

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pendanaan merupakan bagian penting dalam menjalankan suatu perusahaan. Secara umum terdapat tiga alternatif pendanaan yang dapat diambil oleh perusahaan: menggunakan *internal financing*, menerbitkan obligasi/ hutang dan atau menerbitkan saham. Setiap alternatif pendanaan yang dipilih memiliki dampak tersendiri bagi perusahaan baik dari segi biaya modal maupun informasi yang ditangkap oleh investor dan atau *stakeholders* karena adanya asimetrik informasi (Gitman, 2009: 571).

Internal financing merupakan cara pendanaan yang paling murah karena perusahaan menggunakan laba hasil operasi sehingga tidak perlu memberikan bunga. Bila perusahaan memilih untuk menerbitkan obligasi perusahaan harus membayar bunga kepada pembeli obligasi (*debtholder*). Tapi alternatif ini akan memberikan pengaruh positif kepada para *stakeholders*, yaitu *stakeholders* akan menganggap perusahaan optimis akan keberhasilan proyek yang didanai. Sedangkan bila perusahaan memilih untuk menerbitkan saham, perusahaan tidak perlu membayar bunga tapi memberikan dividen kepada *shareholders* yang besarnya tidak harus sama tiap tahun bahkan perusahaan boleh tidak memberikan dividen. Namun alternatif ini memiliki efek negatif terhadap pandangan *stakeholders* terhadap proyek yang didanai oleh perusahaan yaitu mereka memandang perusahaan tidak yakin akan kesuksesan proyek baru tersebut (Gitman, 2009: 572).

Untuk dapat melakukan pendanaan dengan saham, perusahaan harus melakukan penawaran saham perdana atau lebih dikenal dengan *Initial Public Offering* (IPO), baru kemudian saham tersebut akan diperdagangkan di pasar sekunder (*secondary market*). IPO dapat didefinisikan sebagai penjualan pertama kali dari saham perusahaan kepada publik/ masyarakat dan mendaftarkan sahamnya di pasar modal (Geddes, 2007: 1). Dalam proses IPO, perusahaan akan dibantu oleh

penjamin emisi untuk menentukan harga saham perdana dan juga untuk menjual saham tersebut ke investor. Penetapan harga saham perdana ditentukan dengan salah satu dari tiga metode berikut: *bookbuilding*, *fixed price*, atau *auction/ tender offer*. Pada umumnya harga awal yang ditetapkan oleh penjamin emisi lebih rendah dari harga seharusnya. Menurut Geddes (2007: 5) hal ini dilakukan dengan sengaja untuk memberikan premium kepada pembeli saham IPO sebesar sepuluh persen sampai 15%. Peristiwa ini disebut dengan istilah *IPO underpricing*. *IPO underpricing* dapat didefinisikan sebagai persentase perbedaan harga saham IPO ketika dijual kepada investor (*offering price*) dan harga saham ketika dijual di pasar modal hari berikutnya. *IPO underpricing* dilakukan untuk memperbesar peluang saham IPO akan terjual habis (Ljungqvist, 2004, 6). Tahun 2002, Jing Chi melakukan penelitian di Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges dan menemukan bahwa *The average market-adjusted initial return* sebesar 127,31%. Liu Ti (2003: 1) meneliti 354 IPO di China Stock Market mulai Januari 1999 sampai Desember 2002 menemukan bahwa rata-rata dari *underpricing* sebesar 135,01% (hal. 1). Walaupun secara empiris terdapat IPO yang gagal (harga di pasar sekunder hari berikutnya jatuh), tapi belum ada penelitian yang menemukan tidak adanya *IPO underpricing* (sejauh pengamatan peneliti).

Karena saham IPO dijual dengan *underpriced*, maka saham IPO tersebut akan memberikan *return* yang besar dalam jangka waktu dekat ketika harga sudah mulai terkoreksi. Fenomena ini membuat para investor memburu saham IPO. Meskipun demikian tidak semua IPO berhasil. Sebagai contoh IPO dari Vonage, perusahaan telekomunikasi yang memutuskan IPO tahun 2006 mengalami kegagalan karena kesalahan cara penjualan saham IPO. Shanda Games perusahaan China yang melakukan IPO di Amerika pada September 2009 mengalami kegagalan karena penjamin emisi dinilai salah dalam penetapan harga (www.huffingtonpost.com, diakses terakhir 20 September 2011). Contoh terakhir yang baru saja terjadi adalah IPO dari maskapai Garuda tahun 2011 yang dinilai gagal karena kesalahan pemilihan waktu, strategi penawaran, dan pemilihan harga (www.kompas.com, diakses terakhir 20 September 2011).

Meskipun IPO memberikan *return* awal (*initial return*) yang besar. Banyak penelitian menunjukkan bahwa performa jangka panjangnya mengalami penurunan yang dinilai dari penurunan *return* yang diberikan dari aset tersebut. Penurunan performa jangka panjang dari IPO ini biasa disebut dengan istilah *long-run underperformance*. Thomadakis, *et. al* (2010) melakukan penelitian terhadap 254 IPO di Yunani selama tahun 1999 sampai 2002 dan mendapatkan hasil bahwa dalam jangka waktu tiga tahun terjadi penurunan performa dari IPO. Namun tidak semua penelitian menemukan bahwa performa jangka panjang IPO mengalami penurunan. Seperti penelitian yang dilakukan Zhongguang (2004: 17) di Chinese Stock Market, dengan menggunakan sampel 341 IPO yang terjadi tahun 1998-2000 menemukan bahwa tidak ditemukan adanya penurunan kinerja jangka panjang dari IPO.

IPO *underpricing* dan *long-run underperformance* yang diuraikan sebelumnya merupakan dua anomali yang terjadi berkaitan dengan *return* saham. Untuk membandingkan *return* dari dua sekuritas atau lebih kita harus memperhatikan besarnya risiko dari masing-masing sekuritas. Idealnya *return* dari suatu aset berbanding lurus dengan risiko aset tersebut (*risk-return trade off*) (Bodie *et. al.* 2008: 11). Artinya jika saham memiliki risiko lebih tinggi dari obligasi maka *return* saham seharusnya lebih tinggi dari *return* obligasi. Teori ini dapat digunakan untuk menjelaskan mengapa saham yang memiliki *return* lebih rendah dari *return market* memiliki risiko lebih rendah dari risiko *market* (fenomena *long-run underperformance*).

Teori *Capital Asset Pricing Model* menjelaskan hubungan *Expected Return* suatu aset dengan risiko dari aset tersebut. Teori ini mendeskripsikan risiko dalam bentuk *beta*. *Beta* merupakan pengukuran dari risiko sistematis yang terstandarisasi yang didasarkan pada kovarian aset dengan pasar. Karena *beta* merupakan pengukuran yang terstandarisasi, maka *beta* satu aset dengan aset yang lainnya dapat diperbandingkan (*comparable*). Dengan begitu kita dapat membandingkan *return* dari dua aset berdasarkan perbandingan *beta* yang mencerminkan risiko dari dua aset tersebut.

Ketika berinvestasi di bidang pasar modal tentunya tidak bisa lepas dari bursa dimana investasi tersebut terjadi. Bursa Efek Indonesia salah satunya. Bursa Efek Indonesia merupakan penggabungan dari dua bursa yang ada di Indonesia sebelumnya: Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya. Di Bursa Efek yang efektif mulai bulan November 2007 ini, sampai akhir September 2011 setidaknya ada 433 saham yang diperdagangkan.

Meskipun bursa efek di Indonesia telah ada sejak lama, yaitu 16 Juni 1989 untuk Bursa Efek Surabaya dan 18 Maret 1992 untuk Bursa Efek Jakarta, namun investasi dalam saham belum menjadi sesuatu yang umum di masyarakat. Kepala Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, Nurhaida dalam www.suarapembaruan.com menyebutkan bahwa baru 0,2% dari sekitar 240 juta penduduk Indonesia yang menjadi investor saham dan saat ini asing masih mendominasi kepemilikan saham di Bursa Efek Indonesia sebesar 57%. Hal ini tentunya sangat memprihatinkan mengingat Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) saham Indonesia memiliki performa yang baik. Dalam Investor Daily Indonesia (www.investor.co.id, diakses tanggal 10 Oktober 2011) dituliskan bahwa tahun 2010 IHSG tumbuh 46,13%, tahun 2009 tumbuh 86,98%. Tentunya *return* ini jauh dari *return* yang diberikan oleh produk deposito perbankan.

Dalam investasi, dikenal dengan *risk-return trade off* yang menyatakan bahwa *return* dan risiko dari suatu aset berbanding lurus. Di samping itu juga diketahui bahwa sebagian besar investor adalah *risk averse* (takut risiko). Artinya jika dihadapkan pada dua investasi dengan tingkat risiko yang sama maka investor akan memilih investasi yang memberikan *return* yang lebih besar. CAPM dapat digunakan untuk menilai tinggi rendahnya *return* suatu aset berdasarkan risikonya karena teori ini menggambarkan hubungan antara *return* dan risiko dari suatu aset.

Jika dihubungkan antara IPO *underpricing*, *long-run underperformance* dan teori CAPM, maka akan timbul pertanyaan: Apakah terdapat IPO *underpricing* dan *long-run underperformance* jika *return* saham juga dibandingkan dengan *required rate of return*? Berdasarkan pertanyaan tersebut maka peneliti melakukan penelitian dengan judul. “Pengukuran *Return* Awal dan Jangka Panjang dari Penawaran Saham

Perdana (IPO) dengan Benchmark IHSG dan Teori CAPM: Studi Kasus Di Bursa Efek Indonesia (IDX)”.

1.2 Batasan Masalah

Dalam penelitian ini, terdapat satu batasan masalah yaitu dalam perhitungan *beta* digunakan asumsi bahwa *beta* perusahaan ketika IPO sama dengan *beta* perusahaan tahun ketiga.

1.3 Rumusan Masalah

Berdasarkan penjabaran di atas, beberapa rumusan masalah yang akan diteliti adalah:

- a. Apakah terdapat *IPO underpricing* jika pengukuran *return* dibandingkan dengan *required rate of return* (RRR) dan *return* IHSG?
- b. Apakah terdapat *long-run underperformance* jika pengukuran *return* dibandingkan dengan *required rate of return* (RRR) dan *return* IHSG?

1.4 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah:

- a. Ingin mengetahui apakah terdapat *IPO underpricing* jika pengukuran *return* dibandingkan dengan *required rate of return* (RRR) dan *return* IHSG.
- b. Ingin mengetahui apakah terdapat *long-run underperformance* jika pengukuran *return* dibandingkan dengan *required rate of return* (RRR) dan *return* IHSG.

1.5 Manfaat Penelitian

1.5.1 Manfaat Empiris

- a. bagi investor: hasil penelitian ini dapat digunakan untuk memberikan pertimbangan mengenai lamanya durasi investor untuk menempatkan dananya pada saham-saham yang baru IPO.
- b. bagi pemerintah: dapat memberikan masukan untuk dijadikan pertimbangan dalam membuat kebijakan.
- c. bagi mahasiswa: memberikan pengetahuan dan pembelajaran serta memberikan motivasi untuk melakukan penelitian lanjutan di bidang pasar

modal baik mengenai topik yang sama maupun penelitian dengan topik lainnya.

1.5.2 Manfaat Teoritis

- a. Sebagai penelitian tambahan di bidang pasar modal.
- b. Sebagai bahan referensi untuk penelitian-penelitian selanjutnya.

1.6 Sistematika Penulisan

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini berisi mengenai berbagai peristiwa empiris dan penelitian-penelitian yang menjadi latar belakang disusunnya penelitian ini. Dari latar belakang kemudian dilakukan identifikasi masalah, pembatasan masalah dan dilakukan perumusan masalah. Dalam bab ini juga disampaikan mengenai tujuan dan manfaat dari penelitian serta pengorganisasian penulisan.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Bab ini membahas mengenai landasan teori umum yang disusun menjadi sebuah konstruksi yang logis, kritis-analitis, objektif dan sistematis. Dari kajian pustaka ini kemudian dapat dibentuk alur berpikir dan ditarik hipotesis.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini berisi mengenai jenis penelitian, identifikasi variabel-variabel yang digunakan, jenis data, sumber data, aras dan skala pengukuran, populasi dan sampel, prosedur pengumpulan data, serta metode pengolahan dan pengujian hipotesis.

BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Bab ini berisi mengenai penjelasan detail tentang hasil yang diperoleh.

BAB V KESIMPULAN

Bab ini berisi mengenai hasil penelitian, implikasi atau dampak dari hasil penelitian secara teoritis dan empiris serta saran kepada pihak eksternal yang terkait dengan temuan hasil penelitian. Juga terdapat keterbatasan penelitian ini yang dapat menjadi masukan untuk penelitian selanjutnya.