bagi pihak yang memiliki / memegang saham dan bunga tetap atau bunga mengambang bagi pemegang obligasi.
 - c. Memiliki hak suara dalam rapat umum pemegang saham (RUPS) bagi pemegang saham.
 - d. Memiliki kemudahan dalam mengganti instrument investasi.

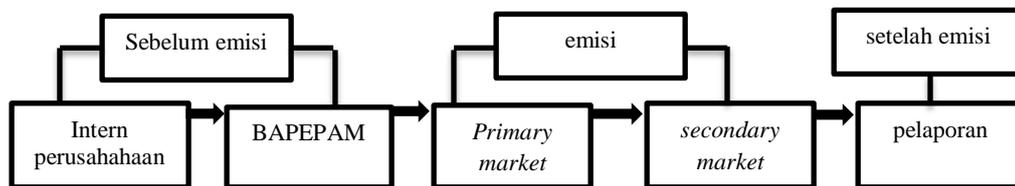
3. Manfaat pasar modal bagi lembaga pemerintah:
 - a. Mendorong laju pembangunan
 - b. Penciptaan lapangan kerja, karena dalam kegiatan pasar modal banyak dibutuhkan tenaga kerja untuk menjalankan proses kegiatan pasar modal.
 - c. Mendorong investasi
 - d. Mengurangi beban anggaran bagi BUMN (Badan Usaha Milik Negara).
4. Manfaat pasar modal bagi lembaga penunjang yaitu:
 - a. Likuiditas efek semakin tinggi
 - b. Semakin memberi variasi pada jenis lembaga penunjang
 - c. Sebagai pembentuk harga dalam bursa paralel.

2. Penawaran Umum Perdana (*Initial Public Offering*)

Penawaran Umum Perdana merupakan alternatif pendanaan melalui penambahan jumlah kepemilikan dengan menerbitkan saham baru ke pasar modal untuk pertama kalinya kepada masyarakat baik perorangan maupun lembaga. Undang-undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal mendefinisikan penawaran umum sebagai kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur dalam undang-undang dan peraturan pelaksanaannya. Adapun yang dimaksud sebagai efek adalah surat berharga yaitu surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti

hutang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek dan setiap derivatif dari efek.

Prosedur penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*) dapat digambarkan pada gambar 1 berikut:



Gambar 1 Penawaran Umum Perdana (*Initial Public Offering*)

Sumber : Modul Pasar Modal (dalam Yuhasril: 2008)

a. Alasan Perusahaan Melakukan Penawaran Umum

Alternatif pendanaan bagi perusahaan dapat berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Alternatif dari dalam perusahaan pada umumnya menggunakan laba yang ditahan perusahaan. Sedangkan alternatif dari luar perusahaan berasal dari meminjam ke bank, dan menambah jumlah kepemilikan perusahaan dengan menerbitkan saham baru ke pasar modal yang sering disebut dengan penawaran umum.

Ada empat alasan mengapa perusahaan ingin melakukan penawaran umum dan menerbitkan serta menjual sahamnya kepada masyarakat (Sunariyah, 2001) yaitu:

1. Meningkatkan modal Perusahaan.
Dari segi perusahaan, dana yang masuk dari masyarakat ke perusahaan akan memperkuat kondisi permodalan yang akan meningkatkan kemampuan perusahaan.
2. Memungkinkan pendiri untuk diversifikasi usaha
Dengan menjual saham pada masyarakat akan memberi indikasi mengenai beberapa harga saham menurut penilaian masyarakat

yang dapat memberi kesempatan bagi perusahaan untuk menunaikan seluruh atau sebagian sahamnya dengan laba kenaikan harga saham. Dengan demikian perusahaan akan memperoleh keuntungan kenaikan harga yang dapat digunakan untuk mengadakan diversifikasi penanaman dananya.

3. Mempermudah usaha pembelian perusahaan lain.
Para pemegang saham perusahaan sebelum penawaran umum mempunyai kesempatan untuk mencari dana dari lembaga-lembaga keuangan tanpa melepaskan sahamnya. Dengan pinjaman tersebut, dapat dijadikan pembayaran untuk mengambil alih perusahaan lain. (*Share swap*, yaitu membeli perusahaan lain tanpa mengeluarkan uang tunai, tetapi membayar dengan saham yang *listed* di bursa).
4. Nilai perusahaan.
Penawaran umum memungkinkan masyarakat maupun manajemen mengetahui nilai perusahaan yang tercermin pada kekuatan tawar-menawar saham. Apabila perusahaan diperkirakan sebagai perusahaan yang mempunyai prospek pada masa yang akan datang, maka nilai saham menjadi lebih tinggi dan begitu pula sebaliknya.

b. Keuntungan Penawaran Umum

Beberapa keuntungan yang didapatkan oleh perusahaan karena melakukan penawaran umum, yaitu (Jogiyanto, 2010: 35):

1. Kemudahan meningkatkan modal di masa mendatang
Perusahaan yang masih tertutup, calon investor biasanya enggan untuk menanamkan modalnya disebabkan kurangnya keterbukaan informasi keuangan antara pemilik dan investor. Sedang untuk perusahaan yang sudah melakukan penawaran umum, informasi keuangan harus dilaporkan ke publik secara reguler yang kelayakannya sudah diperiksa oleh akuntan publik.
2. Meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham
Perusahaan yang masih tertutup dan belum mempunyai pasar untuk sahamnya, pemegang saham akan lebih sulit untuk menjual saham yang dimilikinya dibandingkan jika perusahaan sudah melakukan penawaran umum.
3. Nilai pasar perusahaan diketahui
Berkaitan dengan alasan-alasan tertentu, nilai perusahaan perlu diketahui. Misalnya jika perusahaan ingin memberikan insentif dalam opsi saham (*stock option*) kepada manajer-manajernya, maka nilai sebenarnya dari opsi tersebut perlu diketahui. Jika perusahaan masih tertutup, nilai opsi sulit ditentukan.

c. Kerugian Penawaran Umum

Di samping beberapa keuntungan dari perusahaan yang melakukan penawaran umum, beberapa kerugiannya adalah sebagai berikut (Jogiyanto, 2010: 35-36):

1. Biaya laporan yang meningkat
Perusahaan yang sudah melakukan penawaran umum, pada setiap kuartal dan tahunnya harus menyerahkan laporan-laporan kepada regulator. Laporan-laporan ini sangat mahal terutama untuk perusahaan yang ukurannya kecil.
2. Pengungkapan (*disclosure*)
Beberapa pihak di dalam perusahaan umumnya keberatan dengan ide pengungkapan. Manajer enggan mengungkapkan semua informasi yang dimiliki karena dapat digunakan oleh pesaing. Sedang pemilik enggan mengungkapkan informasi tentang saham yang dimilikinya karena publik akan mengetahui besarnya kekayaan yang dimiliki.
3. Ketakutan untuk diambil alih
Manajer perusahaan yang hanya mempunyai hak veto kecil akan khawatir jika perusahaan melakukan penawaran umum. Manajer perusahaan publik dengan hak veto yang rendah umumnya diganti dengan manajer yang baru jika perusahaan diambil alih.

d. Proses Penawaran Umum

Di Indonesia perusahaan yang menjual sahamnya kepada publik harus mendaftarkan diri kepada Badan Pengawas Pasar Modal atau BAPEPAM. Proses penawaran umum dapat dibedakan menjadi empat tahapan berikut (Triandaru dan Totok, 2006: 288-289):

- a. Tahap Persiapan
Tahapan ini merupakan tahapan awal dalam rangka mempersiapkan segala sesuatu yang berkaitan dengan proses penawaran umum. Pada tahap yang paling awal perusahaan yang akan menerbitkan saham terlebih dahulu melakukan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) untuk meminta persetujuan para pemegang saham dalam rangka penawaran umum saham. Setelah mendapatkan persetujuan, selanjutnya emiten melakukan

penunjukan penjamin emisi serta lembaga dan profesi penunjang pasar yaitu:

- (i) Penjamin emisi (*underwriter*). Merupakan pihak yang paling banyak terlibat membantu emiten dalam rangka penerbitan saham. Kegiatan yang dilakukan penjamin emisi antara lain: menyiapkan berbagai dokumen, membantu menyiapkan *prospektus*, dan memberikan penjamin atas penerbitan.
 - (ii) Akuntan publik (*Auditor Independen*). Bertugas melakukan audit atau pemeriksaan atas laporan keuangan atas penerbitan.
 - (iii) Penilai untuk melakukan penilaian terhadap aktiva tetap perusahaan dan menentukan nilai wajar dari aktiva tetap tersebut.
 - (iv) Konsultan hukum untuk memberikan pendapat dari segi hukum (*legal opinion*).
 - (v) Notaris hukum membuat akta-akta perubahan Anggaran Dasar, akta perjanjian-perjanjian dalam rangka penawaran umum dan juga notulen-notulen rapat.
- b. Tahap pengajuan pernyataan pendaftaran
Pada tahap ini, dilengkapi dengan dokumen-dokumen pendukung calon emiten menyampaikan pendaftaran kepada Badan Pengawas Pasar Modal hingga BAPEPAM menyatakan Pernyataan Pendaftaran menjadi efektif.
 - c. Tahap penawaran saham
Tahapan ini merupakan tahapan utama, karena pada waktu inilah emiten menawarkan saham kepada masyarakat investor. Investor dapat membeli saham tersebut melalui agen-agen penjual yang telah ditunjuk. Masa penawaran sekurang-kurangnya tiga hari kerja. Perlu diingat pula bahwa tidak seluruh keinginan investor terpenuhi dalam tahapan ini. Misal, saham yang dilepas ke pasar perdana sebanyak 100 juta saham sementara yang ingin dibeli seluruh investor berjumlah 150 juta saham. Jika investor tidak mendapatkan saham pada pasar perdana, maka investor tersebut dapat membeli di pasar sekunder yaitu setelah saham dicatatkan di bursa.
 - d. Tahap pencatatan saham di Bursa Efek
Setelah selesai penjualan saham di pasar perdana, selanjutnya saham tersebut dicatatkan di bursa efek. Di Indonesia, saham dapat dicatatkan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

3. Saham

Secara sederhana saham adalah tanda pemilikan seseorang atau badan usaha atas suatu perusahaan. Menurut Triandaru dan Totok (2006:293)

wujud saham adalah selebar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas tersebut adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan kertas tersebut. Sedangkan secara teoritis saham merupakan selebar kertas yang menunjukkan bahwa hak dari investor (pihak yang memiliki kertas tersebut) untuk memperoleh bagian dari prospek atau kekayaan organisasi yang menerbitkan saham tersebut. Hal tersebut berarti bahwa investor sebagai bagian dari pemilik perusahaan berhak atas pendapatan dan kekayaan perusahaan setelah dikurangi dari semua pembayaran kewajiban perusahaan serta juga dapat mendapatkan *capital gains* jika ada kelebihan harga jual di atas harga beli.

Saham memberikan kemungkinan keuntungan yang tidak terhingga. Tidak terhingga maksudnya adalah tergantung dari perkembangan perusahaan yang menerbitkan saham tersebut. Oleh karena itu, pemilik saham juga menanggung risiko yang sangat tinggi. Risiko yang akan ditanggung pemilik saham adalah risiko potensial, yaitu tidak menerima pembayaran dividen dan menderita *capital loss*.

Saham dapat dibedakan menjadi dua yaitu saham preferen dan saham biasa. Suatu perusahaan dapat menerbitkan salah satunya maupun menerbitkan kedua saham tersebut. Jika perusahaan hanya menerbitkan satu saham saja maka saham ini disebut dengan saham biasa. Pemegang saham biasa memiliki hak suara untuk membentuk manajemen perusahaan dan berpartisipasi aktif dalam pengambilan keputusan yang paling penting dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Pemegang saham preferen

tidak memiliki hak suara akan tetapi memiliki hak atas dividen yang tetap dan hak terhadap aktiva jika nantinya terjadi likuidasi.

4. Kinerja Saham

Kinerja saham merupakan hasil dan risiko yang dapat diperoleh melalui aktivitas investasi saham yang diukur dengan *return* dalam periode waktu tertentu. Penilaian kinerja saham berfungsi untuk menilai keberhasilan suatu saham. Pengukuran kinerja saham dapat dilakukan dengan menggunakan *return* saham yang dapat dihitung dengan menjumlahkan semua aliran kas yang diterima (penjumlahan dividen selama periode investasi dengan selisih perubahan nilai pasar) dan kemudian dibagi dengan nilai pasar saham pada awal periode. Penawaran umum perdana merupakan salah satu faktor dalam mengukur kinerja suatu saham, hal tersebut disebabkan karena dengan adanya penawaran umum perdana maka terbentuklah suatu *return* sebagai imbalan atas waktu dan risiko yang terkait dengan investasi tersebut.

Menurut Tandelilin (2007), faktor-faktor yang perlu diperhatikan dalam mengevaluasi kinerja saham antara lain:

1. Tingkat risiko

Dalam mengevaluasi kinerja saham harus diperhatikan apakah tingkat *return* yang diperoleh sudah cukup memadai untuk menutup risiko yang harus ditanggung, dimana semakin tinggi tingkat risiko maka semakin tinggi pula tingkat *return* yang diharapkan.

2. Periode waktu

Seperti halnya tingkat risiko, periode waktu juga memengaruhi *return* suatu saham. Oleh sebab itu, dalam melakukan penilaian kinerja suatu saham juga perlu memperhatikan faktor periode waktu yang diinginkan.

3. Penggunaan faktor duga (*benchmark*) yang sesuai
Dalam melakukan penilaian saham juga perlu membandingkan *return* saham tersebut dengan *return* yang biasa dihasilkan oleh saham lain yang sebanding. Saham yang dipilih dengan patok duga (*benchmark*) harus dapat secara akurat mencerminkan tujuan yang diinginkan oleh investor.
4. Tujuan investasi
Tujuan investasi yang berbeda akan mempengaruhi kinerja saham yang dinilainya. Misal, jika investasi adalah untuk pertumbuhan jangka panjang maka saham yang dimiliki akan relatif lebih kecil dari kinerja saham yang ada untuk jangka pendek.

5. *Return Saham*

Dalam melakukan investasi investor memiliki tujuan untuk mendapatkan hasil atau keuntungan yang sering disebut dengan *return*. Setiap investor memiliki tujuan untuk memaksimalkan *return* dari investasinya. Semakin besar *return* yang dihasilkan dari suatu investasi maka semakin besar pula daya tarik dari investasi tersebut bagi investor dengan tetap memperhitungkan kemungkinan risiko yang akan terjadi. Pengukuran *return* investasi yang dapat digunakan adalah dengan *return* total, relatif *return*, kumulatif *return*, dan *return* disesuaikan.

Abnormal return dapat diterjemahkan sebagai *return* taknormal atau *return* tak wajar. *Return* taknormal terjadi karena ada informasi baru atau peristiwa baru yang mengubah nilai perusahaan dan direaksi oleh investor dalam bentuk kenaikan atau penurunan harga saham (Jogiyanto, 2010: 556). Menurut (Husnan, 2009: 269) *abnormal return* adalah selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya dengan tingkat keuntungan yang diharapkan. *Abnormal return* sering sekali digunakan

sebagai dasar dalam pengujian efisiensi pasar. Pasar akan dikatakan efisien apabila tidak ada satupun pelaku pasar yang dapat menikmati *abnormal return* dalam jangka waktu yang cukup lama. Model yang sering dipergunakan dalam menghitung *abnormal return* adalah *market model* atau *single index model* dan *Capital Asset Pricing Model* (Husnan, 2009: 270).

Perhitungan *abnormal return* dapat dilakukan dengan cara menghitung selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi yang dapat dihitung dengan beberapa cara sebagai berikut (Jogiyanto, 2010: 580):

1. *Mean Adjusted Model*

Model ini membagi *return* realisasi dengan periode estimasi. Model ini menganggap *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan *return* realisasi selama periode estimasi.

2. *Market Model*

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model pasar (*market model*) ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu:

- a. Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi.
- b. Menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi ini dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*).

3. *Market-Adjusted Model*

Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar.

6. Efisiensi Pasar Modal

Pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan

(Husnan, 2009: 260). Semakin cepat suatu informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut. Dengan demikian akan cukup sulit atau bisa dikatakan hampir tidak mungkin bagi para pemodal untuk memperoleh tingkat keuntungan di atas normal secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di bursa efek. Tingkat keuntungan di atas normal diperoleh apabila tingkat keuntungan yang direalisasikan lebih tinggi dari tingkat keuntungan ekuilibrium yang diharapkan (Husnan, 2009: 260).

Terdapat beberapa alasan yang menyebabkan pasar dikatakan efisien. Pasar yang efisien dapat terjadi karena adanya peristiwa-peristiwa sebagai berikut (Jogiyanto, 2010: 539-540):

1. Investor adalah penerima harga (*price taker*), yang berarti bahwa sebagai pelaku pasar, investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas. Harga dari suatu sekuritas ditentukan oleh banyak investor yang menentukan *demand* dan *supply*.
2. Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut murah.
3. Informasi dihasilkan secara acak (*random*) yang berarti bahwa investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi yang baru.
4. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga dari sekuritas berubah dengan semestinya

mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan yang baru.

Pengukuran pasar yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi yang relevan. Akan tetapi, permasalahan yang timbul adalah informasi mana yang dapat digunakan untuk menilai pasar efisien, apakah informasi yang lama, informasi yang sedang dipublikasikan atau semua informasi termasuk informasi privat (Jogiyanto, 2010: 518). Fama (1970) menyajikan tiga macam bentuk efisiensi pasar modal berdasar ketiga bentuk informasi tersebut (Jogiyanto, 2010: 518; Husnan, 2009: 265), yaitu:

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)

Harga-harga dari sekuritas mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Dalam keadaan seperti ini pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan diatas normal (*abnormal return*) dengan menggunakan *trading rules* yang berdasarkan atas informasi harga di waktu yang lalu.

2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Harga-harga sekuritas secara penuh (*fully reflect*) mencerminkan harga semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten.

3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Harga-harga sekuritas secara penuh (*fully reflect*) mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat. Dalam efisiensi pasar bentuk kuat, tidak ada investor yang dapat memperoleh keuntungan *abnormal return* karena mempunyai informasi privat.

Husnan dan Hanafi (1991) melakukan penelitian tentang efisiensi pasar modal di Indonesia pada periode 1990 dengan hasil menunjukkan bahwa efisiensi pasar modal dalam bentuk setengah kuat masih belum mampu terpenuhi (Husnan, 2009: 271).

7. Teori *Underpricing*

Underpricing adalah suatu keadaan dimana harga saham yang ditawarkan di pasar perdana lebih rendah dibandingkan ketika ditawarkan di pasar sekunder. Menurut Jogiyanto (2010) *underpricing* merupakan fenomena harga rendah terjadi karena penawaran perdana ke publik yang secara rerata murah. Harga saham yang diperdagangkan di pasar perdana telah ditentukan berdasarkan kesepakatan antara pihak perusahaan (emiten) dan pihak *underwriter*. Dalam proses penetapan harga saham di pasar perdana (*primary market*) pihak *underwriter* sebagai pihak yang akan menjamin saham yang telah ditawarkan oleh pihak emiten cenderung akan menetapkan harga yang lebih rendah dibandingkan dengan harga yang diharapkan dari pihak perusahaan (emiten) dengan tujuan untuk meminimalis risiko yang nantinya akan menjadi tanggungjawabnya bila saham tersebut tidak laku terjual habis. Selanjutnya harga di pasar

sekunder (*secondary market*) akan ditentukan oleh kekuatan tarik menarik antara permintaan dan penawaran yang terjadi di bursa efek.

a. Teori Dasar Fenomena *Underpricing*

Terdapat beberapa teori dasar yang dapat digunakan untuk menjelaskan fenomena *underpricing*. Beberapa teori tersebut adalah sebagai berikut:

1. Asymetry Information Theory

Asymetry Information Theory adalah suatu keadaan dimana terdapat informasi yang tidak sama atau seimbang baik dari segi kualitas maupun kuantitas, antara informasi yang dimiliki oleh pihak dalam perusahaan (emiten) dan pihak luar (investor). Menurut Baron (1982) dalam Karsana (2009), asimetri informasi disebabkan adanya perbedaan informasi yang dimiliki oleh pihak-pihak yang terlibat dalam penawaran perdana emiten dan *underwriter*. *Underwriter* memiliki informasi yang lebih baik tentang pasar modal, sedangkan pihak emiten merupakan pihak yang tidak memiliki informasi tentang pasar modal sehingga apabila di antara mereka tidak memiliki informasi yang lengkap maka akan terjadi perbedaan harga. Perbedaan harga di kedua pasar tersebut mestinya dapat dihindarkan apabila penentu harga di kedua pasar memiliki informasi yang sama.

Pada model Rock (1986) dalam Guntoro dan Harahap (2008) , informasi asimetri terjadi pada kelompok *informed investor* dan *uninformed investor*. *Informed investor* yang mengetahui lebih banyak

mengenai prospek perusahaan emiten akan membeli saham penawaran umum perdana jika *after market price* yang diharapkan melebihi harga perdana atau dengan kata lain kelompok ini hanya membeli saham penawaran umum perdana yang *underpriced* saja.

Sementara kelompok *uninformed investor* karena kurang memiliki informasi mengenai perusahaan emiten akan melakukan penawaran secara sembarangan, baik pada saham penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*) yang *underpriced* maupun *overpriced*. Akibatnya, kelompok *uninformed investor* memperoleh proporsi yang lebih besar dalam saham penawaran umum perdana yang *overpriced* daripada kelompok *informed investor*. Menyadari bahwa mereka menerima saham penawaran umum perdana yang tidak proporsional, kelompok *uninformed* akan meninggalkan pasar perdana. Agar kelompok ini berpartisipasi pada pasar perdana dan memungkinkan memperoleh *return* saham yang wajar serta dapat menutupi kerugian akibat membeli saham yang *overpriced*, maka saham penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*) harus cukup *underpriced* (Krinsky, 1994 ; Guinness, 1992) dalam Guntoro dan Harahap (2008).

2. *Signalling Theory*

Teori *signalling* mengungkapkan bahwa tindakan dari perusahaan yang dengan sengaja dalam penawaran melalui penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*) memberikan sinyal pada pasar berupa *signal* positif ataupun *signal* negatif bagi investor. Menurut Grinblatt

dan Hwang (1989) dalam Alteza (2010) memaparkan bahwa sebagian besar informasi mengenai prospek perusahaan hanya diketahui oleh mereka sendiri. Oleh karena itu, maka perusahaan yang baik akan berusaha memberikan sinyal yang terkait dengan prospeknya di masa depan lewat fenomena *underpricing*. Meskipun menderita kerugian saat penawaran saham perdana, tetapi diharapkan dengan terjadinya fenomena *underpricing* maka menjadi sinyal yang ampuh bagi investor dan selanjutnya dapat menutup kerugian melalui kinerjanya yang akan datang. Demikian pula halnya perusahaan yang kurang baik. Mereka tidak akan memberikan sinyal karena mengetahui bahwa mereka tidak akan dapat mengganti kerugian yang timbul akibat *underpricing*.

Teori dasar yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Asymetry Information Theory* karena fenomena *underpricing* terjadi pada saham yang untuk pertama kalinya diterbitkan dan dijual di pasar perdana.

b. Faktor-faktor yang Memengaruhi *Underpricing*

Keputusan perusahaan dalam melakukan *go public* dan melempar saham-sahamnya ke publik (*Initial Public Offering*) perlu dipikirkan dan diperhatikan oleh perusahaan (emiten) dengan matang, hal tersebut dikarenakan perusahaan (emiten) harus mengetahui dengan pasti isu-isu yang akan muncul yaitu: jenis atau tipe saham apa saja yang akan dikeluarkan, berapa harga saham yang akan ditetapkan per lembar sahamnya dan kapan waktu pelemparan yang tepat. Pada umumnya masalah perusahaan yang berhubungan dengan penawaran umum

perdana akan diserahkan ke *banker* investasi yang memiliki keahlian khusus didalam penjualan sekuritas.

Underpricing terjadi karena adanya asimetri informasi yang akan memengaruhi harga saham penawaran perdananya lebih rendah daripada harga pasar di pasar sekunder. *Underwriter* memiliki informasi yang lebih baik tentang pasar modal, sedangkan pihak emiten merupakan pihak yang tidak memiliki informasi tentang pasar modal sehingga apabila di antara mereka tidak memiliki informasi yang lengkap maka akan terjadi perbedaan harga.

Signalling Theory mengungkapkan bahwa tindakan dari perusahaan dalam penawaran saham perdananya melalui penawaran umum perdana memberikan sinyal pada pasar berupa *signal* positif ataupun *signal* negatif bagi investor. Hal yang tidak kalah penting adalah sikap dan tanggapan dari investor yang merupakan pihak penyandang dana dalam penawaran umum perdana. Keputusan atau respon dari investor tentunya didasari atas pengetahuan dan pengamatannya terhadap informasi yang tersedia.

B. Penelitian Terdahulu

Indah (2006) dalam perusahaan sampel yang menjadi objek penelitiannya adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana (IPO) dan mengalami *underpriced* di Bursa Efek Jakarta selama periode tahun 2000 - 2003. Selama periode penelitian tersebut tercatat sebanyak 45

perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana dan mengalami *underpriced*, di luar perusahaan dari sektor perbankan dan lembaga keuangan sejenis. Dengan nilai *initial return* berkisar antara minimum 3,33 dan maksimum 380, dengan rata-rata sebesar 81,24.

Arifin (2010) meneliti Potret IPO di Bursa Efek Indonesia melakukan pengujian terhadap 346 perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*) pada periode 1990-2008 menunjukkan bahwa rata-rata telah terjadi *underpricing* pada semua tahun, terlihat dari nilai *underpricing* yang semuanya positif pada semua tahun. Nilai *underpricing* berfluktuasi dari tahun ke tahun, meskipun ada kecenderungan nilainya cenderung membesar pada tahun 2000an. Nilai *underpricing* rata-rata yang tertinggi terjadi pada tahun 2001, yaitu sebesar 0.662594 dan yang terendah terjadi pada tahun 1994 yaitu sebesar 0.02467.

Indarti dan Kartika (2004) dalam Analisis Perbedaan Kinerja Saham Jangka Pendek dan Jangka Panjang pada Perusahaan yang Melakukan penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*) di Pasar Modal Indonesia periode 1998-2000 sebanyak 33 perusahaan menunjukkan bahwa telah terjadi perbedaan kinerja saham dalam jangka pendek dan jangka panjang, pada bulan pertama rata-rata *abnormal return* positif dan signifikan, yaitu mencapai 51,04 % dan mengalami kenaikan menjadi 56,36 % pada bulan kedua. Akan tetapi pada bulan ketiga mengalami penurunan hingga mencapai 53,88 %. Pada bulan keenam rata-ratanya kembali turun mencapai 47,14%. Pada periode

jangka panjang, rata-rata *abnormal return* menjadi negatif (*underperformed*) sebesar $-8,6878\%$.

Karsana (2009) dalam Analisis Kinerja Saham Emiten Periode Satu Tahun Setelah Penawaran Perdana melakukan pengujian terhadap 85 perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana 2000-2006 menunjukkan bahwa periode bulanan kinerja saham setelah penawaran umum perdana menghasilkan *abnormal return* yang positif (*outperformed*) dan signifikan, pada 1 bulan 40,52%, 2 bulan 42,27%, 3 bulan 34,55%, 6 bulan 32,04%. Periode selanjutnya kinerja saham mengalami penurunan karena semakin lama periodenya semakin banyak perusahaan yang menghasilkan *abnormal return* negatif (*underperformed*).

Hasil beberapa penelitian terhadap perusahaan (emiten) yang melakukan penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*) di pasar modal menunjukkan bahwa kinerja saham dalam jangka pendek mengalami *underpricing* dan *outperformed* (kenaikan kinerja saham). Penelitian tentang kinerja dari saham-saham yang telah melakukan penawaran umum perdana di BEI, menggunakan *return* dan *abnormal return*. Penelitian ini periode amatan yang digunakan adalah tahun 2008 sampai dengan 2011 dan mengambil sampel penelitian perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sehingga peneliti ingin mengetahui dan menganalisis tentang Fenomena *Underpricing* dan Kinerja Saham Jangka Pendek pada Perusahaan yang Melakukan Penawaran Umum Perdana di BEI.

C. Kerangka Pikir

Berdasarkan landasan teoritis dan hasil penelitian terdahulu, maka kerangka pikir dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Fenomena *underpricing* pada perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*)

Perbedaan kepentingan yang terjadi antara pihak emiten dan pihak *underwriter* mengakibatkan pada pasar perdana atau saat penawaran umum perdana ditemukan fenomena *underpricing*. *Underpricing* adalah suatu keadaan dimana harga saham yang ditawarkan di pasar perdana lebih rendah dibandingkan ketika ditawarkan di pasar sekunder. Penyebab dari fenomena *underpricing* adalah adanya asimetri informasi. Teori asimetri informasi adalah suatu keadaan dimana terdapat informasi yang tidak sama atau seimbang baik dari segi kualitas maupun kuantitas, antara emiten dan *underwriter* model Baron (1982) dalam Karsana (2009). Oleh karena itu, *underwriter* memberikan tipe penjaminan *full commitment* kepada emiten. Dalam tipe penjaminan *full commitment*, *underwriter* melakukan penjualan saham perdana yang *underpriced* bertujuan untuk memperkecil risiko kemungkinan saham tidak laku dijual serta keharusan *underwriter* membeli saham yang tidak terjual tersebut.

2. Kinerja saham jangka pendek pada perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*)

Perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana dalam jangka pendek akan mengalami kenaikan kinerja saham (*outperformed*), karena

masih banyak investor yang tidak berhasil mendapatkan saham di pasar perdana akan berusaha untuk mendapatkan saham tersebut di awal perdagangan di pasar sekunder, yang mengakibatkan peningkatan harga saham (Karsana, 2009). Kinerja saham merupakan hasil dan risiko yang diperoleh melalui investasi pada saham yang diukur oleh tingkat pengembalian (*return*) yang diperoleh dari periode waktu tertentu. Jika *return* yang digunakan dalam menganalisis kinerja saham, maka penawaran umum perdana dapat memberikan *abnormal return*. *Abnormal return* adalah selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya dengan tingkat keuntungan yang diharapkan. Dalam kondisi kenaikan kinerja saham, *abnormal return* yang dihasilkan dari saham perdana adalah positif dan mengalami kenaikan sehingga akan sangat menguntungkan bagi pihak investor karena *return* yang akan didapatkan akan menjadi lebih banyak.

D. Perumusan Hipotesis

Berdasarkan penelitian yang akan dilakukan, hipotesis yang dapat dirumuskan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Ha_1 : terdapat *underpricing* pada hari pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana pada perusahaan yang terdaftar di BEI selama periode 2008-2011

Ha_2 : terdapat kenaikan kinerja saham (*outperformed*) dalam jangka pendek (1 bulan) setelah penawaran umum perdanapada perusahaan yang terdaftar di BEI selama periode 2008-2011

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Desain Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui dan menjadi mampu untuk menjelaskan karakteristik variabel yang diteliti dalam suatu situasi. Penelitian ini termasuk di dalam jenis pengujian hipotesis yaitu deskriptif kuantitatif.

Penelitian deskriptif, yaitu suatu pernyataan tentang keberadaan sebuah variabel tunggal atau lebih. Dalam penelitian ini, variabel yang terlibat adalah fenomena *underpricing* dan kinerja jangka pendek. (Jogiyanto, 2007:43).

B. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

1. *Underpricing*

Underpricing adalah suatu kondisi dimana harga penutupan hari pertama di pasar sekunder lebih tinggi dibanding harga perdananya (Karsawa, 2009). Terjadinya *underpricing* pada saham yang telah ditawarkan dalam pasar perdana dapat diketahui dengan melihat *initial return* dari saham hari ke-1 perdagangan setelah penawaran umum perdana. Metode perhitungan *initial return* menggunakan rumus sebagai berikut (Jogiyanto, 2010):

$$\text{Initial Return} = \frac{\text{harga saham pada hari}_1 - \text{harga penawaran perdana}}{\text{harga penawaran perdana}}$$

2. Kinerja Saham

Kinerja saham adalah hasil dan risiko yang dapat diperoleh melalui aktivitas investasi saham yang diukur dengan *return* dalam periode waktu tertentu. Ukuran kinerja saham untuk periode jangka pendek adalah *abnormal return*. Metode perhitungan *Abnormal Return* menggunakan rumus (Jogiyanto, 2010):

$$AR_t = R_{it} - R_{m t}$$

Keterangan :

AR = *Abnormal return* pada hari t

Rit = *Return* saham pada periode t

Rm t = *Market return* pada periode t

C. Populasi dan Sampel Penelitian

Dalam penelitian ini populasinya adalah keseluruhan perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*) pada tahun 2008 sampai dengan 2011 di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang sahamnya masih aktif diperdagangkan selama 1 bulan perdagangan setelah penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*). Selanjutnya dilakukan pengambilan sampel dengan menggunakan teknik *purposive sampling*. Teknik *purposive sampling* yaitu teknik pengambilan sampel dengan pertimbangan atau kriteria tertentu (Sugiyono, 2009).

Kriteria-kriteria yang akan dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana dan mengalami *underpricing* pada periode 2008 sampai 2011.
2. Perusahaan yang sahamnya masih aktif diperdagangkan selama 1 bulan perdagangan setelah penawaran umum perdana di BEI.
3. Perusahaan yang diidentifikasi memiliki data-data lengkap yang meliputi harga saham perdana, tanggal perusahaan terdaftar di BEI, dan harga penutupan saham.

D. Lokasi dan Waktu Penelitian

Penelitian dilakukan dengan mengambil data sekunder perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*) periode 2008-2011 dari situs BEI (www.idx.go.id). Pengambilan data direncanakan pada bulan Desember 2012 sampai dengan Januari 2013.

E. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi, yaitu dengan mengadakan pencatatan dan penelaahan terhadap aspek-aspek atau dokumen-dokumen yang berhubungan dengan obyek dalam penelitian ini. Secara terperinci data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana periode 2008-2011, daftar harga

saham perdana, daftar harga penutupan saham dan daftar Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

F. Teknik Analisis Data

Teknik yang digunakan untuk menganalisis data dalam penelitian ini adalah menggunakan teknik analisis deskriptif dan teknik analisis statistik inferensial.

1. Pengujian hipotesis pertama

Dalam pengujian hipotesis pertama untuk mengetahui terjadinya *underpricing* pada saham yang telah ditawarkan dalam pasar perdana dapat diketahui dengan melihat *initial return* dari saham hari ke-1 perdagangan setelah penawaran umum perdana. Kriteria yang digunakan adalah jika nilai saham mengalami *underpricing* pada hari pertama perdagangan di bursa, maka rata-rata *initial return* adalah positif. Akan tetapi jika nilai saham tidak mengalami *underpricing*, maka rata-rata *initial return* adalah negatif. Selanjutnya untuk mengetahui apakah terdapat fenomena *underpricing* pada hari pertama perdagangan di bursa atas saham-saham yang ditawarkan setelah penawaran umum perdana pada hipotesis alternatif pertama dilakukan pengujian dengan *one sample t-test* menggunakan program SPSS pada rata-rata *initial return*, apakah signifikan terjadi *underpricing*.

2. Pengujian Hipotesis Kedua

Dalam pengujian hipotesis kedua, langkah-langkah untuk mengetahui kinerja saham adalah sebagai berikut:

- a. Menghitung *return* saham dari data harga saham perdana dan data harga saham penutupan akhir bulan ke-1 perdagangan setelah penawaran umum perdana dengan rumus (Jogiyanto, 2010:206) :

$$R_{it} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan :

R_{it} = Return Saham pada hari ke t

$p_{i,t}$ = Harga saham penutupan pada hari ke t

$P_{i,t-1}$ = Harga saham i pada hari ke t (harga perdana)

- b. Menghitung *market return* dengan rumus (Jogiyanto, 2009:501) :

$$R_{m t} = \frac{\text{IHSG pada hari}_t - \text{IHSG pada hari}_{t-1}}{\text{IHSG pada hari}_{t-1}}$$

Indeks Harga Saham Gabungan yang digunakan adalah IHSG secara harian mulai tahun 2008 sampai dengan tahun 2011. Apabila pada tanggal tertentu tidak terjadi perdagangan maka nilai dari IHSG yang digunakan adalah tanggal terakhir sebelum tanggal tersebut.

- c. Menghitung *expected return* (*return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang) dengan pendekatan *market adjusted model*. *Market adjusted model* menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak

perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar (Jogiyanto, 2010:580).

- d. Menghitung *abnormal return* sebagai ukuran kinerja untuk periode jangka pendek (pada 1 bulan setelah penawaran umum perdana) merupakan selisih antara *return* saham dengan *market return*. Kriteria pengukuran kinerja saham yang digunakan adalah jika kinerja saham mengalami kenaikan (*outperformed*), maka nilai *abnormal return* adalah positif. Sebaliknya jika kinerja saham mengalami penurunan (*underperformed*), maka nilai *abnormal return* adalah negatif.
- e. Selanjutnya untuk mengetahui apakah terdapat kenaikan kinerja saham (*outperformed*) dalam jangka pendek (1 bulan) atas saham-saham yang ditawarkan setelah penawaran umum perdana pada hipotesis alternatif kedua dilakukan pengujian dengan *independent sample t-test* menggunakan program SPSS. Pada rata-rata *abnormal return* hari pertama perdagangan dan akhir bulan pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana, apakah signifikan terjadi kenaikan kinerja saham (*outperformed*).

Untuk uji hipotesis menggunakan tingkat kepercayaan 0,05% dengan ketentuan sebagai berikut:

Jika $p\text{-value} > 0,05$, maka H_a tidak terdukung

Jika $p\text{-value} < 0,05$, maka H_a terdukung

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pada bab ini akan disampaikan hasil analisis dan pembahasan terhadap data yang telah diperoleh selama penelitian. Analisis data dalam bab ini terdiri dari deskripsi data, pengujian hipotesis dan pembahasan.

A. Deskripsi Data

1. Sampel

Penelitian ini dimaksudkan untuk menganalisis fenomena *underpricing* dan kinerja saham jangka pendek pada perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2011. Menurut data statistik yang diperoleh dari situs BEI terdaftar 80 perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2011. Perusahaan yang memenuhi kriteria pengambilan sampel dengan *purposive sampling* berjumlah 63 perusahaan. Daftar perusahaan sampel dapat dilihat pada lampiran 1.

2. Statistik Deskriptif

Perhitungan analisis dalam penelitian ini menggunakan program *Microsoft Office Excel 2010* dan program *SPSS 17*. Statistik deskriptif untuk 63 perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana periode 2008-2011 di Bursa Efek Indonesia tersebut disajikan pada tabel 3. Pada tabel 3 menyajikan nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*), dan standar deviasi pada hari pertama perdagangan dan akhir

bulan pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana yang diukur dengan besarnya nilai *abnormal return*.

a. Fenomena *Underpricing* pada Hari Pertama Perdagangan Setelah Penawaran Umum Perdana Periode 2008-2011

Fenomena *underpricing* pada perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana, dapat diukur dengan besarnya nilai *initial return*. Jika nilai saham mengalami *underpricing* pada hari pertama perdagangan di bursa efek, maka nilai *initial return* adalah positif. Sebaliknya jika saham tidak mengalami *underpricing*, maka nilai *initial return* adalah negatif. Untuk melakukan analisis maka akan disajikan terlebih dahulu nilai *initial return* dari saham-saham yang melakukan penawaran umum perdana periode 2008-2011 dengan jumlah sampel 63 perusahaan.

Tabel 1 Data Nilai *Initial Return* Perusahaan yang Melakukan Penawaran Umum Perdana Periode 2008-2011

No.	Kode Emiten	IR/IR.1	No.	Kode Emiten	IR/IR.1
1	BAEK	0,2222	35	BUVA	0,1923
2	BAPA	0,7000	36	BRAU	0,1125
3	TRIL	0,7000	37	HRUM	0,0481
4	YPAS	0,1743	38	ICBP	0,1029
5	KOIN	0,3311	39	TBIG	0,1852
6	GZCO	0,2246	40	KRAS	0,4941
7	TPIA	0,2955	41	APLN	0,1233
8	ELSA	0,2875	42	BORN	0,0940
9	BSDE	0,0176	43	MIDI	0,4909
10	INDY	0,1610	44	BRMS	0,1024
11	PDES	0,7000	45	BSIM	0,7027
12	KBRI	0,3647	46	MFMI	0,7000
13	ADRO	0,5727	47	MBSS	0,1125
14	HOME	0,6702	48	SRAJ	0,6633
15	TRAM	0,2720	49	H DFA	0,1500
16	SIAP	0,0600	50	BULL	0,0710
17	TRIO	0,0222	51	SIMP	0,1364
18	BPFI	0,1000	52	TIFA	0,5500
19	INVS	0,1538	53	PTIS	0,0526
20	MKPI	0,3095	54	SDMU	0,0667
21	BWPT	0,0364	55	ALDO	0,1111
22	DSSA	0,5000	56	STAR	0,3529
23	BCIP	0,5727	57	SMRU	0,0833
24	BBTN	0,0494	58	SUPR	0,0736
25	EMTK	0,0139	59	ARII	0,0267
26	PTPP	0,0357	60	GEMS	0,0900
27	BIPI	0,3643	61	VIVA	0,5000
28	TOWR	0,4952	62	ABMM	0,0200
29	ROTI	0,1686	63	BAJA	0,3600
30	GOLD	0,4857		JUMLAH	17,6370
31	SKYB	0,4933		MEAN	0,2800
32	BJBR	0,5000		MIN	0,0139
33	IPOL	0,1190		MAX	0,7027
34	GREN	0,6952		Std. Deviasi	0,2289

Sumber : Lampiran 3, halaman 64.

Berdasarkan data yang disajikan dalam tabel 1 di atas, menunjukkan 63 perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana periode 2008-2011 semua mengalami *underpricing*, karena nilai *initial return*nya positif.

b. Kenaikan Kinerja Saham dalam Jangka Pendek (1 Bulan) Setelah Penawaran Umum Perdana Periode 2008-2011

Kenaikan kinerja saham (*outperformed*) dalam jangka pendek (1 bulan), dapat diukur dengan besarnya nilai *abnormal return*. Untuk melakukan analisis maka akan disajikan terlebih dahulu nilai *abnormal return* perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana periode 2008-2011 pada hari pertama perdagangan dan akhir bulan perdagangan setelah terdaftar dengan jumlah sampel 63 perusahaan.

Tabel 2 Perbandingan *Abnormal Return* Perusahaan yang Melakukan Penawaran Umum Perdana 2008-2011

No.	Kode Emiten	AR_{it1}	AR_{it}
1	BAEK	0,2189	0,0796
2	BAPA	0,7070	0,4323
3	TRIL	0,7147	1,3297
4	YPAS	0,3116	0,0186
5	KOIN	0,2856	1,4849
6	GZCO	0,2053	-0,0178
7	TPIA	0,3309	0,2718
8	ELSA	0,2433	0,3171
9	BSDE	0,0165	-0,3039
10	INDY	0,1606	0,0467
11	PDES	0,7108	0,9993
12	KBRI	0,3644	0,3473
13	ADRO	0,5713	0,3609
14	HOME	0,6929	1,3400
15	TRAM	0,3096	1,8638
16	SIAP	0,1036	0,8296
17	TRIO	0,0028	-0,0051
18	BPFI	0,0574	0,1307
19	INVS	0,1492	0,0083
20	MKPI	0,3195	0,3379
21	BWPT	0,0536	-0,0504
22	DSSA	0,4979	2,7227
23	BCIP	0,5596	1,0447
24	BBTN	0,0546	0,1520
25	EMTK	0,0036	-0,2827
26	PTPP	0,0301	0,1466
27	BIPI	0,3546	0,8593
28	TOWR	0,4771	1,1131
29	ROTI	0,1657	0,3911
30	GOLD	0,4887	0,1936
31	SKYB	0,4963	0,4082
32	BJBR	0,4952	1,1282
33	IPOL	0,1095	-0,1004
34	GREN	0,6857	1,9606
35	BUVA	0,1873	0,1025
36	BRAU	0,1018	0,0560
37	HRUM	0,0448	0,1851
38	ICBP	0,1077	-0,0309
39	TBIG	0,1823	0,3538
40	KRAS	0,4889	0,4219
41	APLN	0,1266	0,1258
42	BORN	0,1104	0,0833
43	MIDI	0,5191	0,4644
44	BRMS	0,0981	0,0776
45	BSIM	0,7177	1,3004
46	MFMI	0,6894	0,5746
47	MBSS	0,1013	0,0335
48	SRAJ	0,6622	2,2800
49	H DFA	0,1460	0,1491
50	BULL	0,0960	0,0340
51	SIMP	0,1415	0,0928
52	TIFA	0,5340	0,5986
53	PTIS	0,0673	-0,0344
54	SDMU	0,0813	0,2323
55	ALDO	0,1257	0,2989
56	STAR	0,3422	1,2534
57	SMRU	0,0760	0,0261
58	SUPR	0,0508	0,1041
59	ARII	0,0195	-0,0508
60	GEMS	0,0958	0,0219
61	VIVA	0,5203	0,7048
62	ABMM	0,0275	-0,0062
63	BAJA	0,3489	0,0542
	JUMLAH	17,7585	29,0652

Sumber : Lampiran 4, halaman 65

Berdasarkan data yang disajikan pada tabel 2 di atas, menunjukkan bahwa investor yang berinvestasi (membeli saham) pada Perusahaan Trikonsel Oke saat penawaran umum perdana akan memperoleh *return* terendah saat hari pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana sebesar 0,0028 dibandingkan *return* yang diperoleh pada perusahaan lain, sedangkan Investor yang berinvestasi (membeli saham) pada Perusahaan Bank Sinarmas saat penawaran umum perdana akan memperoleh *return* tertinggi saat hari pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana sebesar 0,7177 dibandingkan *return* yang diperoleh perusahaan lain.

Investor yang berinvestasi (membeli saham) pada akhir bulan pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana dengan sampel 63 perusahaan akan memperoleh rata-rata (*mean*) *abnormal return* sebesar 0,4614 dengan standar deviasi sebesar 0,6337. Investor yang berinvestasi (membeli saham) pada Perusahaan Bumi Serpong Damai saat penawaran umum perdana, akan memperoleh *return* terendah saat akhir bulan pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana sebesar -0,3039 dibandingkan *return* yang diperoleh pada perusahaan lain, sedangkan Investor yang berinvestasi (membeli saham) pada Perusahaan Dian Swastatika Sentosa saat penawaran umum perdana akan memperoleh *return* tertinggi saat akhir bulan pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana sebesar 2,7227 dibandingkan *return* yang diperoleh perusahaan lain.

Tabel 3 Statistik Deskriptif Perusahaan yang Melakukan Penawaran Umum Perdana Periode 2008-2011

Keterangan	N	Nilai Minimum	Nilai Maksimum	Mean	Std. Deviasi
AR_{it1}	63	0,0028	0,7177	0,2819	0,2299
AR_{it}	63	-0,3039	2,7227	0,4614	0,6337

Sumber: Lampiran 4, halaman 67

Catatan:

AR_{it1} = *Abnormal Return* pada hari pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana

AR_{it} = *Abnormal Return* pada akhir bulan pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana

Berdasarkan data yang disajikan dalam tabel 3 di atas, menunjukkan bahwa pada hari pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana di bursa efek, terdapat rata-rata *abnormal return* yaitu positif sebesar 0,2819 dengan standar deviasi 0,2299. Pada akhir bulan pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana rata-rata *abnormal return* mengalami kenaikan hingga mencapai 0,4614 dengan standar deviasi sebesar 0,6337, dengan demikian perbedaan rata-rata *abnormal return* pada hari pertama perdagangan dan akhir bulan pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana mengalami kenaikan positif sebesar 0,1795 yang menunjukkan kenaikan kinerja saham (*outperformed*).

B. Pengujian Hipotesis

1. Pengujian Hipotesis Pertama

Pengujian hipotesis pertama untuk mengetahui apakah terdapat *underpricing* pada perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana dilakukan uji *one sample t test* dan hasilnya sebagai berikut:

Tabel 4 Hasil Uji dengan *One Sample T Test*

One-Sample Test						
Test Value = 0						
	T	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
IR.1	9.706	62	.000	.2799492	.222294	.337605

Sumber : Lampiran 5, halaman 68

Berdasarkan hasil uji yang disajikan dalam tabel 4 di atas, menunjukkan bahwa nilai t_{hitung} sebesar 9,706 dan nilai probabilitas hasil pengujian sebesar 0,00, maka dapat diambil keputusan bahwa H_{a1} terdukung karena tingkat signifikansi hasil pengujian sebesar $\alpha = 0,00$ lebih kecil dari tingkat signifikansi yang telah ditetapkan sebesar $\alpha = 0,05$ artinya pada hari pertama perdagangan terdapat *underpricing* pada perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana periode 2008-2011, dengan tingkat *underpricing* yang signifikan dengan rata-rata *initial return* sebesar 0,2799.

2. Pengujian Hipotesis Kedua

Pengujian hipotesis kedua untuk mengetahui apakah terdapat kenaikan kinerja saham (*outperformed*) dalam jangka pendek (1 bulan) dilakukan dengan *independent sample t test* dan hasilnya sebagai berikut:

Tabel 5 Hasil Uji dengan *Independent Sample T Test*

Independent Samples Test									
	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	T	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
AR Equal variances assumed	27.113	.000	-2.113	124	.037	-.17946032	.08492600	-.34755265	-.01136798
Equal variances not assumed			-2.113	78.044	.038	-.17946032	.08492600	-.34853349	-.01038715

Sumber : Lampiran 6, halaman 69

Menurut Ghozali (2007), ada dua tahapan analisis yang harus dilakukan dalam uji *Independent Sample T Test*, pertama menguji dahulu asumsi apakah varians populasi kedua sampel tersebut sama (*equal variance assumed*) ataukah berbeda (*equal variances not assumed*) dengan melihat nilai *levenne test*. Setelah mengetahui apakah varians sama atau

tidak, langkah selanjutnya adalah melihat nilai *t-test* untuk menentukan apakah terdapat perbedaan nilai rata-rata secara signifikan.

Untuk mengetahui apakah varians populasi sama ataukah berbeda dengan hipotesis sebagai berikut :

H_{a_1} : varians populasi kenaikan kinerja saham (*outperformed*) dalam jangka pendek (1 bulan) adalah sama.

H_{a_2} : varians populasi kenaikan kinerja saham (*outperformed*) dalam jangka pendek (1 bulan) adalah berbeda.

Berdasarkan hasil uji dengan *Independent Sample T Test* yang disajikan dalam tabel 5 di atas, menunjukkan bahwa F hitung *levenne test* sebesar 27,113 dengan probabilitas 0,00 , karena probabilitas lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa H_{a_2} terdukung atau memiliki varians yang berbeda. Dengan demikian analisis menggunakan asumsi *equal variances not assumed* (variens populasi kedua sampel berbeda). Berdasarkan hasil pengujian atas perbedaan *abnormal return* hari pertama perdagangan dan akhir bulan pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana menunjukkan bahwa nilai t pada *equal variances not assumed* adalah -2,113 dengan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,038 (two tail), maka dapat diambil keputusan bahwa H_{a_2} terdukung karena tingkat signifikansi hasil pengujian sebesar $\alpha = 0,038$ lebih kecil dari tingkat signifikansi yang telah ditetapkan sebesar $\alpha = 0,05$ artinya terdapat kenaikan kinerja saham (*outperformed*) yang signifikan dalam jangka

pendek (1 bulan) pada perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana periode 2008-2011.

C. Pembahasan

1. Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa 63 perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana periode 2008-2011 mengalami *underpricing* pada hari pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana, karena nilai *initial return* semua perusahaan positif. Hal ini dibuktikan dengan hasil pengujian *One Sample T Test* yang menunjukkan bahwa pada hari pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana memberikan rata-rata *initial return* yang positif sebesar 0,2800 dan tingkat signifikansi sebesar $\alpha = 0,00$ lebih kecil dari tingkat signifikansi yang telah ditetapkan sebesar $\alpha = 0,05$. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa hipotesis pertama terdukung, yaitu terdapat *underpricing* pada hari pertama penawaran saham perdana. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Indah (2006) dan Arifin (2010), serta sesuai dengan *Asimetry Information Theory*. Dalam *Asimetry Information Theory* menyebutkan bahwa perbedaan informasi yang dimiliki oleh pihak emiten dan *underwriter* merupakan salah satu penyebab terjadinya *underpricing*.
2. Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan secara rata-rata terdapat kenaikan kinerja saham (*outperformed*) dalam jangka pendek (1 bulan) pada 63 perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana

periode 2008-2011, karena terdapat kenaikan rata-rata *abnormal return* yang positif sebesar 0,1795 pada hari pertama perdagangan menuju akhir bulan pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana. Berdasarkan hasil pengujian *Independent Sample T Test* menunjukkan bahwa nilai probabilitas hasil pengujian atas perbedaan *abnormal return* hari pertama perdagangan dan akhir bulan pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana sebesar $\alpha = 0,038$ lebih kecil dari tingkat signifikansi yang telah ditetapkan sebesar $\alpha = 0,05$. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa hipotesis kedua terdukung, yaitu terdapat kenaikan kinerja saham (*outperformed*) yang signifikan. Temuan ini konsisten dengan Karsana (2009) bahwa dalam jangka pendek terjadi kenaikan kinerja saham (*outperformed*) dengan *abnormal return* yang positif dan setelah dilakukan pengujian, kenaikan kinerja saham (*outperformed*) ini juga terbukti signifikan terhadap $\alpha = 5\%$.

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan pada bab sebelumnya, maka kesimpulan yang dapat ditarik dari penelitian ini adalah :

1. Hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini adalah terdapat *underpricing* pada hari pertama perdagangan di BEI atas saham-saham yang ditawarkan melalui penawaran umum perdana periode 2008-2011. Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan nilai *initial return* yang positif dari 63 perusahaan sampel, ini dibuktikan dengan pengujian *one sample t-test* yang menunjukkan bahwa tingkat signifikansi hasil pengujian sebesar $\alpha = 0,00$ lebih kecil dari tingkat signifikansi yang telah ditetapkan $\alpha = 0,05$, dengan rata-rata *initial return* yang positif sebesar 0,2800. Dengan demikian hipotesis alternatif pertama yang menyatakan bahwa pada hari pertama perdagangan terdapat fenomena *underpricing* atas saham-saham yang telah ditawarkan melalui penawaran umum perdana periode 2008-2011 adalah terdukung.
2. Hipotesis kedua yang diajukan dalam penelitian ini adalah terdapat kenaikan kinerja saham (*outperformed*) dalam jangka pendek (1 bulan) atas saham-saham yang ditawarkan melalui penawaran umum perdana periode 2008-2011. Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa

terdapat kenaikan rata-rata *abnormal return* yang positif pada hari pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana menuju akhir bulan pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana 0,1795. Berdasarkan hasil pengujian *Independent Sample T Test* menunjukkan bahwa nilai probabilitas hasil pengujian atas perbedaan *abnormal return* hari pertama perdagangan dan akhir bulan pertama perdagangan setelah penawaran umum perdana sebesar $\alpha = 0,038$ lebih kecil dari tingkat signifikansi yang telah ditetapkan sebesar $\alpha = 0,05$. Dengan demikian hipotesis alternatif kedua, yang menyatakan bahwa dalam jangka pendek (1bulan) terdapat kenaikan kinerja saham (*outperformed*) atas saham-saham yang telah ditawarkan melalui penawaran umum perdana periode 2008-2011 adalah terdukung.

B. Keterbatasan Penelitian

Seperti halnya dalam penelitian lain, penelitian ini tidaklah sempurna. Oleh karena itu masih banyak keterbatasan-keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini. Adapun keterbatasan-keterbatasan tersebut sebagai berikut :

1. Hanya meneliti kinerja saham perusahaan dalam jangka pendek yaitu pada hari pertama perdagangan dan akhir bulan perdagangan setelah penawaran umum perdana saja, padahal tidak semua perusahaan aktif diperdagangkan selama 1 bulan penuh.
2. Penelitian ini hanya mengambil periode 2008-2011 atau selama empat tahun, sehingga jumlah sampel cukup terbatas.

C. Saran

Berdasarkan keterbatasan-keterbatasan yang ada dalam penelitian ini, maka beberapa saran yang diberikan oleh peneliti adalah sebagai berikut :

1. Bagi Investor

Sesuai dengan hasil penelitian ini maka investor sebaiknya membeli saham perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana dan menahan saham tersebut sampai dengan akhir bulan pertama karena investor akan mendapatkan keuntungan dari hari pertama perdagangan menuju akhir bulan pertama perdagangan.

2. Bagi peneliti selanjutnya

Bagi peneliti yang akan datang sebaiknya menghitung kinerja saham perusahaan dalam jangka pendek menggunakan data harian dengan menambah jangka waktu menjadi 2 agar lebih jelas mengetahui naik turunnya kinerja saham dalam jangka pendek dan menambah periode penelitian agar hasil yang akan dicapai lebih baik sehingga dapat lebih meyakinkan sebagai dasar dalam pengambilan keputusan investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Alteza, Muniya. (2009). *Underpricing* Emisi Saham Perdana: Suatu Tinjauan Kritis. *Jurnal Manajemen*, Vol.9. No.2.
- Arifin, Zaenal. (2010). Potret IPO Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis* Vol. 14 No. 1. Hlm. 89-100.
- Ediningsih, Sri Isworo dan Ambar Pujiharjanto (2007). Fenomena *Underpricing* pada Penawaran Umum Perdana di Bursa Efek Jakarta Periode 1998-2005. *Jurnal Manajemen* pp. 73-90 Vol 7, No 1.
- Guntoro, Adhi dan Harahap. (2008). Analisis Perbedaan Kinerja Saham Jangka Pendek dan Jangka Panjang Pada Perusahaan *Initial Public Offering* (IPO) Di Pasar Modal Indonesia. *JRBI* Vol. 4 No. 2.
- Husnan, Suad. (2009). *Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Imam, Ghozali. (2007). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbitan Universitas Diponegoro.
- Indah, Rani. (2006). Analisis Pengaruh Informasi Keuangan dan Non Keuangan Terhadap *Initial Return* dan *Return 7 Hari* Setelah IPO di Bursa Efek Jakarta. *Tesis*. Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.
- Indarti dan Kartika. (2004). Analisis Perbedaan Kinerja Saham Jangka Pendek dan Jangka Panjang pada Perusahaan yang Melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*.
- Jogiyanto. (2010). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta : Edisi 7. BPFE.
- _____. (2007). *Metodologi Penelitian Bisnis, Salah Kaprah Dan Pengalaman-Pengalaman*. Yogyakarta : BPFE.
- Karsana, Yusef Widya. (2009). Analisis Kinerja Saham Emiten Dalam Periode Satu Tahun Setelah Penawaran Perdana. *Media Riset, Auditing & Informasi* Vol. 9 No. 3. Hlm. 39-56.

- Paulia S.,Armanu Thoyib dan M. Syafiie Idrus. (2010). Analisis Reaksi Pasar Modal Setelah Pengumuman *Initial Public Offering* (IPO) Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Wacana* Vol.13 No.3.
- Sugiyono. (2009). *Metode Penelitian Bisnis*. Cetakan ke-14. Bandung: Alfabeta.
- Sunariyah. (2001). *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Tandelilin,Eduardus. (2007). *Analisis Investasi Dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFEE.
- Triandaru, Sigitdan Totok Budisantoso. (2006). *Bank dan Lembaga Keuangan Lain*. Jakarta: Salemba Empat.
- Yolana, Chastina dan Martani. (2005). Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Fenomena *Underpricing* Pada Penawaran Saham Perdana di BEJ Tahun 1994 – 2001. *Seminar Nasional Akuntansi VIII*.
- Yuhasril. (2008). Modul Pasar Modal-*Go Public* (IPO) dan Mekanismenya. Jakarta : Pusat Pengembangan Bahan Ajar Universitas Mercu Buana.

LAMPIRAN

LAMPIRAN 1
DAFTAR PERUSAHAAN SAMPEL

No	Tanggal Penawaran Umum Perdana	Kode Emiten	Nama Emiten	Industri
1	08/01/2008	BAEK	Bank Ekonomi Raharja Tbk	Keuangan
2	14/01/2008	BAPA	Bekasi Asri Pemula Tbk	Properti dan <i>Real Estate</i>
3	28/01/2008	TRIL	Triwira Insan Lestari Tbk	Perdagangan Besar Barang Produksi
4	06/02/2008	ELSA	Elnusa Tbk	Pertambangan Minyak dan gas bumi
5	05/03/2008	YPAS	Yanaprima Hastapersada Tbk	Plastik dan Kemasan
6	09/04/2008	KOIN	Kokoh Inti Arebama Tbk	Perdagangan, Jasa dan Investasi
7	15/05/2008	GZCO	Gozco Plantations Tbk	Pertanian
8	26/05/2008	TPIA	Chandra Asri Petrochemical Tbk	Kimia
9	06/06/2008	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	Pertambangan
10	11/06/2008	INDY	Indika Energy Tbk	Konstruksi Non Bangunan
11	08/07/2008	PDES	Destinasi Tirta Nusantara Tbk	Hotel dan Pariwisata
12	11/07/2008	KBRI	Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk	<i>Pulp</i> dan Kertas
13	16/07/2008	ADRO	Adaro Energy Tbk	Pertambangan Batu Bara
14	17/07/2008	HOME	Hotel Mandarine Regency Tbk	Hotel dan <i>Restouran</i>
15	10/09/2008	TRAM	Trada Maritime Tbk	Transportasi
16	17/10/2008	SIAP	Sekawan Intipratama Tbk	Plastik dan Kemasan
17	14/04/2009	TRIO	Trikonsel Oke Tbk	Telekomunikasi
18	01/06/2009	BPFI	Batavia Prosperindo Finance Tbk	Keuangan
19	03/07/2009	INVS	Inovisi Infracom Tbk	Telekomunikasi
20	10/07/2009	MKPI	Metropolitan Kentjana Tbk	Properti dan <i>Real Estate</i>
21	27/10/2009	BWPT	BW Plantation Tbk	Perkebunan kelapa sawit
22	10/12/2009	DSSA	Dian Swastatika Sentosa Tbk	Perdagangan Besar Barang Produksi
23	11/12/2009	BCIP	Bumi Citra Permai Tbk	Properti dan <i>Real Estate</i>
24	17/12/2009	BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk	Keuangan
25	12/01/2010	EMTK	Elang Mahkota Teknologi Tbk	Advertising, Printing dan Media
26	09/02/2010	PTPP	PP (Persero) Tbk	Konstruksi Bangunan
27	11/02/2010	BIPI	Benakat Petroleum Energy Tbk	Pertambangan Minyak dan Gas Bumi
28	08/03/2010	TOWR	Sarana Menara Nusantara Tbk	Konstruksi Non Bangunan

29	28/06/2010	ROTI	Nippon Indosari Corpindo Tbk	Makanan dan Minuman
30	07/07/2010	GOLD	Golden Retailindo Tbk	Perdagangan Eceran
31	07/07/2010	SKYB	Skybee Tbk	Perdagangan Eceran
32	08/07/2010	BJBR	Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten Tbk	Keuangan
33	09/07/2010	IPOL	Indopoly Swakarsa Industry Tbk	Plastik dan Kemasan
34	09/07/2010	GREN	Evergreen Invesco Tbk	Perdagangan Besar Barang Produksi
35	12/07/2010	BUVA	PT Bukit Uluwatu Villa Tbk	Hotel dan Pariwisata
36	19/08/2010	BRAU	Berau Coal Energy Tbk	Pertambangan Batu Bara
37	06/10/2010	HRUM	Harum Energy Tbk	Pertambangan Batu Bara
38	07/10/2010	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	Makanan dan Minuman
39	26/10/2010	TBIG	PT Tower Bersama Infrastructure Tbk	Konstruksi Non Bangunan
40	10/11/2010	KRAS	Krakatau Steel (Persero) Tbk	Logam
41	11/11/2010	APLN	Agung Podomoro Land Tbk	Properti dan <i>Real Estate</i>
42	26/11/2010	BORN	Borneo Lumbang Energi & Metal Tbk	Pertambangan Batu Bara
43	30/11/2010	MIDI	Midi Utama Indonesia Tbk	Perdagangan Eceran
44	09/12/2010	BRMS	Bumi Resources Minerals Tbk	Investasi
45	13/12/2010	BSIM	Bank Sinarmas Tbk	Keuangan
46	29/12/2010	MFMI	Multifiling Mitra Indonesia Tbk	Perdagangan, Jasa, dan Investasi
47	06/04/2011	MBSS	Mitrabahtera Segara Sejati Tbk	Transportasi
48	11/04/2011	SRAJ	Sejahteraraya Anugrahjaya Tbk	<i>Advertising, Printing</i> dan Media
49	10/05/2011	H DFA	HD Finance Tbk	Keuangan
50	23/05/2011	BULL	Buana Listya Tama Tbk	Transportasi
51	09/06/2011	SIMP	Salim Ivomas Pratama Tbk	Perkebunan
52	08/07/2011	TIFA	Tifa Finance Tbk	Keuangan
53	12/07/2011	PTIS	Indo Straits Tbk	Transportasi
54	12/07/2011	SDMU	Sidomulyo Selaras Tbk	Transportasi
55	12/07/2011	ALDO	Alkindo Naratama Tbk	<i>Pulp</i> dan Kertas
56	13/07/2011	STAR	Star Petrcohem Tbk	Tekstil dan Garmen
57	10/10/2011	SMRU	SMR Utama Tbk	Pertambangan Logam dan Mineral
58	11/10/2011	SUPR	Solusi Tunas Pratama Tbk	Konstruksi Non Bangunan
59	08/11/2011	ARII	Atlas Resources Tbk	Pertambangan Batu Bara
60	17/11/2011	GEMS	Golden Energy Mines Tbk	Pertambangan Batu Bara
61	21/11/2011	VIVA	PT Visi Media Asia Tbk	<i>Advertising, Printing</i> dan Media

62	06/12/2011	ABMM	ABM Investama Tbk	Investasi
63	21/12/2011	BAJA	Saranacentral Bajatama Tbk	Logam

LAMPIRAN 2
DAFTAR HARGA PERDANA DAN HARGA PENUTUPAN
SAHAM PERUSAHAAN SAMPEL

No .	Tanggal Penawaran Umum Perdana	Kode Emiten	Harga Perdana	Harga Penutupan
1	08/01/2008	BAEK	1080	1320
2	14/01/2008	BAPA	150	255
3	28/01/2008	TRIL	400	680
4	06/02/2008	ELSA	400	515
5	05/03/2008	YPAS	545	640
6	09/04/2008	KOIN	148	197
7	15/05/2008	GZCO	187	229
8	26/05/2008	TPIA	2200	2850
9	06/06/2008	BSDE	511	520
10	11/06/2008	INDY	2950	3425
11	08/07/2008	PDES	200	340
12	11/07/2008	KBRI	532	726
13	16/07/2008	ADRO	1100	1730
14	17/07/2008	HOME	94	157
15	10/09/2008	TRAM	125	159
16	17/10/2008	SIAP	150	159
17	14/04/2009	TRIO	225	230
18	01/06/2009	BPFI	110	121
19	03/07/2009	INVS	52	60
20	10/07/2009	MKPI	2100	2750
21	27/10/2009	BWPT	550	570
22	10/12/2009	DSSA	1500	2250
23	11/12/2009	BCIP	110	173
24	17/12/2009	BBTN	769	807
25	12/01/2010	EMTK	720	730
26	09/02/2010	PTPP	560	580
27	11/02/2010	BIPI	140	191
28	08/03/2010	TOWR	1050	1570
29	28/06/2010	ROTI	1275	1490
30	07/07/2010	GOLD	350	520
31	07/07/2010	SKYB	375	560
32	08/07/2010	BJBR	600	900
33	09/07/2010	IPOL	210	235
34	09/07/2010	GREN	105	178
35	12/07/2010	BUVA	260	310

36	19/08/2010	BRAU	400	445
37	06/10/2010	HRUM	5200	5450
38	07/10/2010	ICBP	5395	5950
39	26/10/2010	TBIG	2025	2400
40	10/11/2010	KRAS	850	1270
41	11/11/2010	APLN	365	410
42	26/11/2010	BORN	1170	1280
43	30/11/2010	MIDI	275	410
44	09/12/2010	BRMS	635	700
45	13/12/2010	BSIM	148	252
46	29/12/2010	MFMI	200	340
47	06/04/2011	MBSS	1600	1780
48	11/04/2011	SRAJ	98	163
49	10/05/2011	H DFA	200	230
50	23/05/2011	BULL	155	166
51	09/06/2011	SIMP	1100	1250
52	08/07/2011	TIFA	200	310
53	12/07/2011	PTIS	950	1000
54	12/07/2011	SDMU	225	240
55	12/07/2011	ALDO	225	250
56	13/07/2011	STAR	102	138
57	10/10/2011	SMRU	600	650
58	11/10/2011	SUPR	3381	3630
59	08/11/2011	ARII	1500	1540
60	17/11/2011	GEMS	2500	2725
61	21/11/2011	VIVA	300	450
62	06/12/2011	ABMM	3750	3825
63	21/12/2011	BAJA	250	340

LAMPIRAN 3
HASIL PERHITUNGAN *INITIAL RETURN* PERUSAHAAN
YANG MELAKUKAN PENAWARAN UMUM PERDANA
PERIODE 2008-2011

No.	Kode Emiten	IR.1
1	BAEK	0,2222
2	BAPA	0,7000
3	TRIL	0,7000
4	YPAS	0,1743
5	KOIN	0,3311
6	GZCO	0,2246
7	TPIA	0,2955
8	ELSA	0,2875
9	BSDE	0,0176
10	INDY	0,1610
11	PDES	0,7000
12	KBRI	0,3647
13	ADRO	0,5727
14	HOME	0,6702
15	TRAM	0,2720
16	SIAP	0,0600
17	TRIO	0,0222
18	BPFI	0,1000
19	INVS	0,1538
20	MKPI	0,3095
21	BWPT	0,0364
22	DSSA	0,5000
23	BCIP	0,5727
24	BBTN	0,0494
25	EMTK	0,0139
26	PTPP	0,0357
27	BIPI	0,3643
28	TOWR	0,4952
29	ROTI	0,1686
30	GOLD	0,4857
31	SKYB	0,4933
32	BJBR	0,5000
33	IPOL	0,1190
34	GREN	0,6952
35	BUVA	0,1923

36	BRAU	0,1125
37	HRUM	0,0481
38	ICBP	0,1029
39	TBIG	0,1852
40	KRAS	0,4941
41	APLN	0,1233
42	BORN	0,0940
43	MIDI	0,4909
44	BRMS	0,1024
45	BSIM	0,7027
46	MFMI	0,7000
47	MBSS	0,1125
48	SRAJ	0,6633
49	HDFA	0,1500
50	BULL	0,0710
51	SIMP	0,1364
52	TIFA	0,5500
53	PTIS	0,0526
54	SDMU	0,0667
55	ALDO	0,1111
56	STAR	0,3529
57	SMRU	0,0833
58	SUPR	0,0736
59	ARII	0,0267
60	GEMS	0,0900
61	VIVA	0,5000
62	ABMM	0,0200
63	BAJA	0,3600
	JUMLAH	17,6370
	MEAN	0,2800
	MIN	0,0139
	MAX	0,7027
	Std. Deviasi	0,2289

LAMPIRAN 4
HASIL PERHITUNGAN INITIAL RETURN DAN ABNORMAL RETURN AKHIR BULAN
PERUSAHAAN YANG MELAKUKAN PENAWARAN UMUM PERDANA
PERIODE 2008-2011

No.	Kode Emiten	Pasar Primer				Pasar Sekunder (Akhir Bulan Ke-1)			
		Tanggal Penawaran Umum Perdana	R_{it1}	Rm_{t1}	AR_{it1}	Tanggal Terdaftar	R_{it}	Rm_t	AR_{it}
1	BAEK	08/01/2008	0,2222	0,0033	0,2189	06/02/2008	0,0556	-0,0241	0,0796
2	BAPA	14/01/2008	0,7000	-0,0070	0,7070	12/02/2008	0,4333	0,0010	0,4323
3	TRIL	28/01/2008	0,7000	-0,0147	0,7147	26/02/2008	1,3250	-0,0047	1,3297
4	ELSA	06/02/2008	0,2875	-0,0241	0,3116	06/03/2008	0,0250	0,0064	0,0186
5	YPAS	05/03/2008	0,1743	0,0019	0,2856	03/04/2008	1,4404	-0,0445	1,4849
6	KOIN	09/04/2008	0,3311	-0,0310	0,2053	08/05/2008	-0,0203	-0,0024	-0,0178
7	GZCO	15/05/2008	0,2246	0,0002	0,3309	13/06/2008	0,2674	-0,0044	0,2718
8	TPIA	26/05/2008	0,2955	-0,0187	0,2433	24/06/2008	0,3182	0,0011	0,3171
9	BSDE	06/06/2008	0,0176	0,0011	0,0165	05/07/2008	-0,2916	0,0123	-0,3039
10	INDY	11/06/2008	0,1610	0,0004	0,1606	10/07/2008	0,0424	-0,0043	0,0467
11	PDES	08/07/2008	0,7000	-0,0108	0,7108	06/08/2008	1,0000	0,0007	0,9993
12	KBRI	11/07/2008	0,3647	0,0003	0,3644	09/08/2008	0,3459	-0,0014	0,3473
13	ADRO	16/07/2008	0,5727	0,0015	0,5713	14/08/2008	0,3818	0,0209	0,3609
14	HOME	17/07/2008	0,6702	-0,0227	0,6929	15/08/2008	1,3298	-0,0102	1,3400
15	TRAM	10/09/2008	0,2720	-0,0376	0,3096	09/10/2008	1,7600	-0,1038	1,8638
16	SIAP	17/10/2008	0,0600	-0,0436	0,1036	15/11/2008	0,8333	0,0037	0,8296
17	TRIO	14/04/2009	0,0222	0,0194	0,0028	13/05/2009	0,0000	0,0051	-0,0051
18	BPFI	01/06/2009	0,1000	0,0426	0,0574	30/06/2009	0,1273	-0,0034	0,1307
19	INVS	03/07/2009	0,1538	0,0046	0,1492	01/08/2009	0,0192	0,0109	0,0083

20	MKPI	10/07/2009	0,3095	-0,0100	0,3195	08/08/2009	0,3333	-0,0046	0,3379
21	BWPT	27/10/2009	0,0364	-0,0172	0,0536	25/11/2009	-0,0545	-0,0042	-0,0504
22	DSSA	10/12/2009	0,5000	0,0021	0,4979	08/01/2010	2,7333	0,0106	2,7227
23	BCIP	11/12/2009	0,5727	0,0131	0,5596	09/01/2010	1,0455	0,0007	1,0447
24	BBTN	17/12/2009	0,0494	-0,0051	0,0546	15/01/2010	0,1495	-0,0024	0,1520
25	EMTK	12/01/2010	0,0139	0,0103	0,0036	10/02/2010	-0,2778	0,0049	-0,2827
26	PTPP	09/02/2010	0,0357	0,0056	0,0301	10/03/2010	0,1429	-0,0037	0,1466
27	BIPI	11/02/2010	0,3643	0,0097	0,3546	12/03/2010	0,8571	-0,0022	0,8593
28	TOWR	08/03/2010	0,4952	0,0182	0,4771	06/04/2010	1,1190	0,0059	1,1131
29	ROTI	28/06/2010	0,1686	0,0029	0,1657	27/07/2010	0,4118	0,0207	0,3911
30	GOLD	07/07/2010	0,4857	-0,0030	0,4887	05/08/2010	0,2143	0,0207	0,1936
31	SKYB	07/07/2010	0,4933	-0,0030	0,4963	05/08/2010	0,4133	0,0051	0,4082
32	BJBR	08/07/2010	0,5000	0,0048	0,4952	06/08/2010	1,1333	0,0051	1,1282
33	IPOL	09/07/2010	0,1190	0,0095	0,1095	07/08/2010	-0,0952	0,0051	-0,1004
34	GREN	09/07/2010	0,6952	0,0095	0,6857	07/08/2010	1,9524	-0,0083	1,9606
35	BUVA	12/07/2010	0,1923	0,0050	0,1873	10/08/2010	0,1154	0,0129	0,1025
36	BRAU	19/08/2010	0,1125	0,0107	0,1018	17/09/2010	0,0625	0,0065	0,0560
37	HRUM	06/10/2010	0,0481	0,0032	0,0448	04/11/2010	0,1923	0,0072	0,1851
38	ICBP	07/10/2010	0,1029	-0,0048	0,1077	05/11/2010	-0,0361	-0,0053	-0,0309
39	TBIG	26/10/2010	0,1852	0,0029	0,1823	24/11/2010	0,3580	0,0043	0,3538
40	KRAS	10/11/2010	0,4941	0,0052	0,4889	09/12/2010	0,4118	-0,0101	0,4219
41	APLN	11/11/2010	0,1233	-0,0033	0,1266	10/12/2010	0,1233	-0,0025	0,1258
42	BORN	26/11/2010	0,0940	-0,0163	0,1104	25/12/2010	0,0940	0,0107	0,0833
43	MIDI	30/11/2010	0,4909	-0,0282	0,5191	29/12/2010	0,4364	-0,0281	0,4644
44	BRMS	09/12/2010	0,1024	0,0043	0,0981	07/01/2011	0,0709	-0,0067	0,0776
45	BSIM	13/12/2010	0,7027	-0,0150	0,7177	11/01/2011	1,3041	0,0037	1,3004
46	MFMI	29/12/2010	0,7000	0,0106	0,6894	27/01/2011	0,5750	0,0004	0,5746

47	MBSS	06/04/2011	0,1125	0,0112	0,1013	05/05/2011	0,0375	0,0040	0,0335
48	SRAJ	11/04/2011	0,6633	0,0011	0,6622	10/05/2011	2,2755	-0,0045	2,2800
49	HDFA	10/05/2011	0,1500	0,0040	0,1460	08/06/2011	0,1250	-0,0241	0,1491
50	BULL	23/05/2011	0,0710	-0,0250	0,0960	21/06/2011	0,0516	0,0176	0,0340
51	SIMP	09/06/2011	0,1364	-0,0052	0,1415	08/07/2011	0,1091	0,0163	0,0928
52	TIFA	08/07/2011	0,5500	0,0160	0,5340	06/08/2011	0,5500	-0,0486	0,5986
53	PTIS	12/07/2011	0,0526	-0,0146	0,0673	10/08/2011	0,0000	0,0344	-0,0344
54	SDMU	12/07/2011	0,0667	-0,0146	0,0813	10/08/2011	0,2667	0,0344	0,2323
55	ALDO	12/07/2011	0,1111	-0,0146	0,1257	10/08/2011	0,3333	0,0344	0,2989
56	STAR	13/07/2011	0,3529	0,0108	0,3422	11/08/2011	1,2549	0,0015	1,2534
57	SMRU	10/10/2011	0,0833	0,0074	0,0760	08/11/2011	0,0333	0,0073	0,0261
58	SUPR	11/10/2011	0,0736	0,0228	0,0508	09/11/2011	0,1177	0,0136	0,1041
59	ARII	08/11/2011	0,0267	0,0072	0,0195	07/12/2011	-0,0400	0,0108	-0,0508
60	GEMS	17/11/2011	0,0900	-0,0058	0,0958	16/12/2011	0,0400	0,0181	0,0219
61	VIVA	21/11/2011	0,5000	-0,0203	0,5203	20/12/2011	0,7000	-0,0048	0,7048
62	ABMM	06/12/2011	0,0200	-0,0075	0,0275	04/01/2012	0,0067	0,0128	-0,0062
63	BAJA	21/12/2011	0,3600	0,0111	0,3489	19/01/2012	0,0600	0,0058	0,0542
	JUMLAH		17,6368		17,7585		29,0997		29,0652
	MEAN		0,2799		0,2819		0,4619		0,4614
	MIN		0,0139		0,0028		-0,2916		-0,3039
	MAX		0,7027		0,7177		2,7333		2,7227
	Std. Deviasi		0,2289		0,2299		0,6266		0,6337

LAMPIRAN 5
HASIL UJI ONE SAMPLE T TEST

T-TEST
 /TESTVAL=0
 /MISSING=ANALYSIS
 /VARIABLES=IR.1
 /CRITERIA=CI (.95) .

T-Test

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
IR.1	63	.279949	.2289317	.0288427

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
IR.1	9.706	62	.000	.2799492	.222294	.337605

LAMPIRAN 6
HASIL UJI INDEPENDENT SAMPLE T TEST

T-TEST GROUPS=KATEGORI (1 2)
/MISSING=ANALYSIS
/VARIABLES=AR
/CRITERIA=CI (.95) .

T-Test

Group Statistics

KATEGORI		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
AR	AR.hari pertama	63	.2818810	.22989807	.02896443
	AR.akhir bulan	63	.4613413	.63366367	.07983412

Independent Samples Test

	Levene's Test for Equality of Variances	t-test for Equality of Means								
		F	Sig.	T	Df	Sig. (2- tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
AR Equal variances assumed	27.113	.000	-2.113	124	.037	-.17946032	.08492600	-.34755265	-.01136798	
Equal variances not assumed			-2.113	78.044	.038	-.17946032	.08492600	-.34853349	-.01038715	