

FENOMENA UNDERPRICING DAN FAKTOR YANG MEMPENGARUHI AFTERMARKET LIQUIDITY PASCA IPO DI BURSA EFEK INDONESIA

Reza Widhar Pahlevi

rezawp@uii.ac.id

Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia

ABSTRACT

This empirical research is intended to analyze the differences of liquidity after the IPO of financial companies with the level of liquidity of non-financial companies. Second to analyze the effect of underpricing, the stock price, the company's risk level, the volume of shares traded, managerial ownership, and the size of the company post-IPO stock liquidity. The population in this study is the company's initial public offering (going public) and listed in Indonesia Stock Exchange year period from 2000 to 2014, derived from all types of industries and companies that conduct the IPO remain registered and active in the secondary market until 2014 with technical sampling technique used is purposive sampling. The analytical tool used in this research is using independent sample t-test and multiple linear regression. Based on the result of independent test of sample t-test shows that there is difference of post-IPO liquidity between financial company and non-financial company. Second, based on the result of multiple linear regression test shows that: (1) Underpricing has an effect on share liquidity (spread) but does not affect the stock liquidity (turn over) post IPO. (2) Share price has influence to share liquidity (spread) but not affect to stock liquidity (turn over) post IPO. (3) The level of risk does not affect the liquidity of the stock (spread) but has an effect on stock liquidity (turn over) post IPO. (4) The volume of shares traded has an influence on stock liquidity (spread) and post-IPO turnover. (5) The size of the company has an influence on stock liquidity (spread) and stock liquidity (turn over) of post-IPO shares. (5) Managerial ownership does not affect the stock liquidity (spread) but has an effect on stock liquidity (turn over) post-IPO.

Keywords : Underpricing, Spread, Turn Over and Liquidity

ABSTRAK

Penelitian empiris ini dimaksudkan untuk menganalisis perbedaan likuiditas pasca IPO perusahaan keuangan dengan tingkat likuiditas perusahaan non-keuangan. Kedua untuk menganalisis pengaruh *underpricing*, harga saham, tingkat risiko perusahaan, volume saham yang diperdagangkan, kepemilikan managerial, dan ukuran perusahaan terhadap likuiditas saham pasca IPO. Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana (*go public*) dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2000-2014, berasal dari semua jenis industri serta perusahaan yang melakukan IPO tersebut tetap terdaftar dan aktif di pasar sekunder sampai tahun 2014 dengan teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah teknik *purposive sampling*. Alat analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah menggunakan *independent sampel t-test* dan regresi linear berganda. Berdasarkan hasil uji *independent sampel t-test* menunjukkan bahwa terdapat perbedaan likuiditas pasca IPO antara perusahaan keuangan dan perusahaan non keuangan. Kedua, berdasarkan hasil uji regresi linear berganda menunjukkan bahwa : (1) *Underpricing* mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham (*spread*) namun tidak berpengaruh terhadap likuiditas saham (*turn over*) pasca IPO. (2) Harga saham mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham (*spread*) namun tidak

berpengaruh terhadap likuiditas saham (*turn over*) pasca IPO. (3) Tingkat risiko tidak berpengaruh terhadap likuiditas saham (*spread*) namun mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham (*turn over*) pasca IPO. (4) Volume saham yang diperdagangkan mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham (*spread*) dan likuiditas saham (*turnover*) pasca IPO. (5) Kepemilikan Managerial tidak berpengaruh terhadap likuiditas saham (*spread*) namun mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham (*turn over*) pasca IPO. (6) Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham (*spread*) dan likuiditas saham (*turn over*) saham pasca IPO.

Kata kunci : *Underpricing, Spread, Turn Over dan Liquidity*

PENDAHULUAN

Perusahaan-perusahaan yang sedang tumbuh dan berkembang harus dapat mengambil langkah-langkah strategis yang dapat mengamankan posisinya. Hal tersebut menuntut pihak manajemen untuk membuat suatu keputusan yang berkaitan dengan masalah pendanaan (Alteza, 2005). Alternatif sumber pendanaan dapat dilakukan oleh perusahaan dengan melakukan *go public* atau menawarkan sebagian saham perusahaan kepada masyarakat luas melalui pasar modal. Dana tambahan yang diperoleh dari penawaran saham dapat digunakan kegiatan ekspansi pengembangan usaha serta dapat meningkatkan posisi keuangan perusahaan.

Dalam penentuan harga saham, ada tiga kemungkinan yang terjadi, pertama, harga di pasar sekunder lebih rendah dari harga di pasar perdana (*overpricing*). Kedua, harga di pasar sekunder sama besar dengan harga di pasar perdana (*truepricing*). Kemungkinan terakhir, harga di pasar sekunder lebih besar dibanding harga di pasar perdana (*underpricing*). Jika kemungkinan pertama yang terjadi, maka emiten akan diuntungkan karena dana yang masuk ke perusahaan akan besar. Akan tetapi dalam kenyataannya rata-rata harga pada saat IPO lebih rendah dari harga pasarnya (*underpricing*). Tetapi *underpricing* juga bisa terjadi dikarenakan keinginan dari *issuer* sendiri, dikarenakan mereka menginginkan agar sahamnya likuid diperdagangkan setelah IPO (Booth dan Chua, 1996). Semakin *likuid* suatu saham menunjukkan semakin menarik saham perusahaan yang dimaksud bagi investor. Teori likuiditas menyebutkan bahwa *underpricing* akan meningkatkan likuiditas. perdagangan saham setelah IPO. *Underpricing* emisi saham perdana juga dapat dijelaskan

melalui hipotesis *aftermarket liquidity* (Ellul dan Pagano, 2003).

Berbagai informasi relevan yang dapat diperoleh investor baik dari prospektus maupun publikasi lain maka ia akan membuat ekspektasi mengenai likuiditas saham tersebut nantinya setelah diperdagangkan di bursa (*expected liquidity*). Apabila investor ternyata mengekspektasikan saham semakin tidak likuid maka artinya ia akan mensyaratkan kompensasi yang semakin besar pula dalam melakukan pembelian saham berupa semakin tingginya return yang diharapkan. Oleh karena itu maka emiten harus memberikan *underprice* yang semakin tinggi. Selain itu investor juga dihadapkan dengan risiko likuiditas (*liquidity risk*) karena tidak mengetahui secara tepat stabilitas likuiditas saham tersebut setelah diperjualbelikan di bursa dalam jangka waktu tertentu. Saham yang semula diestimasikan likuid memiliki probabilitas berubah menjadi tidak likuid setelah beberapa waktu diperdagangkan di pasar sekunder sehingga terdapat variabilitas likuiditas. Apabila variabilitas ini semakin besar maka artinya semakin tinggi pula risiko likuiditas yang dihadapi investor sehingga ia mensyaratkan premi return yang semakin tinggi (Kumar dan Gupta, 2014).

Penelitian ini mencoba untuk menguji kembali pengaruh *underpricing* terhadap likuiditas saham perusahaan setelah melakukan IPO, dengan juga memasukkan beberapa faktor lain yang secara teori diduga mempengaruhi tingkat likuiditas saham perusahaan. Faktor-faktor lain yang dimaksud adalah harga saham setelah IPO, tingkat risiko perusahaan, volume saham yang diperdagangkan, kepemilikan managerial dan ukuran perusahaan. Peneliti menambah periode penelitian serta membagi perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran

perdana tersebut pada dua kelompok besar yaitu perusahaan keuangan dan perusahaan non-keuangan.

KAJIAN LITERATUR DAN HIPOTESIS

Perbedaan likuiditas pasca IPO perusahaan keuangan dengan perusahaan non-keuangan

Seorang investor, yang membeli saham dari emiten, tentunya mengharapkan return yang sesuai dengan nilai investasinya. Di dalam saham perdana yang dibeli oleh investor terkandung premi likuiditas, dimana return yang didapatkan oleh investor melalui *underpricing* telah mencakup premi bagi likuiditas saham. Hal ini dikarenakan, investor yang melakukan pembelian saham perdana sebenarnya juga harus menanggung keberadaan biaya likuiditas itu sendiri.

Menurut Alli *et al* (1994), perusahaan-perusahaan keuangan merupakan perusahaan yang banyak menghadapi berbagai regulasi yang diterbitkan oleh (berbagai) lembaga yang mengatur sektor keuangan. Dengan adanya monitoring lembaga pengawas tersebut diharapkan akan memperkecil *ex-ante uncertainty* perusahaan keuangan dibandingkan dengan perusahaan non-keuangan.

Perusahaan keuangan yang memiliki ketidakpastian yang lebih kecil dibanding dengan perusahaan non-keuangan, tentunya akan memberikan tingkat *underpricing* yang lebih rendah dibandingkan perusahaan non-keuangan. Ketika nilai *underpricing* perusahaan keuangan lebih rendah dibandingkan dengan nilai *underpricing* perusahaan non-keuangan, dapat diartikan bahwa ekspektasi *return* investor dari tingkat *underpricing* saham perdana perusahaan keuangan lebih rendah dibandingkan dengan non-keuangan, dalam hal ini berarti bahwa saham perusahaan keuangan yang memiliki ekspektasi *return* lebih rendah, memiliki biaya likuiditas yang lebih rendah dibandingkan dengan saham perusahaan non-keuangan yang memiliki ekspektasi *return* investor yang lebih tinggi, sehingga dapat diartikan bahwa saham perusahaan keuangan lebih likuid

dibandingkan dengan saham perusahaan non-keuangan.

Penelitian Febryana (2013), mengklasifikasi perusahaan berdasarkan teori klasifikasi perusahaan mempengaruhi tingkat *underpricing*. Sampel dalam penelitian Febryana (2013) adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran perdana di BEI periode 2000-2012. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa likuiditas saham berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing* perusahaan keuangan dan non-keuangan serta terdapat perbedaan signifikan antara tingkat *underpricing* perusahaan keuangan dan non-keuangan. Hasil penelitian Nilmawati (2009), menyimpulkan bahwa secara keseluruhan tidak ditemukan perbedaan tingkat likuiditas yang signifikan antara perusahaan yang mengalami *underpricing* tinggi dengan perusahaan yang mengalami *underpricing* rendah. Ini berarti tingkat likuiditas saham yang diperdagangkan untuk perusahaan yang mengalami *underpricing* setelah IPO adalah sama.

Hasil penelitian Marshall (2004) menunjukkan bahwa pada saat *underpricing* perusahaan keuangan lebih rendah dibandingkan perusahaan non-keuangan, dapat dikatakan jika investor membeli saham perdana pada perusahaan keuangan yang nilai *underpricing*nya lebih rendah dibandingkan perusahaan non-keuangan, tingkat *return* yang diharapkan oleh investor pada perusahaan keuangan akan lebih rendah daripada tingkat *return* yang diharapkan oleh investor pada saham perusahaan non-keuangan sehingga dari hal tersebut dapat diartikan bahwa, perusahaan keuangan yang memiliki nilai *underpricing* lebih rendah, memiliki tingkat likuiditas yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham perusahaan non-keuangan yang memiliki nilai *underpricing* lebih tinggi.

H₁: Terdapat perbedaan likuiditas pasca IPO antara Perusahaan keuangan dan Perusahaan non keuangan

Pengaruh *underpricing* terhadap likuiditas saham pasca IPO

Underpricing merupakan suatu kondisi dimana secara rata-rata, harga pasar saham perusahaan yang baru *go public*, biasanya dalam hitungan hari atau mingguan, lebih

tinggi dibandingkan dengan harga penawarannya. Penetapan *underpricing* pada harga perdana didasari beberapa tujuan, yaitu untuk membangun citra investor terhadap kualitas perusahaan dan memberikan sinyal yang berisi informasi tentang nilai perusahaan yang sebenarnya.

Untuk mengukur *underpricing* dapat digunakan *initial return* saham suatu perusahaan yang dihitung dengan menselisihkan harga penawaran dan harga penutupan pada saat IPO dibagi dengan harga penawaran pada hari itu. Semakin tinggi *initial return* maka likuiditas akan semakin tinggi pula (Zheng dan Li, 2008). Likuiditas dapat diukur dengan dua proksi yaitu *spread* dan *turnover*. *Spread* yang kecil mengindikasikan likuiditas yang tinggi dan *turnover* yang tinggi mengindikasikan likuiditas yang tinggi pula. Penelitian Ramirez *et al* (2006), bahwa semakin tinggi *underpricing* semakin tinggi likuiditas saham pasca IPO.

H₂: *Underpricing* mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham pasca IPO

Pengaruh harga saham terhadap likuiditas saham pasca IPO

Price mencerminkan biaya perdagangan dari suatu saham. Investor yang akan melakukan pembelian saham pada saat emisi perdana sebenarnya juga harus menanggung biaya likuiditas. Berdasarkan berbagai informasi relevan yang dapat diperoleh investor baik dari prospektus maupun publikasi lain maka ia akan membuat ekspektasi mengenai likuiditas saham tersebut nantinya setelah diperdagangkan di bursa (*expected liquidity*).

Apabila investor ternyata mengekspektasikan saham semakin tidak likuid maka artinya ia akan mensyaratkan kompensasi yang semakin besar pula dalam melakukan pembelian saham berupa semakin tingginya *return* yang diharapkan. *Price* dihitung berdasarkan selisih antara *bid-ask price* harian setelah IPO. Semakin tinggi harga, semakin rendah likuiditas suatu saham (Zheng dan Li, 2008), karena semakin besar biaya yang harus ditanggung.

H₃ : Harga saham mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham pasca IPO

Pengaruh tingkat risiko perusahaan terhadap likuiditas saham pasca IPO

Risiko mencerminkan penyimpangan *return* yang dihasilkan terhadap rata-rata *return* dari suatu saham. Risiko diukur dengan standar deviasi dari *return* berdasarkan *closing price* saham yang diperdagangkan setiap harinya. Semakin kecil risiko saham, semakin menjanjikan *return* yang diperoleh investor, semakin tinggi likuiditasnya. Ellul dan Pagano (2003) dalam penelitiannya menemukan dua hasil penting yang menyimpulkan keberadaan premi likuiditas bagi saham perdana. Ditemukan bahwa semakin tidak likuidnya suatu saham, tingkat *underpricing* dari saham tersebut akan semakin tinggi. Begitu pula yang terjadi pada risiko likuiditas ditemukan bahwa semakin besar standar deviasi *turnover* maka semakin besar pula risiko likuiditasnya.

H₄ : Tingkat risiko mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham pasca IPO

Pengaruh volume saham yang diperdagangkan terhadap likuiditas saham pasca IPO

Volume perdagangan merupakan rata-rata jumlah saham yang diperdagangkan setiap harinya. Lebih banyak jumlah yang diperdagangkan maka akan dapat dikatakan perusahaan yang bersangkutan lebih likuid (Zheng dan Li, 2008). Zheng, *et al* (2005), juga mengungkapkan bahwa *underpricing* mendorong volume perdagangan yang lebih tinggi baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Sejalan dengan penelitian Ramirez, *et al* (2006), bahwa semakin tinggi ukuran usaha, komposisi jumlah saham yang diperdagangkan setiap harinya, dan *underpricing* semakin tinggi likuiditas dan aktivitas perdagangan.

Habib dan Ljungqvist (2001) menunjukkan bahwa semakin besar penjualan saham sekunder oleh orang dalam, maka semakin rendah *underpricing*. Demikian pula, semakin besar faktor peningkatan saham yang beredar, semakin kecil tingkat *underpricing*. Prediksi mereka adalah bahwa *underpricing* menurun sesuai dengan jumlah saham yang dijual oleh orang dalam di IPO. Akibatnya, hubungan antara penjualan orang dalam dan *underpricing* pada prinsipnya ambigu.

H₅: Volume saham yang diperdagangkan mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham pasca IPO

Pengaruh Kepemilikan managerial terhadap likuiditas saham pasca IPO

Perusahaan yang akan melakukan IPO (*Initial Public Offerings*) berarti perusahaan tersebut akan dimiliki oleh masyarakat. Kepemilikan ini ditandai dengan saham yang dibeli oleh masyarakat tersebut. Ada beberapa alasan mengapa masyarakat melakukan pembelian saham, misalnya untuk memperoleh imbal hasil (tujuan jangka pendek), *investment for influence*, *purchase for control*, dan lain-lain.

Ada beberapa emiten yang menawarkan saham perdananya dengan sengaja membuat harga sahamnya *underpriced*, hal ini dilakukan untuk menghasilkan *excess demand* dan dengan begitu sahamnya akan tersebar pada banyak investor. Penyebaran saham milik perusahaan bertujuan untuk menambah likuiditas perusahaan dan perusahaan juga tidak mudah dijatuhkan pesaingnya karena kepemilikan saham tersebar (Ritter, 1998).

Penyebaran kepemilikan meningkat mungkin bukan satu-satunya cara dimana IPO *underpricing* mempengaruhi *aftermarket liquidity* mengembangkan sebuah model yang menghubungkan *underpricing* dengan partisipasi *insider* dalam IPO dan besarnya kerugian mereka terhadap saham yang dipertahankan. Peningkatan jumlah calon investor akan meningkatkan volume perdagangan. Mereka berpendapat bahwa jika orang dalam menjual sejumlah besar saham mereka di IPO, mereka harus lebih peduli tentang tingkat *underpricing*.

H₆: Kepemilikan managerial mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham pasca IPO

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap likuiditas saham pasca IPO

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Besar kecilnya perusahaan dapat ditinjau dari lapangan usaha yang dijalankan. Penentuan besar kecilnya skala perusahaan dapat ditentukan berdasarkan total penjualan dengan total aktiva, rata-rata tingkat penjualan dan

rata-rata total aktiva. Investor mempunyai kecenderungan untuk menginvestasikan modalnya pada perusahaan yang memiliki skala yang lebih tinggi karena tingkat ketidakpastian atas perusahaan dapat dilihat dari suatu ukuran perusahaan.

Ketika investor membaca prospektus, menganalisis ukuran perusahaan melalui tolak ukur menggunakan total aktiva akan memberikan penilaian bahwa total aktiva dapat dipergunakan untuk menambah penghasilan emiten dan mampu untuk memenuhi kewajibannya, maka resiko ketidakpastian di masa datang dapat diperkecil sehingga dapat mengurangi tingkat keraguan investor dalam melakukan investasi. Dengan banyaknya informasi yang bisa didapat maka akan dengan mudah menarik minat investor dibandingkan dengan perusahaan skala kecil. Perusahaan yang berskala besar umumnya lebih dikenal masyarakat daripada perusahaan yang berskala kecil (Lee *et al.*, 1996). Informasi yang memadai akan bisa mengurangi tingkat ketidakpastian investor akan prospek kedepannya, sehingga perusahaan besar lebih menarik bagi investor

H₇ : Ukuran Perusahaan mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham pasca IPO

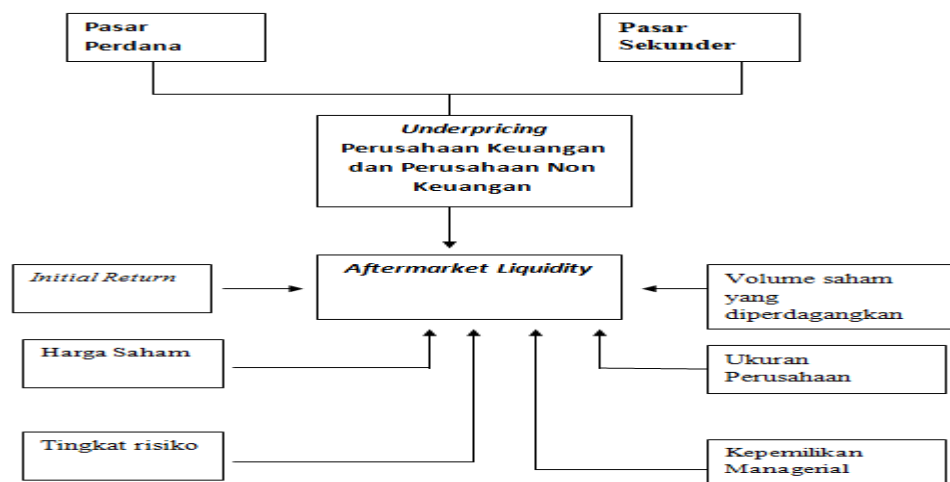
Kerangka Konsep Penelitian

Kerangka penelitian dijelaskan seperti pada gambar 1.

METODA PENELITIAN

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana (*go public*) dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2000-2014, berasal dari semua jenis industri, perusahaan yang melakukan IPO tersebut tetap terdaftar dan aktif di pasar sekunder sampai tahun 2014. Sampel penelitian menggunakan teknik *purposive sampling* yang mempunyai kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan melakukan IPO antara tahun 2000-2014 dan menyajikan laporan keuangan dari periode 2000-2014



Gambar 1. Kerangka Konsep Penelitian

Tabel 1.
Perincian Perhitungan Sampel Tahun 2000-2014 Sektor Keuangan

Tahun	Perusahaan melakukan IPO antara tahun 2000-2014 dan menyajikan laporan keuangan dari periode 2000-2014	Perusahaan memiliki data lengkap mengenai tanggal listing, harga perdana, harga penutupan saham, volume perdagangan selama 20 hari	Perusahaan tersebut mengalami underpricing	Perusahaan yang memenuhi kriteria
2000	6	5	4	4
2001	0	0	0	0
2002	0	0	0	0
2003	1	1	1	1
2004	3	3	2	2
2005	3	3	2	2
2006	3	3	3	3
2007	2	2	0	0
2008	3	3	1	1
2009	0	0	0	0
2010	2	2	2	2
2011	2	2	2	2
2012	2	2	1	1
2013	7	6	6	6
2014	8	6	5	5
Jumlah	42	38	29	29

Tabel 2.
Perincian Perhitungan Sampel Tahun 2000-2014 Sektor Non Keuangan

Tahun	Perusahaan melakukan IPO antara tahun 2000-2014 dan menyajikan laporan keuangan dari periode 2000-2014	Perusahaan memiliki data lengkap mengenai tanggal <i>listing</i> , harga perdana, harga penutupan saham, volume perdagangan selama 20 hari	Perusahaan tersebut mengalami <i>underpricing</i>	Perusahaan yang memenuhi kriteria
2000	13	12	3	3
2001	0	0	0	0
2002	0	0	0	0
2003	1	1	1	1
2004	7	7	1	1
2005	3	3	0	0
2006	9	9	5	5
2007	19	19	2	2
2008	16	16	3	3
2009	2	2	0	0
2010	21	21	6	6
2011	23	23	6	6
2012	21	21	1	1
2013	24	23	0	0
2014	15	9	1	1
Jumlah	174	167	29	29

- Perusahaan memiliki data lengkap mengenai tanggal *listing*, harga perdana, harga penutupan saham, volume perdagangan selama 20 hari perdagangan serta jumlah total aset perusahaan sebelum melakukan penawaran perdana.
- Perusahaan tersebut mengalami *underpricing*.

Untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini digunakan uji *independent sampel t-test*. Metode uji perbedaan rata-rata (*independent sampel t-test*) merupakan salah satu teknik analisis yang digunakan dalam penelitian komparatif. Pengujian perbedaan rata-rata bertujuan mempelajari perbedaan rata-rata variabel yang diklasifikasikan menjadi dua kelompok. Pada penelitian ini variabel yang digunakan yaitu *underpricing* dari dua kelompok yaitu perusahaan keuangan dan perusahaan non-keuangan. Hasil uji dapat ditunjukkan sebagai berikut:

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Tabel 3.
Hasil Uji *Independent sample t – test*

Variabel	Sektor	N	Mean	T	Sig
Likuiditas pasca IPO	Perusahaan keuangan	580	0.42	6.937	0.000
	Perusahaan non keuangan	580	0.29		

Sumber: Data diolah, 2016

Berdasarkan hasil uji, terdapat perbedaan nilai rata – rata (Mean) likuiditas pasca IPO yaitu 0,42 pada Perusahaan keuangan dan 0,29 pada Perusahaan non-keuangan, sehingga terdapat selisih rata – rata sebesar 0,13 Nilai t_{hitung} adalah sebesar 6,937 dengan nilai sig yaitu 0,000 dimana nilai sig < 0,05 ($0,000 < 0,05$). Dari hasil uji tersebut dapat dilihat bahwa nilai sig < 0,05 ($0,000 < 0,05$) maka H_0 ditolak atau H_a diterima jadi dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan likuiditas pasca IPO antara Perusahaan keuangan dan Perusahaan non keuangan.

Sedangkan Analisis regresi linier berganda di gunakan untuk memperoleh gambaran yang menyeluruh mengenai pengaruh antara *underpricing*, harga saham setelah IPO, tingkat risiko perusahaan, volume saham yang diperdagangkan, kepemilikan managerial dan ukuran perusahaan terhadap likuiditas yang secara teoretis diduga juga mempengaruhi likuiditas saham perusahaan yang melakukan IPO. Hasil perhitungan regresi linier berganda dengan program SPSS disajikan pada Tabel 4 dan 5 :

Tabel 4.
Regresi Linear Berganda *Liquidity (Spread)*

Variabel	Perusahaan keuangan & non-keuangan		
	Koef. Reg	t	Sig
(Constant)		.117	
<i>Underpricing</i> (IR)	.027	6.093	.000
<i>Price</i>	.016	5.194	.003
Tingkat risiko (RISK)	.018	1.597	.110
Volume saham (VOL)	.012	1.970	.049
Kepemilikan Managerial (KM)	.023	.721	.471
Ukuran perusahaan (SIZE)	.005	5.536	.000
F		17.633	
Sig		.000	
<i>Adj R Square</i>		.079	

Tabel 5.
Regresi Linear Berganda *Liquidity (Turnover)*

Variabel	Perusahaan keuangan & non-keuangan		
	Koef. Reg	t	Sig
(Constant)		.964	
<i>Underpricing</i> (IR)	-.063	-1.310	.191
<i>Price</i>	1.336	.434	.664
Tingkat risiko (RISK)	.322	2.624	.009
Volume saham (VOL)	5.431	4.638	.000
Kepemilikan Managerial (KM)	.964	2.743	.006
Ukuran perusahaan (SIZE)	.055	5.048	.000
F		111.368	
Sig		.000	
<i>Adj R Square</i>		.364	

Sumber : Data diolah, 2016

Likuiditas setelah IPO perusahaan keuangan berbeda dengan perusahaan non keuangan

Berdasarkan hasil uji t memperoleh p value sebesar 0,000. Oleh karena itu nilai $\text{sig } t$ ($0,000$) $< 0,05$ yang berarti hipotesis diterima. Jadi, dapat disimpulkan bahwa likuiditas setelah IPO perusahaan keuangan berbeda dengan perusahaan non keuangan. Penelitian Febryana (2013), mengklasifikasi perusahaan berdasarkan teori klasifikasi perusahaan mempengaruhi tingkat underpricing.

Menurut Alli *et al* (1994), perusahaan – perusahaan keuangan merupakan perusahaan yang banyak menghadapi berbagai regulasi yang diterbitkan oleh (berbagai) lembaga yang mengatur sektor keuangan. Dengan adanya monitoring lembaga pengawas tersebut diharapkan akan memperkecil *ex-ante uncertainty* perusahaan keuangan disbandingkan dengan perusahaan non-keuangan.

Perusahaan keuangan yang memiliki ketidakpastian yang lebih kecil dibanding dengan perusahaan non-keuangan, tentunya akan memberikan tingkat *underpricing* yang lebih rendah dibandingkan perusahaan non-keuangan. Ketika nilai *underpricing* perusahaan keuangan lebih rendah dibandingkan dengan nilai *underpricing* perusahaan non-keuangan, dapat diartikan bahwa ekspektasi *return* investor dari tingkat *underpricing* saham perdana perusahaan keuangan lebih rendah dibandingkan dengan non-keuangan, dalam hal ini berarti bahwa saham perusahaan keuangan yang memiliki ekspektasi *return* lebih rendah, memiliki biaya likuiditas yang lebih rendah dibandingkan dengan saham perusahaan non-keuangan yang memiliki ekspektasi *return* investor yang lebih tinggi, sehingga dapat diartikan bahwa saham perusahaan keuangan lebih likuid dibandingkan dengan saham perusahaan non keuangan.

Hasil penelitian Marshall (2004) menunjukkan bahwa pada saat *underpricing* perusahaan keuangan lebih rendah dibandingkan perusahaan non-keuangan, dapat dikatakan jika investor membeli saham perdana pada perusahaan keuangan yang nilai *underpricing*nya lebih rendah dibandingkan perusahaan non-keuangan, tingkat *return* yang diharapkan oleh investor pada perusahaan

keuangan akan lebih rendah daripada tingkat *return* yang diharapkan oleh investor pada saham perusahaan non-keuangan sehingga dari hal tersebut dapat diartikan bahwa, perusahaan keuangan yang memiliki nilai *underpricing* lebih rendah, memiliki tingkat likuiditas yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham perusahaan non-keuangan yang memiliki nilai *underpricing* lebih tinggi.

Pengaruh Underpricing terhadap likuiditas pasca IPO

Berdasarkan hasil uji t untuk *Liquidity (spread)* memperoleh p value sebesar 0,000, oleh karena itu nilai $\text{sig } t$ ($0,000$) $< 0,05$ yang berarti hipotesis diterima sedangkan untuk *Liquidity (turnover)* memperoleh p value sebesar 0.191, oleh karena itu nilai $\text{sig } t$ ($0,191$) $> 0,05$ yang berarti hipotesis ditolak. Jadi, dapat disimpulkan bahwa untuk *Liquidity (spread)*, *underpricing* mempunyai pengaruh terhadap likuiditas pasca IPO sedangkan untuk *Liquidity (turnover)* *underpricing* tidak mempunyai pengaruh terhadap likuiditas pasca IPO.

Untuk mengukur *underpricing* dapat digunakan *initial return* saham suatu perusahaan yang dihitung dengan menselisihkan harga penawaran dan harga penutupan pada saat IPO dibagi dengan harga penawaran pada hari itu. Semakin tinggi *initial return* maka likuiditas akan semakin tinggi pula (Zheng dan Li, 2008). Likuiditas dapat diukur dengan dua proksi yaitu *spread* dan *turnover*. *Spread* yang kecil mengindikasikan likuiditas yang tinggi dan *turnover* yang tinggi mengindikasikan likuiditas yang tinggi pula. Penelitian Ramirez *et al* (2006), bahwa semakin tinggi *underpricing* semakin tinggi likuiditas saham pasca IPO. Sesuai dengan hasil penelitian oleh Ramirez *et al* (2006) menunjukkan bahwa perusahaan yang dianalisis mempunyai likuiditas yang tinggi.

Pengaruh Harga saham terhadap likuiditas pasca IPO

Berdasarkan hasil uji t untuk *Liquidity (spread)* memperoleh p value sebesar 0.003, oleh karena itu nilai $\text{sig } t$ ($0,003$) $< 0,05$ yang berarti hipotesis diterima. Jadi, dapat disimpulkan bahwa untuk *Liquidity (spread)*

harga saham mempunyai pengaruh terhadap likuiditas pasca IPO. Serta harga saham mempunyai pengaruh terhadap likuiditas pasca IPO berdasarkan hasil uji t untuk *Liquidity (turnover)* memperoleh *p value* sebesar 0.664, oleh karena itu nilai $\text{sig } t (0,664) > 0,05$ yang berarti hipotesis ditolak. *Price* mencerminkan biaya perdagangan dari suatu saham. Investor yang akan melakukan pembelian saham pada saat emisi perdana sebenarnya juga harus menanggung biaya likuiditas. Berdasarkan berbagai informasi relevan yang dapat diperoleh investor baik dari prospektus maupun publikasi lain maka ia akan membuat ekspektasi mengenai likuiditas saham tersebut nantinya setelah diperdagangkan di bursa (*expected liquidity*). Apabila investor ternyata mengekspektasikan saham semakin tidak likuid maka artinya ia akan mensyaratkan kompensasi yang semakin besar pula dalam melakukan pembelian saham berupa semakin tingginya *return* yang diharapkan.

Semakin tinggi harga, semakin rendah likuiditas suatu saham (Zheng dan Li, 2008), karena semakin besar biaya yang harus ditanggung. Menurut Zainuddin (2014), Dalam pasar modal Saham baru yang ditawarkan dalam IPO belum memiliki harga pasar terbuka, karena saham-saham ini belum diperdagangkan di pasar terbuka. Harga saham perdana ditetapkan berdasarkan kesepakatan antara perusahaan *emiten* dengan *underwriter*. Penentuan harga dalam IPO merupakan bagian yang sulit, sekaligus penting karena tidak ada harga sebelumnya di pasar dan sejarah mengenai operasi perusahaan sangat sedikit atau hampir tidak ada.

Pengaruh Tingkat risiko perusahaan terhadap likuiditas pasca IPO

Berdasarkan hasil uji t untuk *Liquidity (spread)* memperoleh *p value* sebesar 0,110, oleh karena itu nilai $\text{sig } t (0,110) > 0,05$ yang berarti hipotesis ditolak sedangkan untuk *Liquidity (turnover)* memperoleh *p value* sebesar 0.009, oleh karena itu nilai $\text{sig } t (0,009) < 0,05$ yang berarti hipotesis diterima. Jadi, dapat disimpulkan bahwa untuk *Liquidity (spread)* tingkat risiko perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap likuiditas pasca IPO sedangkan untuk *Liquidity (turnover)*

tingkat risiko perusahaan mempunyai pengaruh terhadap likuiditas pasca IPO.

Risiko mencerminkan penyimpangan *return* yang dihasilkan terhadap rata-rata *return* dari suatu saham. Risiko diukur dengan standar deviasi dari *return* berdasarkan *closing price* saham yang diperdagangkan setiap harinya. Semakin kecil risiko saham, semakin menjanjikan *return* yang diperoleh investor, semakin tinggi likuiditasnya. Ellul dan Pagano (2003) dalam penelitiannya menemukan dua hasil penting yang menyimpulkan keberadaan premi likuiditas bagi saham perdana. Ditemukan bahwa semakin tidak likuidnya suatu saham, tingkat *underpricing* dari saham tersebut akan semakin tinggi. Begitu pula yang terjadi pada risiko likuiditas ditemukan bahwa semakin besar standar deviasi *turnover* maka semakin besar pula risiko likuiditasnya.

Pengaruh Volume saham yang diperdagangkan terhadap likuiditas pasca IPO

Berdasarkan hasil uji t untuk *Liquidity (spread)* memperoleh *p value* sebesar 0.049, oleh karena itu nilai $\text{sig } t (0,049) < 0,05$ yang berarti hipotesis diterima. Jadi, dapat disimpulkan bahwa untuk *Liquidity (spread)* volume saham mempunyai pengaruh terhadap likuiditas pasca IPO. Serta volume saham mempunyai pengaruh terhadap likuiditas pasca IPO berdasarkan hasil uji t untuk *Liquidity (turnover)* memperoleh *p value* sebesar 0,000, oleh karena itu nilai $\text{sig } t (0,000) < 0,05$ yang berarti hipotesis diterima. Jadi, dapat disimpulkan bahwa untuk volume saham mempunyai pengaruh terhadap likuiditas (*turnover*) pasca IPO.

Habib dan Ljungqvist (2001) menunjukkan bahwa semakin besar penjualan saham sekunder oleh orang dalam, maka semakin rendah *underpricing*. Demikian pula, semakin besar faktor peningkatan saham yang beredar, semakin kecil tingkat *underpricing*. Prediksi mereka adalah bahwa *underpricing* menurun sesuai dengan jumlah saham yang dijual oleh orang dalam di IPO. Volume perdagangan merupakan rata-rata jumlah saham yang diperdagangkan setiap harinya. Lebih banyak jumlah yang diperdagangkan maka akan dapat dikatakan perusahaan yang bersangkutan lebih likuid (Zheng dan Li,

2008). Zheng *et al* (2005), juga mengungkapkan bahwa *underpricing* mendorong volume perdagangan yang lebih tinggi baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Pengaruh Kepemilikan Managerial terhadap likuiditas pasca IPO

Berdasarkan hasil uji t untuk *Liquidity (spread)* memperoleh *p value* sebesar 0,471, oleh karena itu nilai sig t (0,471) > 0,05 yang berarti hipotesis ditolak sedangkan untuk *Liquidity (turnover)* memperoleh *p value* sebesar 0.006, oleh karena itu nilai sig t (0,009) < 0,006 yang berarti hipotesis diterima. Jadi, dapat disimpulkan bahwa untuk *Liquidity (spread)* kepemilikan Managerial tidak mempunyai pengaruh terhadap likuiditas pasca IPO sedangkan untuk *Liquidity (turnover)* kepemilikan Managerial mempunyai pengaruh terhadap likuiditas pasca IPO.

Menurut Nugroho (2011), Perusahaan yang akan melakukan IPO (*Initial Public Offerings*) berarti perusahaan tersebut akan dimiliki oleh masyarakat. Kepemilikan ini ditandai dengan saham yang dibeli oleh masyarakat tersebut. Semakin besar kepemilikan saham, semakin tinggi pengendalian yang dapat dilakukan. Penelitian yang dilakukan oleh Schultz dan Jansen dan Meckling (1976), menyatakan bahwa masalah agensi akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kondisi di atas merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan atau sering disebut dengan *the separation of the decision making and risk functions of the firms*. Manajemen tidak menanggung resiko atas kesalahan dalam pengambilan keputusan, resiko tersebut sepenuhnya ditanggung pemegang saham. Semakin besar kepemilikan saham, semakin tinggi pengendalian yang dapat dilakukan.

Pengaruh Ukuran perusahaan terhadap likuiditas pasca IPO

Berdasarkan hasil uji t untuk *Liquidity (spread)* memperoleh *p value* sebesar 0,000, oleh karena itu nilai sig t (0,000) < 0,05 yang berarti hipotesis diterima sedangkan untuk *Liquidity (turnover)* memperoleh *p value* sebesar 0.000, oleh karena itu nilai sig t (0,000) < 0,05 yang berarti hipotesis diterima. Jadi, dapat disimpulkan bahwa untuk *Liquidity (spread)* ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap likuiditas pasca IPO sedangkan untuk *Liquidity (turnover)* ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap likuiditas pasca IPO.

Penentuan besar kecilnya skala perusahaan dapat ditentukan berdasarkan rata-rata total aktiva. Ketika investor membaca prospektus, menganalisis ukuran perusahaan melalui tolak ukur menggunakan total aktiva akan memberikan penilaian bahwa total aktiva dapat dipergunakan untuk menambah penghasilan emiten dan mampu untuk memenuhi kewajibannya, maka resiko ketidakpastian di masa datang dapat diperkecil sehingga dapat mengurangi tingkat keraguan investor dalam melakukan investasi. Dengan banyaknya informasi yang bisa didapat maka akan dengan mudah menarik minat investor dibandingkan dengan perusahaan skala kecil. Semakin banyak investor yang tertarik untuk membeli saham, maka harga dipasar sekunder akan terdorong naik karena meningkatnya jumlah permintaan yang berakibat pada tingginya tingkat *underpricing* (Suyatmin dan Sujadi, 2006). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap likuiditas pasca IPO baik untuk Likuiditas *Spread* maupun Likuiditas *Turn over*.

SIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

1. Berdasarkan hasil uji *independent sampel t-test* menunjukkan bahwa terdapat perbedaan likuiditas pasca IPO antara Perusahaan keuangan dan Perusahaan non keuangan
2. Berdasarkan hasil uji regresi linear berganda menunjukkan bahwa *Underpricing* mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham (*spread*) pasca IPO namun

Underpricing tidak berpengaruh terhadap likuiditas saham (*turn over*) pasca IPO.

3. Berdasarkan hasil uji regresi linear berganda menunjukkan bahwa Harga saham mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham (*spread*) pasca IPO namun harga saham tidak berpengaruh terhadap likuiditas saham (*turn over*) pasca IPO.
4. Berdasarkan hasil uji regresi linear berganda menunjukkan bahwa Tingkat risiko tidak berpengaruh terhadap likuiditas saham (*spread*) pasca IPO namun tingkat risiko mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham (*turnover*) pasca IPO.
5. Berdasarkan hasil uji regresi linear berganda menunjukkan bahwa Volume saham yang diperdagangkan mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham (*spread*) pasca IPO serta volume saham yang diperdagangkan mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham (*turnover*) pasca IPO.
6. Berdasarkan hasil uji regresi linear berganda menunjukkan bahwa Kepemilikan Managerial tidak berpengaruh terhadap likuiditas saham (*spread*) pasca IPO namun kepemilikan Managerial mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham (*turnover*) pasca IPO.
7. Berdasarkan hasil uji regresi linear berganda menunjukkan bahwa Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap likuiditas

saham (*spread*) pasca IPO serta ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap likuiditas saham (*turnover*) saham pasca IPO.

Saran Penelitian Selanjutnya

Untuk penelitian selanjutnya periode penelitian ini dapat diperpanjang serta menambah variabel-variabel seperti reputasi *Underwriter*, total saham yang ditawarkan, reputasi Auditor dan karena terdapat perbedaan signifikan antara tingkat *underpricing* perusahaan keuangan dan perusahaan non-keuangan, maka penelitian selanjutnya dapat meneliti apakah benar tingkat *underpricing* perusahaan keuangan lebih rendah dibandingkan dengan tingkat *underpricing* perusahaan non-keuangan. Serta bagi investor, sebaiknya tidak hanya memperhatikan biaya likuiditas saham perdana saja tetapi juga mempertimbangkan sektor dari saham perdana itu sendiri. Bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk memasukkan *firm specific factor* lainnya di dalam analisis, hal ini disebabkan karena temuan penelitian menunjukkan rendahnya koefisien determinasi yang berarti adanya faktor lain (*firm specific factor*) yang mungkin belum masuk dalam penelitian ini.

DAFTAR REFERENSI

- Alli, Kasim, Jot Yau & Kenneth Yung. (1994). The Underpricing of IPOs of Financial Institutions. *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol 21. No 7
- Alteza, Muniya. (2005). Pengaruh Likuiditas Terhadap (Underpricing Saham Perdana). *Jurnal Studi Bisnis*, Vol. 3. No 2
- Booth, J & Chua, L. (1996). Ownership Dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing. *Journal of Financial Economics*. Vol 41. No 2
- Ellul, Andrew & Pagano, Marco. (2003). IPO Underpricing and Aftermarket Liquidity. Working Paper. Centre for Studies in Economics and Finance
- Febryana. (2013). Pengaruh Likuiditas Saham Terhadap Tingkat Underpricing Saham Perdana di Bursa Efek Indonesia. *Finesta*. Vol 1. No 2
- Habib, M.A & Ljungqvist. A.P. (2001). Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence. *Review of Financial Studies*. Vol 14 No 2
- Jensen, G.R, Solberg & Meckling. (1976). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Quantitative Analysis*. Vol 27. No 2
- Kumar P, V. Vijay & Gupta, V. Kumar. (2014). Underpricing, Ownership and Liquidity of Initial Public Offers (IPO) and Their Impact on Performance of IPO Stocks in Equity Markets of India. *International Journal Management Business*. Vol 4. No 3

- Lee, Philip J., Stephen L. Taylor & Rerry S. Walter. (1996). Australian IPO Pricing In The Short and Long Run. *Journal of Banking and Finance*. Vol 15. No. 20
- Marshall, Beverly B. (2004). The Effect Of Firm Financial Characteristics And The Availability Of Alternative Finance On IPO Underpricing. *Journal of Economics and Finance*. Vol 28. No 9
- Nilmawati. (2009). Underpricing Pengaruhnya Terhadap IPO Aftermarket Liquidity. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol 13. No 3
- Nugroho, G.A. (2011). Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Leverage Terhadap Earning Management Pada Perusahaan Yang Melakukan IPO Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi Muda Kreatif*. Vol 1. No 1
- Ramirez, M.A.A, Cabestre, Fco. JR. & Aquilue. R.S. (2006). Does Initial Public Offering Have Influence on Liquidity and Trading Activity. *Finance and Accounting*. Vol 6. No 7
- Ritter, Jay R. (1998). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance*. No 46. No 6
- Suyatmin & Sujadi. (2006). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Underpricing Pada Penawaran Umum Perdana di Bursa Efek Jakarta. *BENEFIT*. Vol 10. No 1
- Zainuddin, A., M. (2014). Analisis Pengaruh Informasi Keuangan Dan Informasi Non Keuangan Terhadap Tingkat Underpricing Saham Pada Perusahaan Yang Melakukan Initial Public Offering Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2013. *Media Riset Akuntansi*. Vol 2. No 2
- Zheng, S. X & Li, M. (2008). Underpricing, Ownership Dispersion, and Aftermarket Liquidity of IPO Stocks. *Journal of Empirical Financial*. Vol 15. Vol 3
- Zheng, S.X., Ogden, P.J., & Frank, C.J. (2005). Pursuing Value Through Liquidity in IPOs: Underpricing, Share Retention, Lockup, and Trading Volume Relationships. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol 25. No 3