

# **Optimisme Investor dan Kinerja Jangka Panjang Saham Pasca Initial Public Offerings yang Listing Di Bursa Efek Indonesia**

## *Investor Optimism and Long-Term Stock Performance After Initial Public Offerings that are Listed on the Indonesia*

*Mu'minatus Sholichah*

This study discusses and analyzes from the perspective of investor optimism and long-term performance after the IPO in the Indonesian capital market. Observations will be made regarding the influence of investors on the increase in the length of shares after the IPO with control variables of company size, company age, offer size, the achievement of underwriters, profitability on the Indonesia Stock Exchange. This study uses data from 2004-2017, with 194 IPO companies from 2004-2015 in the Indonesian capital market. Testing is done by using two drunken linear regression. The results of this study indicate that investors in the Indonesian capital market not only consider irrational factors but also consider rational factors about the company's character in making decisions to buy IPO shares. The characteristics of the company include the size of the company and the size of the stock offering. This study provides benefits for IPO stock investors who rely on the benefits of initial stock investment in a relatively long period of time so as not to suffer losses

Penelitian yang menunjukkan penurunan kinerja saham pasca IPO dilakukan oleh [Seitibraimov \(2012\)](#) , penelitian tentang kinerja jangka panjang saham pasca IPO ini dilakukan di Rusia, Ukraina dan Kazakhtan dengan hasil penelitian menunjukkan kinerja yang *underperformance*. Fenomena kinerja saham pasca IPO yang menurun tersebut terjadi di banyak negara, baik di pasar modal yang sudah maju maupun yang sedang berkembang termasuk di Indonesia. Studi tentang kinerja jangka panjang saham pasca IPO yang menurun selama ini banyak dilihat dari informasi perusahaan yakni tentang karakteristik perusahaan antara lain, *initial return*, *offering size*, ukuran perusahaan, tipe industri, umur perusahaan, reputasi underwriter, penjualan dan profitabilitas ([Gandolfi, Regalli, Soana, and Arcuri \(2018\)](#) ,[Jog, Otchere, and Sun \(2019\)](#) , [Darmetko \(2009\)](#); [Miller \(2000\)](#); [Seitibraimov \(2012\)](#))

Studi tentang kinerja jangka panjang saham pasca IPO yang menurun selama ini banyak dilihat dari informasi perusahaan yakni tentang karakteristik perusahaan. Kemudian, berkembang banyak studi memasuki sudut pandang perilaku keuangan. Pendekatan ini mencoba melihat perilaku tidak rasional terkait dengan keputusan dan tindakan seseorang dalam melakukan transaksi keuangan. Tindakan seseorang dalam melakukan transaksi keuangan dilihat dari sudut pandang investor yakni optimisme investor di pasar sekunder.

Terkait dengan optimisme investor dan kinerja jangka panjang saham pasca IPO, penjelasan berdasarkan hipotesis optimisme investor menunjukkan bahwa investor optimis yang bertindak sebagai pembeli saham IPO. Investor optimis akan memberikan penilaian yang lebih tinggi ketika banyak terjadi ketidak pastian dari pada investor pesimis. Hasil studi [Suroso and Utama \(2006\)](#) menjelaskan teori tentang investor optimisme investor pada awal perdagangan di pasar sekunder berdampak negatif terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO. Dengan adanya *excess demand* investor yang tidak berhasil membeli saham IPO dipasar perdana, membeli saham IPO pada awal perdagangan di pasar sekunder dengan harga yang tinggi. *Longrun under performance* merupakan akibat dari aktivitas menjual saham dengan perolehan *initial return* yang tinggi di hari pertama di pasar sekunder ([Chahine \(2002\)](#)).

---

Terkait dengan menurunnya kinerja jangka panjang saham pasca IPO, dalam penelitian ini digunakan sebagai variabel kontrol adalah ukuran perusahaan, umur perusahaan, *offering size*, reputasi penjamin emisi, profitabilitas perusahaan (Darmetko (2009); Gandolfi et al. (2018); Jog et al. (2019); Miller (2000); Seitibraimov (2012); Sohail, Bilal, Rukh, and Fatima (2018)

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan serta masih belum adanya penelitian yang mengaitkan masalah optimisme investor untuk mengetahui pengaruhnya terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO, menjadi dasar dilakukannya penelitian ini. Hasil penelitian ini dapat menambah temuan tentang fenomena *long-run underperformance* saham IPO di negara yang sedang berkembang.

## Hubungan Antar Variabel

Penetapan harga penawaran yang rendah merupakan hasil dari optimisme investor pada hari pertama di pasar sekunder, yang menghubungkan perilaku investor saham IPO dengan kinerja jangka panjang saham pasca IPO dengan variabel kontrol karakteristik perusahaan yaitu ukuran perusahaan, umur perusahaan, *offering size*, reputasi penjamin emisi dan profitabilitas perusahaan. Kinerja jangka panjang saham pasca IPO dengan menggunakan dua pengukuran yaitu *Buy and Hold Abnormal Return* dan *Cumulative Abnormal Return*. Pengukuran kinerja jangka panjang dalam penelitian ini menggunakan jangka waktu pengukuran beberapa periode yaitu 12 bulan, 24 bulan. Berdasarkan tinjauan teoritis dan empiris serta permasalahan yang telah dikemukakan, pengembangan hipotesisnya adalah:

Optimisme Investor adalah keyakinan investor tentang arus kas masa depan, Baker and Wurgler (2006), dalam menyikapi IPO investor dapat di golongkan menjadi investor pesimis dan investor optimis. Investor optimis yang biasanya melakukan pembelian saham IPO. Ketika banyak terjadi ketidak pastian tentang penilaian perusahaan IPO maka investor optimis akan melakukan penilaian lebih tinggi. Menurut Chahine (2002), kinerja jangka panjang yang menurun adalah hasil dari menjual saham dengan *initial return* yang tinggi dengan demikian tingginya harga saham pada awal perdagangan di pasar sekunder akan menghasilkan kinerja jangka panjang saham yang menurun (Chahine (2002)). Proxy dari optimisme investor adalah initial return yakni selisih harga penawaran di pasar perdana dengan harga penutupan di hari pertama di pasar sekunder. Semakin tinggi initial return maka semakin rendah kinerja jangka panjang saham pasca IPO, (How (2000); Ritter (1991); Suroso et al. (2006)). Berdasarkan hal tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: Optimisme Investor berpengaruh negatif terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO.

## Metode

### Rancangan Penelitian

Penelitian ini menggunakan rancangan penelitian kuantitatif, suatu penelitian yang berusaha untuk menjelaskan pengaruh variabel-variabel yang diteliti melalui pengujian hipotesis. Penelitian ini menguji dan menganalisis pengaruh optimisme investor terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO.

### Sampel dan Tehnik Pengambilan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan *initial public Offering* (IPO) dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel penelitian ditentukan dengan *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan adalah :

1. Perusahaan yang melakukan IPO dari tanggal 1 Januari 2004 - 31 Desember 2015, semua berjumlah 194 perusahaan. n.
2. Perusahaan IPO yang tidak melakukan *stock split*, tidak delisting dari BEI dalam jangka waktu 2 tahun, hal ini disebabkan karena jangka waktu pengukuran kinerja jangka panjangnya paling lama 2 tahun.
3. Memiliki informasi dan ketersediaan data yang digunakan dalam penelitian.

## Jenis dan Sumber Data

Jenis data penelitian ini adalah data sekunder, yang berupa data pasar modal 2004-2017, data perusahaan IPO tahun 2004-2015. Data tersebut antara lain: nama perusahaan, prospektus perusahaan, harga penawaran saham, harga penutupan saham hari pertama di pasar sekunder, harga saham bulanan sampai dengan 12 bulan, 24 bulan, indeks harga saham gabungan bulanan sampai dengan 12 bulan, 24 bulan. Data dalam penelitian ini diperoleh dari Galeri Bursa Efek Indonesia di Universitas Muhammadiyah Gresik, PT Indonesian Capital Market Electronic Library (ICAMEL), Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Bank Indonesia serta bahan publikasi lain yang mendukung.

## Variabel Penelitian

Variabel Penelitian terdiri atas variabel independen, variabel dependen dan variabel kontrol. Variabel independen dalam penelitian ini adalah optimisme investor. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja jangka panjang saham pasca IPO sedangkan variabel kontrolnya adalah ukuran perusahaan, umur perusahaan, *offering size*, reputasi penjamin emisi dan profitabilitas.

## Pengukuran Variabel

### Variabel Independen

Optimisme Investor adalah keyakinan investor tentang arus kas masa depan (Puri, 2006), yang diukur dengan:

Return pada hari pertama di pasar sekunder diukur dengan selisih antara harga saham penutupan pada hari pertama di pasar sekunder dengan harga penawaran perdana dibagi dengan harga penawaran perdana, [Baker et al. \(2006\)](#)

$$OPT_i = \frac{p_{i1} - p_{i0}}{p_{i0}} \times 100\%$$

$OPT_i$  = Optimisme Investor

$P_{i0}$  = harga penawaran saham i

$P_{i1}$  = harga penutupan pada hari pertama dipasar sekunder saham i

### Variabel Dependen

Kinerja Jangka Panjang Saham Pasca IPO (Y)

Kinerja jangka panjang saham pasca IPO adalah hasil yang diperoleh investor yang merefleksikan kinerja pasar perusahaan. Tolok ukur kinerja jangka panjang saham pasca IPO digunakan dua pengukuran yaitu:

1. *Cumulative Abnormal Return*(CAR)

Ritter (1991) Ritter (1991) menggunakan *cumulative abnormal return* untuk mengukur kinerja jangka panjang saham dengan rata-rata return saham yang dikoreksi dengan return pasar. Rumus bisa dilihat pada [Figure 1](#)

**Figure 1.** Rumus CAR

$CAR_i$  = return kumulatif saham i yang dikoreksi dengan return pasar pada bulan 1 sampai ke t. Ritter (1991) menyebutkan sebagai *cumulative adjusted after market performance*.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

$AR_{it}$  = abnormal return dengan *market adjusted return* saham i bulan t

$R_{it}$  = return saham i pada bulan t

$E(R_{it})$  = eskpektasi return saham i pada bulan t dengan menggunakan return pasar dalam hal ini menggunakan IHSG.

## 2. Buy and Hold Abnormal Return (BHAR).

*Buy and hold abnormal return* adalah keuntungan karena membeli dan menahan saham untuk jangka waktu tertentu, Loughran and Ritter (1997) Chahine (2002); Loughran et al. (1997) . Penggunaan *buy and hold abnormal return* dengan alasan, enelitian ini menganggap keuntungan investasi pada saham IPO dari waktu ke waktu dalam jangka waktu pendek bukanlah kegiatan investasi melainkan kegiatan spekulasi yang diluar dari bahasan penelitian ini. Penelitian ini menetapkan keuntungan karena membeli saham IPO pada awal perdagangan dan menjual kembali dalam jangka waktu 12 bulan, 24 bulan. *Buy and hold return abnormal return*, variabel ini diformulasikan sesuai dengan rumus pada [Figure 2](#)

**Figure 2.** Rumus BHAR

$BHAR_{i,t}$  = *Buy and hold abnormal return* sekuritas i periode t, saham dibeli pada harga penutupan di hari pertama listing dan ditahan sampai 12 bulan, 24 bulan

$R_{i,t}$  = *Return* sekuritas i pada periode t

T = Periode (12, 24)

$E(R_{i,t})$  = *Expected return* sekuritas i periode T dengan menggunakan *market adjusted model* dalam hal ini menggunakan IHSG.

## Variabel Kontrol

### Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah besar kecilnya perusahaan yang diukur dengan jumlah total penjualan dalam setahun, yang diambil dari laporan laba rugi perusahaan IPO untuk periode yang berakhir 31 Desember tahun sebelum IPO dilaksanakan, dengan demikian ukuran perusahaan dihitung sebagai berikut:

---

$UK_i = \ln(\text{Penjualan perusahaan IPO}_i)$

**Umur Perusahaan**

Umur Perusahaan adalah umur yang dihitung mulai perusahaan berdiri berdasarkan akte pendirian sampai dengan saat perusahaan tersebut melakukan penawaran umum perdana. Umur perusahaan diukur dengan jumlah tahun.

$AGE_i = \text{Tahun perusahaan berdiri} - \text{Tahun perusahaan IPO}_i$

**Offering Size**

*Offering size* adalah jumlah penawaran saham pada saat IPO. *Offering size* diukur dengan harga penawaran saham pada saat IPO dikalikan dengan jumlah lembar saham yang diterbitkan dibandingkan dengan kapitalisasi pasar.

$\text{Offering Size}_i = HP_i \times JLS_i / TKP$

$\text{Offering Size}_i = \text{Jumlah Penawaran Saham } i \text{ pada saat IPO}$

$HP_i = \text{Harga Penawaran Saham } i$

$JLS_i = \text{Jumlah Lembar saham } i \text{ yang diterbitkan}$

$TKP = \text{Total Kapitalisasi Pasar}$

**Reputasi Penjamin Emisi**

Pemeringkatan reputasi penjamin emisi didasarkan pada frekwensi dipakainya penjamin emisi pada saat perusahaan melakukan IPO dalam satu tahun. Penjamin emisi yang mempunyai reputasi tinggi adalah penjamin emisi yang berada diatas rata-rata frekwensi dipakainya penjamin emisi dalam setahun sedangkan yang frekwensinya berada dibawah rata-rata frekwensi dikategorikan sebagai penjamin emisi yang tidak memiliki reputasi tinggi. Rata-rata dihitung dengan:

$\text{Rata-Rata Frekuensi} = \frac{\sum \text{Frekuensi}}{\sum \text{Penjamin Emisi}}$

$\sum \text{frekwensi} = \text{Jumlah frekwensi penjamin emisi melakukan penjaminan dalam setahun}$

$\sum \text{penjamin emisi} = \text{Jumlah penjamin emisi yang melakukan penjaminan dalam setahun}$

**Profitabilitas**

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan menghasilkan laba di masa yang akan datang atau kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang bisa diperoleh pemegang saham. Pengukuran profitabilitas perusahaan digunakan *return on equitas* (ROE), yang persamaannya adalah:

$ROE_{i,t-1} = \frac{EAT_{i,t-1}}{TE_{i,t-1}}$

**Model Analisis**

Untuk menguji hipotesis yang telah dikembangkan dalam penelitian ini digunakan model regresi linier berganda dua tahap. Model yang digunakan untuk menjawab hipotesis tersebut adalah digunakan model 1 dan 2 sebagai berikut :

(1)  $CAR_i = \alpha_1 + \beta_1 OPT_i + \beta_2 UK_i + \beta_3 AGE_i + \beta_4 OFFSIZE_i + \beta_5 REP_i + \beta_6 ROE_i + \varepsilon_1$

$$(2) BHAR_i = \alpha_1 + \beta_1 OPT_i + \beta_2 UK_i + \beta_3 AGE_i + \beta_4 OFFSIZE_i + \beta_5 REP_i + \beta_6 ROE_i + \varepsilon_1$$

dengan:

$CAR_i$  = Cumulative Abnormal Return saham i

$BHAR_i$  = Buy and Hold Abnormal Returns saham i

$OPT_i$  = Optimisme Investor i

$UK_i$  = Ukuran perusahaan saham i

$AGE_i$  = Umur perusahaan saham i

$OFFSIZE_i$  = Offering size saham i

$REP_i$  = Reputasi *underwriter* saham i

$ROE_i$  = Profitabilitas saham i

## Hasil dan Pembahasan

Penelitian ini menggunakan data 14 tahun yaitu mulai tahun 2004 sampai tahun 2017 dan perusahaan IPO 2004-2015. Dari dua belas tahun tersebut akhirnya diperoleh 194 perusahaan IPO yang memenuhi syarat untuk diolah dengan menggunakan SPSS, [Table 1](#) memperlihatkan statistik diskriptif penelitian.

|               |     | Minimum | Maksimum | Average  | Dev Std  |
|---------------|-----|---------|----------|----------|----------|
| OPT (%)       | 194 | -86,37  | 267,19   | 23,5427  | 39,82511 |
| UK (Ln )      | 194 | 18,40   | 34,50    | 26,7067  | 2,47816  |
| AGE (th)      | 194 | 2,00    | 90,00    | 18,8093  | 14,34438 |
| OFFSIZE (%)   | 194 | 0,00    | 0,68     | 0,0284   | 0,06097  |
| REP (dummy)   | 194 | 0,00    | 1,00     | 0,6804   | 0,46752  |
| ROE (%)       | 194 | -1,97   | 57,66    | 2,6048   | 7,52669  |
| CAR12(desai)  | 194 | -1,74   | 3,97     | 0,1050   | 0,80413  |
| CAR24(desai)  | 194 | -7,03   | 5,21     | -0,06670 | 1,11899  |
| BHAR12(desai) | 194 | -3,33   | 22,72    | 0,2443   | 2,23622  |
| BHAR24(desai) | 194 | -3,41   | 90,95    | 0,3716   | 6,64881  |

**Table 1.** Statistik Diskriptif

Keterangan : OPT = Optimisme Investor, UK = Ukuran Perusahaan, AGE = Umur Perusahaan, OFFSIZE = Ukuran Penawaran, REP = Reputasi Penjamin Emisi, ROE = Return On Equity, CAR = Cumulatif Abnormal Return, BHAR = Buy and Hold Return

Nilai optimisme investor maksimum terjadi pada PT Link Net Tbk (LINK) yaitu sebesar 267,19%. Terdapat 29 perusahaan sampel yang mempunyai Optimisme investor negatif, dan yang nilai optimisme investor negatif terkecil adalah PT Impack Pratama Tbk (IMPC), dengan optimisme investor sebesar -86,37%. Nilai optimisme investor yang negatif mengindikasikan bahwa pada saat IPO PT Impack Pratama Tbk terjadi *overpricing* atau harga penawaran saat IPO lebih tinggi dari harga penutupan hari pertama di pasar sekunder. Nilai rata-rata ukuran perusahaan IPO sebesar 26,70 dan nilai minimal ukuran perusahaan IPO pada PT Benakat Petroleum Energy Tbk (BIPI) sebesar 18,4 dengan penjualan Rp 98.000.000,00 dan nilai maksimal ukuran perusahaan pada PT

Krakatau Stell Tbk (KRAS) dengan nilai 34,50 dengan ukuran perusahaan sebesar Rp 2.570.000.000.000,00. Perusahaan yang melakukan IPO yang berumur paling muda adalah PT Inovisi Infracom Tbk (INVS) dengan umur 2 tahun dan yang berumur paling tua adalah PT Jaya Agra Watie Tbk (JAWA) dengan umur perusahaan pada saat IPO sebesar 90 tahun nilai minimum *offering size* perusahaan IPO sebesar 0,0009% sedang nilai maksimum *offering size* perusahaan IPO sebesar 0,6801%. Nilai *offering size* minimum pada PT Alkindo Naratama Tbk (ALDO) dengan harga penawaran Rp 225,00 per lembar dengan jumlah lembar saham sebanyak 150.000.000 lembar. Perusahaan IPO dengan *offering size* maksimum pada PT Adaro Energy Tbk (ADRO) dengan harga penawaran Rp 1.100,00 dengan jumlah lembar saham yang ditawarkan 31.986.000.000 lembar.

Secara rata-rata Reputasi Penjamin Emisi di pasar modal Indonesia adalah 0,7261. Terdapat 39 perusahaan IPO yang nilai reputasi penjamin emisinya sebesar 0,000 yang berarti 24,840% perusahaan IPO menggunakan penjamin emisi yang berkwalitas rendah. Perusahaan dengan nilai ROE terendah adalah PT Mobile-8 Telecom Tbk (FREN) dengan ROE sebesar -38,720% dan perusahaan dengan ROE tertinggi adalah PT Multistrada Arah Sarana Tbk (MASA) dengan ROE sebesar 253,770%.

Perbedaan pengukuran ini dilakukan karena diberbagai studi mengungkapkan bahwa kinerja jangka panjang saham pasca IPO tergantung pada metode pengukuran yang dipakai, menurut Wang (2010). Pengukuran yang pertama dengan CAR, perusahaan dengan CAR12 terendah adalah PT Bumi Tehnokultura Unggul Tbk (BTEK) dengan CAR12 sebesar -1,74 (-174,00%) dan perusahaan dengan CAR12 tertinggi adalah PT Inovisi Infracom Tbk (INVS) dengan CAR12 3,9686 (396,86%).

*Cumulative abnormal return* dengan jangka waktu 24 bulan (CAR24) yang paling rendah pada PT Semen Baturaja Persero Tbk (SMBR) dengan nilai -7,0325 (-703,25%) dan yang paling besar CAR24 pada PT Inovasi Infracom Tbk (INVS) dengan CAR24 sebesar 5,2081 (520,81%).

Nilai BHAR12 terendah adalah PT Bank Tabungan Pensiunan Nasional Tbk (BTPN) dengan BHAR sebesar -1,7002 (-170,02%), BTPN ini go public pada tahun 2008 yang pada saat itu kondisi perekonomian lagi krisis sehingga harga saham menurun. Perusahaan dengan BHAR12 dengan nilai BHAR tertinggi adalah PT Inovasi Infracom Tbk (INVS) dengan nilai 22,7207 (227,207%). Nilai rata-rata *buy and hold abnormal return* jangka waktu 24 bulan (BHAR24) sebesar 0,4735 (47,35%). *Buy and hold abnormal return* jangka waktu 24 bulan dengan nilai terendah adalah PT Sekawan Inti Pratama Tbk (SIAP) dengan nilai -2,0206 (-202,06%) dan perusahaan yang mempunyai nilai maksimum adalah PT Inovasi Infracom Tbk (INVS) dengan nilai sebesar 90,9521 (909,521%). Terdapat perbedaan hasil perhitungan kinerja jangka panjang saham dengan menggunakan CAR dan BHAR, tetapi perbedaannya tidak signifikan.

### **Optimisme Investor dengan Cumulative Abnormal Return**

Pengujian terhadap hipotesis yang mengatakan variabel OPT dengan variabel kontrol, UK, AGE, OFFSIZE, REP dan ROE berpengaruh terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO dengan pengukuran CAR12, CAR24. Dari tabel 2, ditemukan optimisme investor tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap CAR12 pada model 1, pada model 2 variabel independen yang berpengaruh signifikan dengan CAR12 dan CAR24 adalah ukuran perusahaan. Pada CAR12, ukuran perusahaan signifikan pada 10% dan CAR24 signifikan pada tingkat 5%.

| Model       | Koefisien Beta |              |
|-------------|----------------|--------------|
|             | CAR12          | CAR24        |
| ConstantOPT | 0,129-0,001    | -0,033-0,001 |
| R2          | 0,003          | 0,003        |
| Adj R2      | -0,003         | -0,003       |

|                                |                                       |   |
|--------------------------------|---------------------------------------|---|
| Constant OPTUKAGEOFFSIZEREPROE | -0,934-0,0010,035*0,002-1,0050,0270,0 | -1,737-0,001-0,066**-0,003-0,8640,067-0,008 |
| R2                             | 0,031                                 | 0,031                                       |
| Adj R2                         | -0,001                                | 0,000                                       |

**Table 2. Hasil Regresi dengan Variabel Dependen Cumulative Abnormal Return**

- a. Dependen Variable: CAR12, CAR24.
- b. Predictors: (Constant), OPT, UK, AGE, OFFSIZE, REP, ROA
- c. \*\* sign pada level 0,05, \*sign pada level 0,10

Hasil studi pada [Table 2](#) tuntut variabel optimisme investor secara partial pada pengujian pertama antara variabel utama dengan variabel CAR12 diperoleh hasil pengaruh negatif. Hal ini sesuai dengan teori yang menjelaskan tentang optimisme investor di awal perdagangan di pasar sekunder yang berdampak negatif terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO, hasil penelitian [Suroso et al. \(2006\)](#) . Temuan tentang optimisme investor berdampak negatif pada kinerja jangka panjang saham pasca IPO hanya menemukan dampak yang signifikan untuk periode beli simpan 6 bulan. Investor optimis akan memberikan penilaian yang lebih tinggi ketika banyak terjadi ketidak pastian dari pada investor pesimis. Dengan adanya *excess demand* investor yang tidak berhasil membeli saham IPO dipasar perdana, membeli saham IPO pada awal perdagangan di pasar sekunder dengan harga yang tinggi. *Longrun under performance* merupakan akibat dari aktivitas menjual saham dengan perolehan *initial return* yang tinggi di hari pertama di pasar sekunder ([Chahine \(2002\)](#) ). Investor pada saat melakukan pengambilan keputusan pembelian saham IPO yang diperhatikan ternyata adalah ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan mendominasi pengaruhnya terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO baik untuk CAR12 maupun CAR24 sedang variabel kontrol lainnya ukuran penawaran, reputasi penjamin emisi, *return on equity* tidak berpengaruh.

Investor pada periode 24 bulan ini dalam melakukan pengambilan keputusan pembelian saham IPO memperhatikan ukuran perusahaan terutama investor yang menahan saham IPO dalam jangka panjang. Ukuran perusahaan yang semakin besar akan menyebabkan kinerja jangka panjang saham pasca IPO akan semakin baik. Optimisme investor untuk kedua periode pada pengujian kedua tidak berpengaruh terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO. Optimisme investor mempunyai pengaruh tidak signifikan terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO, hal ini disebabkan karena investor dalam melakukan pembelian saham IPO tidak hanya mengandalkan rasa optimisme saja tetapi juga masih menggunakan pertimbangan rasional. Pertimbangan rasional itu adalah melihat karakteristik perusahaan yaitu ukuran perusahaan. Dalam penelitian [Sholichah \(2017\)](#) , bahwa karakteristik perusahaan dalam hal ini *initial return* mempunyai pengaruh negatif signifikan dengan kinerja jangka panjang saham pasca IPO dengan pengukuran CAR36. Perbedaan ini disebabkan karena jangka waktu pengukuran yang berbeda dan data yang digunakan lebih panjang, sehingga karakteristik investor berubah. Ditengah periode penelitian mengalami kondisi *bullish* dan *bearish*, sehingga ada baiknya dilakukan analisis lanjutan dengan mengeluarkan data ekterm yaitu tahun 2008-2009.

### **Optimisme Investor dengan Buy and Hold Abnormal Return**

Pengujian terhadap hipotesis yang mengatakan variabel OPT dengan variabel kontrol UK, AGE, OFFSIZE, REP dan ROE berpengaruh terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO dengan pengukuran BHAR12 dan BHAR24. Pada tabel 3 ditemukan OPT tidak berpengaruh signifikan diperiode 12 bulan dan 24 bulan. Pengujian OPT, UK, AGE, OFFSIZE, REP dan ROE pada pengujian ke dua ukuran perusahaan pada BHAR12 signifikan pada level 5% sedang pada BHAR24 ditemukan bahwa ukuran perusahaan, ukuran penawaran berpengaruh pada kinerja jangka panjang saham

pasca IPO dengan level of signifikan 5%.

| Model                          | Koefisien Beta                           |  |
|--------------------------------|--|--|
|                                | BHAR12                                   | BHAR24                                     |
| ConstantOPT                    | -0,155-0,015                             | 0,725-0,15                                 |
| R2                             | 0,008                                    | 0,008                                      |
| Adj R2                         | 0,002                                    | 0,003                                      |
| Constant OPTUKAGEOFFSIZEREPROE | -1,3800,0010,049**-0,005-1,0940,1260,002 | -2,2050,0020,081**-0,006-3,578**0,1720,005 |
| R2                             | 0,047                                    | 0,056                                      |
| Adj R2                         | 0,014                                    | 0,025                                      |

**Table 3. Hasil Regresi dengan Variabel Dependen Buy and Hold Abnormal Return**

- Dependen Variable: BHAR12, BHAR24.
- Predictors: (Constant), OPT, UK, AGE, OFFSIZE, REP, ROE
- \*\* sign pada level 0,05, \*sign pada level 0,10

Hasil regresi tahap pertama dan tahap kedua dengan kinerja jangka panjang pasca IPO dengan pengukuran BHAR pada [Table 3](#) optimisme investor disemua periode tidak ada yang berpengaruh. Investor saham IPO tidak hanya melihat murah nya harga saham IPO tetapi juga faktor irrasional yang lain. Faktor irrasional yang lain tersebut antara lain adalah divergensi opini investor pada minggu-minggu pertama di pasar sekunder, sebagaimana penelitian [Sholichah and Minatus \(2018\)](#) , faktor divergensi opini berpengaruh terhadap kinerja jangka panjang pasca IPO. Divergensi opini berpengaruh terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO dengan pengukuran CAR 12bulan, CAR 36 bulan serta BHAR 12 bulan, BHAR 24 bulan. Faktor karakteristik perusahaan yang berpengaruh signifikan adalah *initial return* pada BHAR24, *initial return*, ukuran perusahaan pada BHAR36. Investor pada saat melakukan pembelian saham IPO hendaknya memperhatikan potensi terjadinya *initial return* dan ukuran perusahaan.

## Kesimpulan

Berdasarkan analisis studi, pengujian hipotesis dan pembahasan maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut: Optimisme investor pada pengujian pertama dengan kinerja jangka panjang saham pasca IPO dengan pengukuran *cumulatif abnormal return* berpengaruh negatif tidak signifikan pada periode CAR12, CAR24. engujian kedua optimisme investor dengan variabel kontrol ukuran perusahaan, umur perusahaan, ukuran penawaran, reputasi *underwriter*, *return on equity* untuk kedua periode tidak berpengaruh signifikan. Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kinerja jangka panjang saham pasca IPO tahun ke satu dan dua. Optimisme Investor pada pengujian pertama dan kedua dengan kinerja jangka panjang saham pasca IPO dengan pengukuran *buy and hold abnormal return* semua tidak berpengaruh signifikan. Ukuran perusahaan pada BHAR12, ukuran perusahaan dan ukuran penawaran berpengaruh pada BHAR24.

## Pendanaan

Penelitian ini memperoleh pendanaan dari Fakultas Ekonomi dan Bisnis Program Studi Akuntansi Universitas Muhammadiyah Gresik tahun 2019. Terima kasih pendanaan yang telah diberikan semoga bisa memberikan manfaat bagi dunia pasar modal dan calon investor di pasar perdana atau di hari pertama di pasar sekunder.

---

## Ucapan Terima Kasih

Terima kasih kepada semua pihak yang telah mendukung penelitian ini.

## References

1. Seitibraimov Underpricing and Long Term Performance of Initial Public Offerings From CIS, Thesis. Amet; Kyiv School Of Economics, Rusia; 2012.
2. Gandolfi G., Regalli M., Soana M. G., Arcuri M. C., Underpricing And Long-Term Performance Of Ipos: Evidence From European Intermediary-Oriented Markets. *Journal Economics Management & Financial Markets*. 2018; 3:13-13.
3. Jog Vijay, Otchere Isaac, Sun Chengye, Does the two-stage IPO process reduce underpricing and long run underperformance? Evidence from Chinese firms listed in the U.S.. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 2019; 59:90-105.
4. Darmetko Teresa, Long-run performance of Initial Public Offerings in the Polish capital market. *Aarhus School of Bussiness*. 2009.
5. Miller Edward M, *Long run underperformance of initial public offerings: an explanation, Working paper 16*. 2000.
6. S Suroso, Utama Hubungan Kinerja Jangka Panjang Saham Pasca IPO dengan Optimisme dan Divergensi Opini Investor serta Tindakan Oportunis Emiten. *Usahawan No.03 th*. 2006; 35:27-39.
7. Chahine Salim, Long Run Underperformance after IPOs and Optimistic Analysts, Forecasts,. *www.ssrn.com*. 2002.
8. Sohail M, Bilal H, Rukh L, Fatima S, Determinants of Under Pricing of Initial Public Offerings and its Long Run Performance in Pakistan. *Pakistan Journal of Social Sciences*. 2018; 2:38-38.
9. Baker Malcolm, Wurgler Jeffrey, Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns. *The Journal of Finance*. 2006; 61(4):1645-1680.
10. Ritter Jay R., The Long-Run Performance of initial Public Offerings. *The Journal of Finance*. 1991; 46(1):3-27.
11. How Janice C.Y., Initial and Long-Run Performance of Mining IPOs in Australia. *SSRN Electronic Journal*. 2000; 25(1):95-118.
12. Loughran Tim, Ritter Jay R., The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings. *The Journal of Finance*. 1997; 52(5):1823-1850.
13. Sholichah Divergensi of Opinion and Long Term Performance of Post Stocks Initial Public Offeringa at Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Emerging Research in Management and Technology*. 2017; 6(7):7-19.
14. Sholichah Mu ', Minatus The Company Characteristics, Initial return and Long Term Performance Stock Initial Public Offering Listing in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Advance Research*. 2018; 6(03):988-997.