



## RINGKASAN EKSEKUTIF

**INEKE ONGKOWIJOYO. 2008.** Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kinerja Jangka Panjang Saham-saham Agribisnis Pasca IPO 2000-2005. Di bawah bimbingan **HERMANTO SIREGAR** dan **DJONI TANOPRUWITO**.

Investasi dapat dilakukan dalam berbagai macam bentuk, salah satu pilihan berinvestasi adalah saham. Saham (*stock*) dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Berbagai keuntungan yang didapat investor dari pembelian saham adalah (1) *dividen*, yaitu pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan dan (2) *capital gain*, yaitu selisih antara harga beli dan harga jual, biasanya terbentuk dengan adanya aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder.

Untuk mendapatkan modal melalui penjualan saham atau melalui pinjaman obligasi, maka perusahaan tersebut harus mencatatkan efeknya terlebih dahulu di pasar modal melalui *go public* atau yang biasa dikenal dengan istilah IPO (*Initial Public Offering*). IPO adalah kegiatan menawarkan atau menjual efek kepada masyarakat. Harga saham yang akan dijual di pasar perdana (*offering price*) biasanya ditentukan oleh emiten dan penjamin emisi (*underwriter*).

Fenomena yang seringkali terjadi ketika suatu emiten melakukan IPO adalah *underpricing*. *Underpricing* adalah salah satu gejala anomali IPO yang menyebabkan terjadinya *abnormal return*. *Underpricing* biasanya dilakukan oleh emiten untuk menarik minat para investor agar membeli saham tersebut dalam jumlah banyak sehingga *initial return* yang diperoleh emiten sangat besar. Dalam jangka panjang, *underpricing* yang terjadi dapat menyebabkan *long-run underperformance* (kinerja jangka panjang perusahaan jelek). *Assymetric information* merupakan penyebab utama terjadinya *underpricing*, terutama bagi para investor yang *uninformed*. Beberapa teori telah menawarkan penjelasan dari terjadinya *underpricing*. Teori-teori tersebut antara lain teori *overoptimism* dan *windows opportunity*, teori *accounting window-dressing* dan teori *impresario*. Optimisme yang berlebihan dari investor juga sangat mempengaruhi terjadinya *underpricing*. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap optimisme investor, menjelaskan pengaruh optimisme investor terhadap *adjusted buy-hold return* enam bulan pasca-IPO (ABHRs) dan *adjusted buy-hold return* dua belas bulan pasca-IPO (ABHRt), menganalisis pengaruh ROE pasca-IPO terhadap *adjusted buy-hold return* enam bulan pasca-IPO (ABHRs) dan *adjusted buy-hold return* dua belas bulan pasca-IPO (ABHRt) serta melihat adanya fenomena *underpricing* dan *long-run underperformance* pada saham-saham sektor pertanian pasca IPO 2000-2005.

Krisis moneter yang terjadi di awal tahun 1998 telah menyebabkan beberapa sektor usaha di Bursa Efek Jakarta terpuruk. Umumnya sektor-sektor tersebut adalah sektor yang sangat bergantung dari barang impor, seperti industri otomotif, industri *real estate* dan industri importir. Penelitian yang dilakukan oleh Saptono (2005) yang menguji tentang peranan sektor agribisnis termasuk di dalamnya sektor pertanian di Bursa Efek Jakarta pada masa krisis telah membuktikan bahwa selama masa krisis dan pemulihan (*recovery*), kinerja

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



saham-saham agribisnis menunjukkan kondisi yang lebih baik dibandingkan dengan pasar (IHSG) secara umum. Kinerja saham-saham tersebut relatif stabil dan tidak terjadi perbedaan yang signifikan baik pada masa pra-krisis, krisis sampai dengan masa pemulihan. Oleh karena itu, penelitian ini mengambil studi kasus sektor pertanian dikarenakan adanya sifat unik dari sektor tersebut.

Penelitian ini hanya dilakukan pada saham-saham emiten agribisnis sektor pertanian yang melakukan IPO pada periode Januari 2000-Desember 2005, dan dibatasi hanya pada saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Emiten-emiten yang diteliti sebenarnya berjumlah lima tetapi dua dari emiten yaitu Adindo Foresta Indonesia (ADFO) telah *delisting* dan Anugrah Tambak Perkasindo (ATPK) telah mengubah sektor usahanya menjadi sektor pertambangan sehingga emiten yang masih bisa diteliti adalah Bumi Teknokultura Unggul (BTEK), Dharma Samudera Fishing Industries (DSFI) dan Inti Kapuas Arowana (IIKP). Metode pengambilan sampel yang dilakukan dalam penelitian ini adalah *convenience* sementara itu pengolahan data dilakukan dengan model persamaan struktural (SEM).

Hasil analisis dari persamaan struktural menunjukkan bahwa variabel-variabel yang diduga berpengaruh terhadap optimisme investor yaitu pertumbuhan penjualan, rata-rata margin laba operasi, rata-rata penjualan aktiva tetap dan rata-rata *return on equity* sebelum IPO ternyata berpengaruh positif terhadap optimisme investor tetapi secara statistik tidak signifikan. Secara statistik, hal ini dikarenakan terbatasnya data yang hanya berjumlah tiga data saja. Jumlah data yang kecil menyebabkan hasil analisis yang didapat tidak bisa dikatakan mewakili teori/hipotesis yang ada. Umumnya, data dengan jumlah sampel kecil hanya dapat digunakan untuk melihat pengaruh yang ada tetapi tidak dapat digunakan untuk melakukan pendugaan untuk semua emiten yang melakukan IPO. Pendugaan hanya dapat dilakukan untuk ruang lingkup sektor pertanian yang melakukan IPO antara tahun 2000-2005.

Sebelum memutuskan untuk berinvestasi, investor biasanya mempertimbangkan berbagai macam faktor salah satunya adalah kinerja perusahaan. Dalam penelitian ini, faktor-faktor kinerja perusahaan pengaruhnya tidak signifikan artinya bahwa kemungkinan faktor psikologi/sosial dalam diri investor juga ikut berperan dalam pengambilan keputusan berinvestasi. Contohnya, apabila investor sejak awal memiliki keinginan untuk memajukan pertanian di Indonesia maka faktor kinerja perusahaan tersebut tidak menjadi pertimbangan utama dalam berinvestasi di sektor pertanian atau investor memiliki hobi/kesenangan terhadap pertanian maka hal itu juga dapat menjadi penjelasan mengapa faktor-faktor kinerja perusahaan menjadi tidak signifikan.

Penjelasan lain adalah bahwa sektor pertanian merupakan sektor yang memiliki *high return* dan *high risk*. Dalam pasar modal, ada tiga tipe investor yaitu *risk-taker* (penyuka risiko), *risk-neutral* (risiko netral), *risk-averse* (penghindar risiko). Investor yang menyukai risiko (*risk-taker*) pastinya akan merasa tertantang bila berinvestasi dalam sektor pertanian karena selain *return* yang tinggi, risiko yang dihadapi juga tinggi. Berbeda dengan tipe investor *risk-taker*, investor yang menghindari risiko pastinya tidak akan memutuskan untuk berinvestasi di sektor pertanian karena risikonya yang cukup tinggi. Investor tipe *risk-taker* juga tidak begitu mempertimbangkan kinerja perusahaan karena bagi

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



mereka berinvestasi dengan risiko tinggi merupakan kesenangan tersendiri dan hal ini barangkali berkaitan erat dengan sifat psikologis seseorang.

Pada penelitian ini, variabel-variabel yang ada di dalam model hanya untuk faktor-faktor fundamental perusahaan saja seperti peningkatan penjualan (GSLs), rata-rata margin laba operasi (AMLO), rata-rata rasio penjualan per aktiva tetap (ASFA), dan *return on equity* sebelum IPO (AROE) tetapi faktor-faktor non-fundamental seperti sentimen pasar atau bahkan hobi atau kesenangan tidak disertakan dalam model ini. Barangkali jika faktor non-fundamental tersebut dimasukkan ke dalam model kemungkinan faktor-faktor tersebut bisa berpengaruh terhadap kinerja jangka panjang saham-saham sektor pertanian.

Penelitian ini menggunakan variabel *return* beli-simpan saham selama enam bulan dan dua belas bulan sebagai tolok ukur kinerja jangka panjang saham (*long-run performance*) sedangkan variabel optimisme investor diproksi dengan *initial return*. Hasil analisis menunjukkan bahwa optimisme investor berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* beli-simpan saham selama enam bulan dan dua belas bulan. Hal ini berarti semakin tinggi optimisme investor di awal perdagangan di pasar sekunder maka kinerja jangka panjang perusahaan akan semakin rendah. Hal ini sesuai dengan konsep “*windows of opportunity*”, dimana optimisme yang berlebihan tersebut juga secara sengaja dimanfaatkan oleh emiten untuk mendapatkan *return* yang sebesar-besarnya di awal perdagangan pasar sekunder. Tetapi hal ini tidak akan berlangsung lama karena pasar akan mendapatkan informasi yang akurat dan mengoreksi harga saham tersebut ke arah yang sebenarnya.

Perhitungan yang dilakukan terhadap *initial return* (variabel proksi dari optimisme investor) menunjukkan hasil yang positif, artinya bahwa saham-saham emiten pertanian yang diteliti mengalami *underpricing*. Lingkungan usaha yang membaik dan cukup stabil yaitu pada tahun 2000-2005, merupakan penyebab tingginya optimisme investor pada awal perdagangan di pasar sekunder yang menghasilkan *return* yang cukup tinggi. Faktor *initial return* yang merupakan variabel proksi dari optimisme investor juga memiliki beberapa teori yang dapat menjelaskan dampak negatif terhadap kinerja jangka panjang saham pertanian. Teori yang menjelaskan tentang “*Overreaction Market Hypothesis*” yang dikemukakan oleh DeBondt dan Thaler (1985) serta Carter dan Dark (1990), merupakan salah satu teori pendukung, dimana kinerja jangka panjang saham yang buruk diakibatkan oleh adanya reaksi pasar yang berlebihan terhadap saham-saham baru. Reaksi berlebihan tersebut ditunjukkan oleh jumlah *initial return* yang besar, sehingga dalam jangka panjang harga tersebut terkoreksi oleh pasar dan menuju ke arah harga yang sebenarnya serta mengakibatkan harga saham perdana turun.

Hasil persamaan struktural juga menunjukkan bahwa *return on equity* pada saat IPO dan setahun sesudah IPO berpengaruh secara positif dan signifikan pada *return* beli-simpan saham selama enam bulan dan dua belas bulan. Umumnya kinerja perusahaan tercermin dari tinggi rendahnya *return on equity*, semakin tinggi *return on equity* berarti semakin baik kinerja perusahaan tersebut dan sebaliknya semakin kecil *return on equity* maka semakin rendah kinerja perusahaan. Oleh karena itu, banyak investor yang menjadikan faktor *return on equity* menjadi salah satu pertimbangan ketika membeli saham. Selain



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



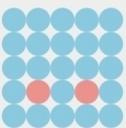
Hak cipta dilindungi Undang-Undang

menjelaskan tentang kinerja suatu perusahaan, *return on equity* juga memberikan gambaran keuntungan kepada pemilik ekuiti di masa yang akan datang.

Hasil penelitian memberikan berbagai implikasi manajerial yang dapat dijadikan informasi bagi semua yang membutuhkan. Bagi emiten pertanian sebaiknya upaya-upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan secara berlebihan menjelang IPO tidak dilakukan karena hanya meningkatkan kinerja operasi perusahaan dalam jangka pendek. Upaya-upaya tersebut antara lain memberikan potongan harga, mempermudah cara pembayaran serta melakukan promosi berlebihan lewat iklan-iklan yang terlalu menjanjikan bagi investor dibandingkan dengan potensi perusahaan yang sebenarnya. Informasi bagi investor antara lain menjelaskan bahwa investasi pada saham-saham sektor pertanian yang IPO terbukti menghasilkan *return* yang menguntungkan bagi investor. Investor juga perlu mengetahui *track record* perusahaan agar risiko investasi dapat diperkecil. Sedangkan bagi pengelola pasar modal sebaiknya mengkaji ulang kode efektivitas proses penjualan saham IPO terutama teknik promosi yang berlebihan. Hal ini perlu dilakukan supaya investor tidak mengalami kerugian yang besar akibat tidak akuratnya informasi mengenai potensi perusahaan.

Kata kunci: investor, saham, pertanian, *initial public offering*, *underpricing*, *structural equation model*, *overoptimism*, *return on equity*.

Hak cipta milik IPB, tahun 2008



MB-IPB  
Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis  
Institut Pertanian Bogor

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.