

ISSN : 0852-1035

Vol XLVII No 121 Desember-Februari 2010

1.9.2010.7



majalah ilmiah

SULTAN AGUNG

Bismillah membangun generasi khaira ummah

Perbandingan Kinerja Keuangan Perbankan Syariah Dengan Perbankan Konvensional Pasca Fatwa Mui Tahun 2004

Oleh : Siti Aisyah Suciningtias, Endang Setiyowati

Glomerulonefritis Dan Gambaran Histopatologinya

Oleh : Moch. Agus Suprijono

Underpricing And Overpricing Ipo Badan Usaha Milik Negara

Oleh : Ibnu Khajar

Sistatin C Sebagai Petanda Laju Filtrasi Glomerulus

Oleh : Danis Pertiwi

Penyeimbangan Lintasan Produksi Melalui Penentuan Jumlah Stasiun Kerja Yang Optimal (studi Kasus Di Pt. Sai Apparel Industri Semarang)

Oleh : Eli Mas'idah

Metodologi Pembelajaran Fiqih Ibadah

Oleh : Mustopa Halmar

Membangun Kepuasan Pelanggan Pada PT. PLN

Oleh : Wuryanti Koentjoro

Ketebalan Tunika Pada Aorta Mencit (*Mus Musculus*) Swiss Webster Setelah Pemberian Kitin

Oleh : Suparmi, Enny Yusuf WY dan Sunarno

Model Peningkatan Kinerja Sdm Melalui Peran Kepemimpinan Dan Budaya Organisasi Serta Motivasi Kerja

Oleh : Abdul Hakim

PENGELOLA MAJALAH ILMIAH SULTAN AGUNG

ISSN : 0852 1035

UNIVERSITAS ISLAM SULTAN AGUNG

- PENASEHAT : Prof.Dr.H.Laode Masihu Kamaluuddin, M.Sc, M.Eng (Rektor)
PENANGGUNG JAWAB : Drs. Widiyanto, M.Si, PhD (W. R. I)
KETUA DEWAN REDAKSI : H. Gunarto, SH, SE, Akt, M.Hum (W. R. II)
SEK. DEWAN REDAKSI : Agus Wahyu Hidayat, SH
ANGGOTA REDAKSI : - Drs. H. Ali Bowo Tjahjono, MPd
- dr. H. Muktasim Billah, SpS
- DR. dr. H. Taufiq R. Nasihun, M.Kes. Sp.And
- Ir. H. Kartono Wibowo, MM
- DR. Mustaghfirin, SH, M.Hum
- Dra. Hj. Indri Kartika. Akt. M.Si
- DR. Ghofar Siddiq, M.Ag.
- Ir. H. Sukarno Budi Utomo. MT
- Dra. Hj. Retno Anggraeni, M.Si
- Iwan Ardian, SKM
- Prof. Dr. Retmono, MA, M.Kes
- dr. H. Masyhudi AM, M.Kes
- Dra. Hj. Evie Sofie Moeis Ibrahim
- TATA USAHA : - Umi Hidayah Rahmawati, SH
- Nurkholis, SE
- DISTRIBUSI : Bedjo Wahyudi

ALAMAT REDAKSI

UNIVERSITAS ISLAM SULTAN AGUNG (UNISSULA)
JL. RAYA KALIGAWA KM 4. PO. BOX. 1054 SEMARANG 50112
TELP. (024) 6583584 ext. 209 FAX. (024) 6582455

Majalah Sultan Agung adalah majalah ilmiah yang diterbitkan oleh Unissula tiap tiga bulan sekali dengan maksud sebagai media informasi dan pengkajian masalah - masalah di berbagai ilmu. Naskah yang ditampilkan merupakan naskah baru, bukan kutipan atau pernah diterbitkan dalam majalah lain. Redaksi mengundang para ilmuwan untuk bertukar pikiran secara bebas dan bertanggung jawab, serta menerima berbagai kritik dan saran yang konstruktif bagi pengembangan ilmu pengetahuan.

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum wr. wb.

Tahun 2004 menjadi tonggak penting bagi perkembangan bank maupun lembaga keuangan syariah yang lain dengan dikeluarkannya fatwa MUI No. 1 tahun 2004 Tanggal 24 Januari 2004 mengenai hukum riba. Keberadaan fatwa tersebut tentu akan memberikan suatu persepsi baru dalam masyarakat tentang kedudukan bank umum syariah dan bank umum konvensional, dimana hal itu akan memberikan pengaruh pada kinerja bank umum syariah. Masyarakat terutama yang beragama Islam diharapkan akan berpindah dari sebelumnya bertransaksi menggunakan lembaga keuangan konvensional ke lembaga syariah. Dan hal tersebut nampak dari perkembangan lembaga keuangan syariah, termasuk bank syariah maupun bank konvensional yang membuka layanan syariah.

Kehadiran bank dengan menggunakan prinsip syariah menjadikan persaingan antar bank. Bagi bank umum syariah, persaingan tidak hanya dengan bank konvensional saja, tetapi juga dengan bank konvensional yang mempunyai unit syariah. Keadaan tersebut tentu menuntut bank umum syariah untuk lebih keras dalam meningkatkan kinerjanya. Di sisi lain, masyarakat yang merasa ragu untuk menggunakan jasa bank konvensional yang selama ini ada, kini terwadahi karena sudah berdiri bank dengan prinsip operasional syariah. Tidak mengherankan apabila jumlahnya senantiasa meningkat dari tahun ke tahun.

Petikan di atas merupakan salah satu bahasan dari judul Perbandingan Kinerja Keuangan Perbankan Syariah dengan Perbankan Konvensional Pasca Fatwa MUI Tahun 2004. Semoga majalah ilmiah ini dapat memberikan kontribusi positif bagi para pembaca.

Wassalamu'alaikum wr. wb.

Redaksi

DAFTAR ISI

1.	PERBANDINGAN KINERJA KEUANGAN PERBANKAN SYARIAH DENGAN PERBANKAN KONVENSIONAL PASCA FATWA MUI TAHUN 2004 <i>Oleh : Siti Aisyah Suciningtias, Endang Setiyowati</i>	1
2.	GLOMERULONEFRITIS DAN GAMBARAN HISTOPATOLOGINYA <i>Oleh : Moch. Agus Suprijono</i>	23
3.	UNDERPRICING AND OVERPRICING IPO BADAN USAHA MILIK NEGARA <i>Oleh : Ibnu Khajar</i>	39
4.	SISTATIN C SEBAGAI PETANDA LAJU FILTRASI GLOMERULUS <i>Oleh : Danis Pertiwi</i>	63
5.	PENYEIMBANGAN LINTASAN PRODUKSI MELALUI PENENTUAN JUMLAH STASIUN KERJA YANG OPTIMAL (Studi kasus di PT. Sai Apparel Industri Semarang) <i>Oleh : Eli Mas'idah</i>	79
6.	METODOLOGI PEMBELAJARAN FIQH IBADAH <i>Oleh : Mustopa Halmar</i>	101
7.	MEMBANGUN KEPUASAN PELANGGAN PADA PT. PLN <i>Oleh : Wuryanti Koentjoro</i>	123
8.	KETEBALAN TUNIKA PADA AORTA MENCIT (<i>Mus musculus</i>) SWISS WEBSTER SETELAH PEMBERIAN KITIN <i>Oleh : Suparmi, Enny Yusuf WY dan Sunarno</i>	145
9.	MODEL PENINGKATAN KINERJA SDM MELALUI PERAN KEPEMIMPINAN DAN BUDAYA ORGANISASI SERTA MOTIVASI KERJA <i>Oleh : Abdul Hakim</i>	159

UNDERPRICING AND OVERPRICING IPO BADAN USAHA MILIK NEGARA

Oleh:
Ibnu Khajar
Dosen Fak. Ekonomi Unissula Semarang

ABSTRAK

This paper explores whether price of IPO BUMN stock was over or underpricing. The result underpricing for issuer (Government) was fund accepted from IPO fewer than should be but for underwriter even good because there aren't risk to bear of stock IPO not sales. In addition to the investors succeed to buying stock in primary market will get profit whenever they sell their stock in secondary market immediately.

Kusuma (2001) and Febriana (2004) said that underpricing price stock IPO was effected by financial and non financial factors. This paper finds 15 BUMN was go-public 80% underpricing and 20% overpricing. In the long run 60% performs very good (positip return) and 40% not so good (negatip return) with assumption regardless stock splits.

Key Words: overpricing, underpricing, emiten, underwriter.

LATAR BELAKANG MASALAH

Sejalan dengan perkembangan perekonomian, banyak perusahaan dalam rangka mengembangkan usahanya melakukan berbagai cara untuk memenuhi kebutuhan modal, di antaranya dengan cara utang atau dengan menambah jumlah kepemilikan saham dengan penerbitan saham baru. Penambahan jumlah kepemilikan saham dapat dilakukan dengan menjual kepada pemegang saham yang sudah ada atau dengan melakukan penawaran sahamnya ke public. Proses penawaran sebgaiian saham perusahaan kepada masyarakat melalui bursa efek disebut Go Public.

Perusahaan-perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah atau *state-owned enterprises (SOEs)*, di Indonesia disebut Badan Usaha Milik Negara (BUMN) adalah badan usaha yang sebgaiian atau seluruh kepemilikannya dimiliki oleh Negara Republik Indonesia (ensiklopedia bebas berbahasa Indonesia). Pada beberapa BUMN di Indonesia, pemerintah telah melakukan perubahan mendasar pada kepemilikannya dengan membuat BUMN tersebut menjadi perusahaan terbuka yang sahamnya bisa dimiliki oleh public melalui penawaran umum saham (IPO). Beberapa kritik muncul utamanya karena BUMN berkembang dengan monopoli atau peraturan khusus yang bertentangan dengan semangat persaingan usaha sehat (UU no.5 tahun 1999) dan tidak jarang bertindak selaku pelaku

bisnis sekaligus sebagai regulator. Solusi atas berbagai kritik tersebut serta dalam rangka meningkatkan efisiensi sekaligus profitabilitas, maka pemerintah giat melakukan privatisasi. Sampai saat ini BUMN yang telah Go Public mencapai 15 perusahaan yang tersebar pada beberapa industri, selengkapnya lihat tabel 1.

Tujuan akhir yang ingin dicapai oleh setiap organisasi bisnis khususnya yang berbentuk *corporate* adalah maksimisasi kekayaan pemegang saham (*stockholder wealth maximization*). BUMN sebagai perusahaan bisnis maupun non bisnis tidak berbeda jauh dengan perusahaan-perusahaan bisnis lainnya mempunyai tujuan yang sama. Kegiatan IPO dimaksudkan untuk kemakmuran para pemegang saham. Ditengarai ada dua tipe IPO, pertama divestasi artinya pemerintah ingin melepas sebagian atau seluruh kepemilikannya di BUMN tersebut, atau menambah jumlah kepemilikan saham untuk masuk dan bergabung dengan pemerintah. Kenyataannya sebagian besar IPO yang dilakukan oleh pemerintah adalah divestasi atau istilahnya privatisasi BUMN.

Tabel 1
BUMN GO PUBLIK

No	Nama	TGL BERDIRI	TGL LISTING
1	PT Semen Gresik Tbk (SMGR)	25-03-1953	8-07-1991
2	PT Timah (TINS)	01-08-1976	19-10-1995
3	PT BNI (BBNI)	11-01-1901	25-11-1996
4	PT Aneka Tambang Tbk (ANTM)	05-07-1958	27-11-1997
5	PT Telkom (TLKM)	11-01-1901	14-11-1995
6	PT Indofarma (INAF)	02-01-1996	17-04-2001
7	PT Kimia Farma (KAEF)	04-07-2001	4-07-2001
8	PT BRI (BBRI)	10-11-2003	10-11-2003
9	PT Bank Mandiri (BMRI)	02-10-1998	14-07-2003
10	PT PGN Tbk (PGAS)	13-05-1965	15-12-2003
11	PT TB Bukit Asam (PTBA)	15-12-1980	23-12-2002
12	PT Adhi Karya (ADHI)	01-01-1974	18-03-2004
13	PT Jasa Marga (JSMR)	01-03-1978	12-11-2007
14	PT Wijaya Karya (WIKA)	-	29-10-2007
15	PT Indosat (ISAT)	10-11-1967	19-10-2007

Sumber: eTrading.co.id, idx.co.id

Terdapat beberapa alasan lain kenapa diprivatisasi yaitu seringkali BUMN mengalami kerugian. Meskipun rugi BUMN tetap dipertahankan keberadaannya karena

alasan non-bisnis seperti memaksimalkan penggunaan tenaga kerja dan mengembangkan daerah-daerah yang terbelakang (Megginson, Nash, and Randenborgh, 1994:424). Perusahaan tersebut sebetulnya tidak *profitable*, tetapi dengan misi dan visi yang berkaitan dengan tujuan *non-market* maka perusahaan tetap berjalan. Sebagai gantinya pemerintah memberikan subsidi untuk pembelian input ataupun akan menutup kerugian-kerugian yang diderita perusahaan. Apabila pemerintah tetap mempertahankan SOEs yang notabene tidak menguntungkan dan tidak efisien, maka hal ini merupakan beban bagi pemerintah yang tidak kecil. Salah satu jalan keluar untuk mengatasinya adalah dengan melakukan program privatisasi dan divestasi.

Terlepas IPO dengan tipe divestasi atau menambah jumlah kepemilikan saham, Emiten (Pemerintah) berharap memperoleh suntikan dana segar ke dalam perusahaan. Berapa besar dana masuk sangat tergantung pada keberhasilan IPO itu sendiri, jumlah lembar saham dan harga saham yang ditawarkan ke public. Jika diasumsikan IPO dengan jumlah lembar saham yang sudah ditetapkan berhasil maka satu-satunya penentu besar kecil dana segar yang akan diperoleh adalah harga saham IPO. Harga saham ditentukan berdasarkan kesepakatan antara *underwriter* (penjamin emisi efek) dan emiten.

Penjamin emisi efek bekerja menjualkan saham emiten dan memperoleh imbalan (*fee*) sesuai nilai saham yang ditawarkan ke masyarakat. IPO tidak selamanya berhasil, artinya ada kemungkinan saham yang ditawarkan tidak terjual habis dan inilah resiko yang harus ditanggung oleh penjamin emisi yaitu kewajiban membeli saham yang tidak laku. Fenomena yang muncul adalah pertama apakah saham akan dijual murah (*overpricing*) dengan demikian memperkecil resiko *underwriter* tetapi merugikan pemerintah karena jumlah dana yang diperoleh lebih sedikit dari yang seharusnya? Kedua, apakah justru sebaliknya saham akan dijual lebih mahal (*overpricing*) karena notabene emiten dalam hal ini pemerintah yang tentu investor yakin akan kredibilitasnya sekaligus kinerja BUMN yang akan di IPO-kan? Jika memang betul terjadi *overpricing* maka investorlah yang akan menderita kerugian manakala mereka akan menjual kembali sahamnya yang telah sukses dibeli pada IPO di pasar sekunder nanti. Hadri (2001) menyebutkan bahwa keputusan investasi di pasar perdana (IPO) yang diukur dengan *initial return* dipengaruhi oleh informasi non keuangan yang terdapat dalam prospectus. Ada dua kemungkinan yang terjadi terhadap harga saham setelah penawaran, yaitu

overpricing dan *underpricing*. Febriana (2004) menyebutkan bahwa profitabilitas dan leverage berpengaruh signifikan terhadap terjadinya *underpricing* IPO saham. Tulisan ini akan mencoba mendeskripsikan bagaimanakah harga saham IPO BUMN yang ada di Indonesia, *underpricing* atau *overpricing*.

TINJAUAN PUSTAKA

Badan Usaha Milik Negara (BUMN)

BUMN adalah badan usaha yang sebagian atau seluruh kepemilikannya dimiliki oleh Negara Republik Indonesia, sifat usaha dapat berupa perusahaan nirlaba yang bertujuan untuk menyediakan barang atau jasa bagi masyarakat (Wikipedia Indonesia). Pada beberapa BUMN di Indonesia, pemerintah telah melakukan perubahan mendasar pada kepemilikannya dengan membuat BUMN tersebut menjadi perusahaan terbuka yang sahamnya bisa dimiliki oleh publik. Ciri-ciri BUMN:

1. Pemerintah memegang hak atas segala kekayaan dan usaha
2. Pemerintah berkedudukan sebagai pemegang saham dalam permodalan perusahaan
3. Pemerintah memiliki wewenang dan kekuasaan dalam menetapkan kebijakan perusahaan
4. Pengawasan dilakukan alat pelengkap negara yang berwenang
5. Melayani kepentingan umum, selain mencari keuntungan
6. Sebagai stabilisator perekonomian dalam rangka mensejahterakan rakyat
7. Sebagai sumber pemasukan negara
8. Seluruh atau sebagian besar modalnya milik negara
9. Modalnya dapat berupa saham atau obligasi bagi perusahaan yang *go public*
10. Dapat menghimpun dana dari pihak lain, baik berupa bank maupun nonbank
11. Direksi bertanggung jawab penuh atas BUMN, dan mewakili BUMN di pengadilan

Tujuan pendirian BUMN diantaranya: memberikan sumbangsih pada perekonomian nasional dan penerimaan kas negara, mengejar dan mencari keuntungan, pemenuhan hajat hidup orang banyak, perintis kegiatan-kegiatan usaha dan memberikan bantuan dan perlindungan pada usaha kecil dan lemah (Wikipedia Indonesia).

Privatisasi dan Divestasi

Privatisasi menekankan *property rights*, yaitu kepemilikan di tangan swasta dari tangan pemerintah, caranya dengan melalui penjualan saham ke pasar modal domestik maupun pasar modal internasional, atau penempatan modal langsung/private placement (Tim BEJ,1996:335-336). Privatisasi juga sering disebut dengan istilah proses denasionalisasi. Berkaitan dengan privatisasi, Kompas (24-Maret-2002) menulis bahwa:

1. Privatisasi didefinisikan sebagai penyerahan kontrol efektif dari sebuah perseroan kepada manajemen dan pemilik swasta yang biasanya terjadi apabila mayoritas saham perusahaan tersebut dialihkan kepemilikannya kepada swasta. Dengan privatisasi tersebut, maka terjadi perubahan peran pemerintah dari pemilik dan pelaksana menjadi regulator dan promotor kebijakan. Selanjutnya para manajer akan bertanggung jawab ke-pemilik baru.
2. Privatisasi BUMN diartikan sebagai penjualan saham milik pemerintah kepada pihak swasta (asing maupun domestik).
3. Pelepasan saham kepemilikan pemerintah tersebut dimaksudkan bukan hanya untuk mendapatkan penerimaan negara demi menambal defisit APBN saja. Tetapi juga untuk meningkatkan kinerja BUMN itu sendiri, selain mempercepat penerapan prinsip-prinsip *good corporate governance*, membuat akses ke pasar internasional, juga transfer pengetahuan dan tranfer *base practise* kepada BUMN, serta transfer etos kerja dari kultur lama ke kultur baru.

Divestasi adalah proses pelepasan suatu unit usaha atau asset perusahaan (Harianto, Sudomo,1998:779). Sedangkan Uang&Efek (Agustus,1994) menyatakan divestasi adalah menjual saham yang telah diterbitkan dan dimiliki oleh pemegang saham. Menilik artinya maka dapat dikatakan privatisasi dan divestasi tidak jauh berbeda, sama-sama terjadi pelepasan saham atau penjualan saham pada pihak lain. Salah satu hasil yang nampak setelah dilakukan program privatisasi dan divestasi adalah perubahan komposisi kepemilikan perusahaan. Lazimnya salah satu aspek yang membedakan antara privatisasi dan divestasi adalah pada divestasi yang dijual adalah saham lama dan tidak ada emisi saham (saham baru), sedangkan pada privatisasi ada kemungkinan saham yang dijual selain saham lama juga emisi saham baru, sehingga dana hasil penjualan saham sebgaiian mengalir pada pemilik saham lama, dan sebgaiian masuk ke perusahaan (hasil penjualan emisi saham).

Penelitian Bank Dunia oleh Kikeri, Nellis, dan Shirley (Megginson, Nash, and Randenborgh, 1994:404) melaporkan bahwa lebih dari 80 negara telah meluncurkan usaha-usaha ambisius untuk melakukan privatisasi *state-owned enterprises* (SOEs) yang dimilikinya. Sejak tahun 1980, lebih dari 2000 SOEs telah dilakukan privatisasi dalam negara berkembang, dan 6800 di seluruh dunia.

Program privatisasi mencakup empat katagori (Megginson, Nash, and Randenborgh, 1994:419) yaitu: (1) *flotations* di mana awalnya pemerintah memiliki mayoritas atau keseluruhan saham dan kemudian menjual seluruh kepemilikannya atau hak mayoritas (51%-suara). (2) *offerings* di mana pemerintah mempunyai mayoritas suara untuk mengontrol perusahaan yang saham-sahamnya telah diperdagangkan kepada publik, dan pemerintah menjual cukup banyak sahamnya di pasar sekunder sehingga kepemilikan pemerintah berada di bawah 50%, artinya pemerintah tidak lagi mempunyai hak mayoritas untuk mengontrol perusahaan. (3) Pemerintah mempunyai hak mengontrol perusahaan dan mengizinkan perusahaan menerbitkan saham baru (emisi saham) yang mana pemerintah tidak ikut berpartisipasi, oleh karena itu pemerintah kehilangan hak mengontrol perusahaan. (4) Pemerintah tetap mempunyai hak mengontrol perusahaan sebelum dan sesudah penjualan saham-saham perusahaan dan secara sederhana berarti perusahaan sebagian kecil sahamnya ke pihak swasta. Program privatisasi katagori keempat inilah yang digunakan oleh pemerintah Indonesia pada awal Mei 1997 untuk memprivatisasi 5 BUMN : PT Semen Gresik, Indosat, Tambang Timah, Telkom Indonesia, dan PT Bank BNI 1946. Pada ke-lima BUMN tersebut saham yang dijual tidak lebih dari 35% dari total saham yang dimiliki BUMN (Tim BEJ:1996:341).

Sejarah Program Privatisasi dan Divestasi

Meskipun program privatisasi modern selalu dikaitkan dengan pemerintah Thatcher di Inggris, pada kenyataannya pemerintahan Konrad Adenauer yang terpilih di Republik Federal Jerman (FRG) tahun 1957, telah meluncurkan program “denationalization” pada era pasca perang. Penjualan besar pertama telah terjadi pada tahun 1961, di mana FRG telah menjual mayoritas saham di Volkswagen pada publik, empat tahun kemudian terjadi kejadian sejenis, tetapi bahkan lebih besar, penerbitan

saham untuk VEBA. Kedua penjualan saham tersebut telah meningkatkan jumlah pemegang saham (*shareholder*) di Jerman dari 500.000 menjadi hampir 3 juta.

Salah satu aspek yang menonjol yang memotivasi pemerintah untuk meluncurkan program privatisasi, apapun ideology negara tersebut adalah hampir sama, yaitu didasarkan pada rasa kecewa dengan kinerja yang sebenarnya dari SOEs, dan semua menyadari bahwa bujukan dari insentif keuangan dan kedisiplinan dari pasar modal akan mendorong efisiensi yang lebih besar. Tujuan spesifik dari semua negara melakukan privatisasi cenderung sama dengan pemerintah *United Kingdom*, sebagai berikut (Megginson, Nash, and Randenborgh, 1994:407) :

- *Raise revenue for the state*
- *Promote increased efficiency*
- *Reduce government interference in the economy*
- *Promote wider share ownership*
- *Provide the opportunity to introduce competition and*
- *Expose SOEs to market discipline.*

Program Privatisasi Thatcher

Ketika pemerintahan baru Thatcher pertama kali meluncurkan program privatisasi di awal tahun 1980 terdapat skeptisme yang besar berkaitan dengan kemampuan perusahaan untuk menjual secara sukses dari banyak SOEs yang dimiliki dan penolakan politik yang kuat pada keseluruhan pengertian privatisasi oleh partai buruh. Pada kenyataannya partai buruh telah mengancam untuk melakukan *renationalisasi* beberapa yang telah di-privatisasi oleh Thatcher, seperti British Aerospace, Cable, dan Wireless.

Meskipun mendapat serangan dari pihak oposisi, akan tetapi pemerintah Thatcher telah berhasil. Penerbitan saham itu sendiri secara antusias telah diterima, dan perusahaan yang diprivatisasi telah diterima secara luas dan menjadi lebih efisien setelah divestasi. Ketika Margaret Thatcher telah memenangkan untuk tetap sebagai kepala pemerintahan di tahun 1983, maka masa depan privatisasi di Inggris menjadi lebih terjamin.

British Telecom (BT) November 1984 telah meluncurkan program privatisasi di dunia. Penerbitan saham yang sangat besar ini telah sangat diminati oleh investor

(termasuk karyawan) baik di dalam negeri maupun di luar negeri. Issue yang bernilai \$4,8 milyar telah menciptakan 2,25 juta pemegang saham baru di Inggris, dan respon para investor Amerika dan Jepang atas tawaran tersebut di Tokyo dan New York telah membuktikan bahwa pasar global untuk saham privatisasi telah ada. Suksesnya penjualan saham BT telah menunjukkan bahwa ukuran yang sangat besar bukanlah suatu halangan untuk melakukan program privatisasi.

Program Privatisasi Non-Inggris

Setelah sukses privatisasi BT di Inggris, banyak negara yang berbeda-beda telah mengadopsi program privatisasi, seperti Denmark, Italy, Chile, Malaysia, dan Singapore. Negara besar berikutnya yang mengadopsi program privatisasi skala besar, Perancis, adalah juga merupakan yang paling penting dan dramatik, karena menandai pecahnya secara tajam pada suatu tradisi di mana negara melakukan intervensi. Pemerintahan Chirac yang konservatif memegang kekuasaan pada Maret 1986 telah mempunyai komitmen untuk tidak hanya menjual group keuangan dan industri yang telah dinasionalisasikan oleh pemerintahan sosialis selama tahun 1981 hingga 1982 tetapi juga memprivatisasi banks besar yang dinasionalisasikan oleh Charles De Gaulle pada tahun 1945. Pemerintah Chirac telah menjual 22 perusahaan besar yang bernilai \$12 milyar dalam periode selama 15 bulan yang dimulai pada September 1986. Ketika pemerintahan sosialis berkuasa kembali pada tahun 1988 mereka telah memberhentikan penjualan perusahaan-perusahaan lebih lanjut, tetapi mereka tidak berusaha untuk merenasionalisasikan apa yang mereka telah jual.

Selain Perancis, Austria, Belgium, Holland, Jamaica, Japan, Spain, Sweden, dan United States semua telah melakukan privatisasi secara signifikan melalui penerbitan saham (*share issue*) selama akhir tahun 1986 dan 1987.

Setelah tahun 1987, program privatisasi berkembang dengan cepat keseluruh dunia, terutama di negara-negara berkembang seperti Amerika Selatan, Afrika, dan Asia Selatan. Meskipun sebagian besar program ini berupa *private placement* di negara seperti Bangladesh, Brazil, Chile, Gambia, Malaysia, Mexico, Negeria, Sierra Leone, Singapore, dan Venezuela telah terjadi program privatisasi lewat penerbitan saham.

Pada awal decade 1990, program privatisasi telah berpindah ke negara-negara Eropa Timur dan negara-negara bekas Uni Soviet. Hal yang sangat mendesak di negara-negara ini adalah menciptakan perekonomian pasar secepat mungkin, menggunakan semua metode, dan hampir mengabaikan biaya sosial yang ditimbulkannya. Privatisasi lewat penerbitan saham memang tidak mencolok dalam program ini, tetapi keadaan ini akan berubah pada masa yang akan datang.

Akhirnya pada pertengahan 1990 telah menjadi saksi terjadinya akselerasi program privatisasi di masyarakat Eropa. Suatu krisis politik di Italy akhirnya telah mendorong program divestasi IRI dan ENI yang merupakan SOEs, dan pemilihan akhir ini dari pemerintahan Ballardur di Perancis berjanji hampir semua SOEs akan didivestasi, seperti Air France, Aerospatiale, dan Credit Lyonnaise. Sedangkan di Indonesia saat ini yang sedang santer gaungnya adalah adanya pro-kontra program privatisasi PT Semen Gresik, PT Indosat, dan divestasi BCA.

Go Public

Perusahaan memiliki berbagai alternatif sumber pendanaan, baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Alternatif pendanaan dari dalam perusahaan, umumnya dengan menggunakan laba yang ditahan perusahaan. Sedangkan alternatif pendanaan dari luar perusahaan dapat berasal dari kreditur berupa hutang maupun pendanaan yang bersifat penyertaan dalam bentuk saham (*equity*). Pendanaan melalui mekanisme penyertaan umumnya dilakukan dengan menjual saham perusahaan kepada masyarakat atau sering dikenal dengan go publik. Untuk go publik, perusahaan perlu melakukan persiapan internal dan penyiapan dokumentasi sesuai dengan persyaratan untuk go publik atau penawaran umum, serta memenuhi semua persyaratan yang ditetapkan Bapepam.

Go public juga sering disebut Initial Public Offering (IPO) adalah penawaran saham untuk yang pertama kalinya oleh perusahaan tertentu pada masyarakat (Madura, 2003:246 dalam Khajar, 2008). Jika suatu perusahaan yang dimiliki oleh perorangan (*privately held firm*) ingin melakukan ekspansi, kemungkinan memerlukan lebih banyak dana dibandingkan dengan apa yang dapat diperoleh dari pinjaman ataupun dari

pembelanjaan internal, oleh karena itu IPO merupakan suatu alternatif. Transaksi pada saat IPO sering disebut dengan pasar perdana.

Penawaran Umum atau sering pula disebut Go Public atau IPO (*initial public offering*) adalah kegiatan penawaran saham atau Efek lainnya yang dilakukan oleh Emiten (perusahaan yang *go public*) kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur oleh UU Pasar Modal dan Peraturan Pelaksanaannya. Penawaran Umum mencakup kegiatan-kegiatan utama: periode pasar perdana yaitu ketika efek ditawarkan kepada pemodal oleh Penjamin Emisi melalui para Agen Penjual yang ditunjuk; penjatahan saham yaitu pengalokasian efek pesanan para pemodal sesuai dengan jumlah efek yang tersedia; pencatatan efek (*listing*) yaitu saat efek tersebut mulai diperdagangkan di Bursa.

Perusahaan yang melakukan penawaran umum saham dapat memperoleh beberapa manfaat: dapat memperoleh dana yang relatif besar dan diterima sekaligus (tidak dengan termin-termin), dana yang diperoleh dari go public ini biasanya digunakan untuk pengembangan dan perluasan usaha (ekspansi), memperbaiki struktur permodalan, meningkatkan penyertaan di anak perusahaan atau mengakuisisi perusahaan lain, melunasi sebagian hutang; menambah modal kerja; biaya go public relatif murah; proses relatif mudah; emiten akan lebih dikenal oleh masyarakat (go public merupakan media promosi) secara gratis. Selain bermanfaat bagi emiten, penawaran umum juga memberikan manfaat berupa peluang bagi masyarakat untuk turut serta memiliki saham perusahaan dan mendapatkan berbagai hak pemegang saham. Kesempatan yang sama juga akan diberikan kepada karyawan perusahaan untuk ikut memiliki saham perusahaan.

Disamping banyak memberikan manfaat bagi emiten, penawaran umum juga menimbulkan beberapa konsekuensi bagi emiten, diantaranya: keharusan untuk melakukan keterbukaan (*disclosure*); keharusan untuk mengikuti peraturan-peraturan pasar modal; menepati dan memenuhi hak-hak pemegang saham misalnya pembagian dividen.

Masa Penawaran Umum sekurang-kurangnya tiga hari kerja (yaitu masa dimana masyarakat mengisi formulir pemesanan dan penyerahan uang untuk diserahkan ke agen penjual). Periode Penawaran Umum berlaku saat Efek ditawarkan kepada investor oleh Penjamin Emisi melalui para Agen penjual yang ditunjuk. Ini dikenal juga sebagai Pasar Perdana (*Primary Market*). Perusahaan yang melakukan atau menjual efek seperti saham

misalnya disebut Emiten, sedangkan pembeli saham disebut Investor (Tjiptono & Hendy M,2001). Transaksi penawaran umum penjualan saham perdana atau disebut IPO (Initial Public Offering) untuk pertama kalinya terjadi di pasar perdana (*primary market*) kemudian setelah di-*listing*-kan saham dapat diperjualbelikan di bursa efek tersebut (*secondary market*).

Pasar Perdana

Pasar perdana adalah pembelian surat berharga oleh investor sebelum surat berharga tersebut dicatatkan di bursa. Pada transaksi ini hubungan yang terjadi adalah antara investor dengan perusahaan penerbit surat berharga (emiten), tentu saja melalui pialang. Dengan demikian terjadi aliran uang dari investor ke perusahaan penerbit surat berharga, dengan perantaraan pialang (Khajar, 2009:37).

Tahapan ini merupakan tahapan utama, karena pada waktu inilah emiten menawarkan saham kepada masyarakat investor. Investor dapat membeli saham tersebut melalui agen-agen penjual yang telah ditunjuk. Masa Penawaran sekurang-kurangnya tiga hari kerja. Perlu diingat pula bahwa tidak seluruh keinginan investor terpenuhi dalam tahapan ini. Terdapat dua kemungkinan yaitu jumlah order beli saham melebihi saham yang ditawarkan (*over-subscription*) maka dipastikan ada investor yang tidak terpenuhi order belinya dan sebaliknya jika saham yang ditawarkan melebihi order beli (*under-subscription*) maka seluruh order beli dapat dipenuhi. Misal, saham yang dilepas ke pasar perdana sebanyak 100 juta saham sementara yang ingin dibeli seluruh investor berjumlah 150 juta saham. Jika investor tidak mendapatkan saham pada tahap ini (pasar perdana), maka investor tersebut dapat membeli di pasar sekunder yaitu setelah saham dicatatkan di Bursa Efek. Penjualan saham pada tahap ini belum melibatkan Bursa, artinya saham belum masuk bursa dan investor akan membeli saham langsung ke Emiten melalui Broker dan Agen Penjual yang telah ditunjuk oleh emiten.

Harga saham di pasar perdana ditetapkan berdasarkan kesepakatan antara penjamain emisi (*underwriter*) dengan emiten. Setelah ditetapkan berapa harganya, maka selanjutnya investor membeli saham sesuai harga tersebut dan tidak ada tawar menawar. Harga saham perdana akan sangat menentukan sukses tidaknya IPO, karena jika harga terlalu mahal (*overpricing*) maka ada resiko saham yang ditawarkan oleh emiten tidak

semuanya terjual. Sebaliknya jika terlalu murah (*underpricing*) memang dapat mengurangi resiko adanya saham yang tidak terjual, tetapi dana hasil IPO yang diterima emiten akan lebih sedikit dari yang seharusnya.

Penjamin emisi efek bekerja menjualkan saham emiten dan memperoleh imbalan (*fee*) sesuai nilai saham yang ditawarkan ke masyarakat. IPO tidak selamanya berhasil, artinya ada kemungkinan saham yang ditawarkan tidak terjual habis dan inilah resiko yang harus ditanggung oleh penjamin emisi. Penjamin emisi (*underwriter*) adalah perusahaan sekuritas yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan Emiten tersebut. Kontrak tersebut memiliki sistem penjaminan dalam 2 bentuk: (1) *Best effort*, berarti Penjamin Emisi hanya menjual sebatas yang laku dan (2) *Full commitment*, berarti Penjamin Emisi menjamin penjualan seluruh saham yang ditawarkan. Bila ada yang tak terjual, maka Penjamin Emisi yang membelinya (Khajar, 2009:21). Jika kontrak perjanjian adalah *full commitment* maka penjamin emisi wajib membeli saham yang tidak laku dan inilah resiko yang harus ditanggung *underwriter*.

Pasar Sekunder

Setelah periode penjualan saham di pasar perdana selesai selanjutnya saham tersebut dicatatkan di Bursa Efek. Di Indonesia, saham dapat di catatkan di satu bursa saja yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI). Adapun proses pencatatan Efek di BEI adalah sebagai berikut: Calon Perusahaan Terbuka (emiten) mengajukan permohonan pencatatan ke Bursa dan kemudian BEI akan mengevaluasi permohonan tersebut apakah sesuai dengan ketentuan pencatatan di Bursa, Selanjutnya calon emiten tersebut melakukan presentasi seputar kinerja perusahaannya; Jika memenuhi syarat, BEI akan memberikan surat persetujuan prinsip pencatatan yang dikenal dengan istilah Perjanjian Pendahuluan; Calon emiten mengajukan Pernyataan Pendaftaran ke BAPEPAM; Apabila telah mendapat Pernyataan Efektif dari BAPEPAM, maka calon emiten melakukan proses Penawaran Umum atau IPO; Emiten membayar biaya pencatatan; BEI mengumumkan dan melakukan pencatatan Efek tersebut di bursa. Setelah syarat-syarat terpenuhi maka saham sudah dicatat dan transaksi saham bisa dilaksanakan, inilah yang disebut pasar sekunder (*secondary market*).

Pasar sekunder adalah proses jual-beli surat berharga yang sudah dicatatkan, yaitu penjualan dan pembelian surat berharga antarinvestor. Pada pasar ini hubungan jual-beli adalah antara investor satu dengan investor yang lain, dengan demikian uang akan mengalir antar investor yang bertransaksi (Khajar,2009:37). Setelah *listing*, maka saham dapat diperjual-belikan di Bursa (dibukanya pasar sekunder). Transaksi saham pada tahap ini sudah melibatkan Bursa. Transaksi terjadi tidak lagi antara investor dengan emiten, tetapi antara investor satu dengan investor lain. Investor yang tidak mendapatkan saham pada pasar perdana dapat membelinya di pasar sekunder, dengan catatan harga saham tidak lagi sama dengan harga di pasar perdana, bisa lebih mahal atau murah tergantung kondisi *supply* dan *demand*. Investor yang berhasil membeli saham di pasar perdana, jika mereka membutuhkan dana atau mereka melihat ada kemungkinan dapat memperoleh keuntungan (*gain*) karena di pasar sekunder harga saham naik, maka dapat menjual kembali saham yang sebelumnya dibeli di pasar perdana. Investor dapat menggunakan strategi *flipping share*, artinya mereka langsung menjual sahamnya begitu pasar sekunder dibuka karena harga saham mengalami kenaikan (Madura, 2003:250). Investor dengan strategi *flipping share* tidak mempunyai maksud untuk memegang saham dalam periode jangka panjang, tetapi hanya menginginkan *gain* yang terjadi dari berbagai IPO.

Pada awal-awal pasar sekunder kinerja underwriter akan banyak disoroti, apakah kinerjanya baik atau buruk. Salah satu indikatornya adalah harga saham pada pasar sekunder. Jika harga saham langsung turun di pasar sekunder, maka kondite underwriter buruk, sebaliknya jika harga saham dapat bertahan bahkan mengalami kenaikan maka konditenya baik. Agar mempunyai kondite yang baik, underwritter dapat menerapkan strategi *lockup provision*, yaitu mencegah pemilik awal perusahaan (*original owner*) menjual saham mereka untuk jangka waktu periode tertentu, biasanya 6 bulan dari tanggal IPO (Madura, 2003:248). Strategi ini untuk mencegah turunnya harga saham diawal pasar sekunder akibat dari banyaknya saham yang ditawarkan jika *original owner* bebas menjual sahamnya.

Over and Underpricing IPO

Harga saham saat penawaran perdana merupakan satu indicator keberhasilan IPO. Jika jumlah lembar saham yang ditawarkan tetap maka berapa dana yang diperoleh dari

IPO sangat ditentukan oleh harga perdana. Ada dua kemungkinan yang terjadi terhadap harga saham setelah penawaran. Harga saham perdana lebih besar dari harga yang terjadi pada saat saham tersebut mulai diperdagangkan di pasar sekunder. Kondisi harga saham tersebut disebut *overpricing*. Sebaliknya jika harga saham perdana lebih rendah dibandingkan harga di pasar sekunder maka kondisi tersebut disebut *underpricing* (Kusuma,2001:61).

Underpricing adalah keadaan di mana harga saham pada saat IPO lebih rendah disbanding ketika diperdagangkan di pasar sekunder. Pada dasarnya penentuan harga saham pada saat penawaran perdana ke public dilakukan berdasarkan kesepakatan antara emiten dengan *underwriter*, sedangkan harga saham yang terjadi di pasar sekunder merupakan hasil mekanisme pasar yaitu berdasarkan pada permintaan dan penawaran yang terjadi (Febriana, 2004:13-14).

Fenomena *over and underpricing* merupakan topic menarik dalam literature keuangan. Seharusnya kondisi tersebut tidak terjadi, karena seharusnya harga saham perdana mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Sebelum IPO emiten bersama *underwriter* telah menyebarkan seluruh informasi berupa penyebaran prospectus ke berbagai investor. Prospektus merupakan bentuk mini perusahaan yang memuat seluruh informasi emiten baik keuangan maupun non keuangan. Menurut Trisnawati (1999) informasi prospectus merupakan salah satu sumber informasi utama yang digunakan investor untuk memutuskan apakah berinvestasi pada emiten atau tidak di pasar modal.

Fenomena yang muncul adalah pertama apakah saham akan dijual murah (*overpricing*) dengan demikian memperkecil resiko *underwriter* tetapi merugikan pemerintah karena jumlah dana yang diperoleh lebih sedikit dari yang seharusnya? Kedua, apakah justru sebaliknya saham akan dijual lebih mahal (*overpricing*) karena notabene emiten dalam hal ini pemerintah yang tentu investor yakin akan kredibilitasnya sekaligus kinerja BUMN yang akan di IPO-kan? Jika memang betul terjadi *overpricing* maka investorlah yang akan menderita kerugian manakala mereka akan menjual kembali sahamnya yang telah sukses dibeli pada IPO di pasar sekunder nanti.

METODOLOGI

Jenis Penelitian

Penelitian ini bersifat deskriptif yaitu penelitian yang bertujuan untuk mendapatkan gambaran yang benar mengenai sesuatu obyek (Suparmoko, 1987:3). Lebih khusus lagi penelitian ini bersifat deskriptif survey, yaitu digunakan untuk mengukur gejala-gejala yang ada tanpa menyelidiki kenapa gejala-gejala tersebut ada, sehingga tidak perlu memperhitungkan hubungan antar variable-variabel, karena hanya menggunakan data yang ada untuk pemecahan masalah daripada menguji hipotesis (Umar, 2007:23).

Jenis Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari web site broker e-Trading (eTrading.co.id) dan Bursa Efek Indonesia (idx.co.id).

Populasi dan Sampel

Obyek penelitian ini adalah Badan usaha Milik Negara (BUMN) yang sudah go-publik. Sebagaimana table 1 terdapat 15 BUMN yang sudah go-publik dan semua akan diteliti apakah pada saat IPO terjadi *under-pricing* atau *over-pricing*. Dengan kata lain teknik sampling menggunakan metode sensus.

Analisis Data

Analisis data yang digunakan dalam kajian ini adalah rasio keuangan yaitu *initial return*. Jika nilainya positif maka underpricing dan sebaliknya jika negatif maka overpricing. Formula perhitungan *initial return* sebagaimana digunakan oleh Kusuma (2001:65) sebagai berikut:

$$\frac{(\text{Initial market price} - \text{Issue price})}{\text{Issue price}} \times 100\%$$

Di mana:

Initial market price = harga penutupan saham hari pertama masuk bursa

Issue price = harga IPO

PEMBAHASAN

Perhitungan Initial Return

Initial return merupakan selisih antara penutupan harga saham di hari pertama masuk bursa minus harga pada saat IPO (harga perdana). *Initial return* merupakan salah satu indikator apakah terjadi *underpricing* atau *overpricing*, jika bernilai positif maka terjadi *underpricing* dan sebaliknya jika negatif berarti *overpricing*. Kusuma (2001:65) menghitung *over* atau *underpricing* dengan formula sebagai berikut:

$$\frac{(\text{Initial market price} - \text{Issue price})}{\text{Issue price}} \times 100\%$$

Tujuan penulisan artikel ini salah satunya untuk melihat apakah 15 BUMN di Indonesia yang sudah diprivatisasi mengalami *underpricing* atau *overpricing*, caranya dengan menghitung initial return pada masing-masing BUMN. Jika *initial return* negatif maka *overpricing* dan positif maka *underpricing*. Berdasarkan formula di atas maka nilai masing-masing initial return sebagaimana table 1.3.

TABEL 1.3.
PERHITUNGAN INITIAL RETURN

No	Nama	IPO	H-FIRST	IR (%)
1	SMGR	7000	5650	-19.29
2	TINS	2900	2925	0.86
3	BBNI	850	1250	47.06
4	ANTM	1400	1400	0.00
5	TLKM	2800	2100	-25.00
6	INAF	250	230	-8.00
7	KAEF	200	210	5.00
8	BBRI	875	975	11.43
9	BMRI	675	850	25.93
10	PGAS	1500	1550	3.33
11	PTBA	575	600	4.35
12	ADHI	150	185	23.33
13	JSMR	1700	2050	20.59
14	WIKA	420	560	33.33
15	ISAT	7000	8475	21.07

Sumber: data yang diolah

Keterangan tabel:

H-FIRST = harga saham penutupan hari pertama masuk pasar sekunder

IR = initial return

Over and Underpricing

Berdasarkan Tabel 1.4. dari 15 BUMN ternyata hanya tiga BUMN (20%) yang *overpricing*, sisanya 12 BUMN (80%) mengalami *underpricing*. Temuan ini cukup mengejutkan karena BUMN yang *underpricing* jauh lebih besar dibandingkan yang *overpricing*. Konsekwensi dari kondisi tersebut mengakibatkan dana yang diperoleh pemerintah dari IPO BUMN di bawah dari yang seharusnya, karena saham IPO dijual *underpricing*.

TABEL 1.4.
KINERJA SAHAM DALAM JANGKA PANJANG

No	Nama	IPO	SAAT INI	Ri (%)
1	SMGR	7000	6950	-0.71
2	TINS	2900	2225	-23.28
3	BBNI	850	2050	141.18
4	ANTM	1400	2625	87.50
5	TLKM	2800	8700	210.71
6	INAF	250	92	-63.20
7	KAEF	200	146	-27.00
8	BBRI	875	7950	808.57
9	BMRI	675	4875	622.22
10	PGAS	1500	3750	150.00
11	PTBA	575	14700	2456.52
12	ADHI	150	440	193.33
13	JSMR	1700	1860	9.41
14	WIKA	420	340	-19.05
15	ISAT	7000	5700	-18.57

Sumber: data yang diolah

Keterangan table:

IPO = harga saham di pasar perdana

SAAT INI = harga saham penutupan tgl. 16 Oktober 2009

Harga IPO ditentukan berdasarkan kesepakatan antara emiten (Pemerintah) bersama underwriter. Berapa besarnya harga sangat strategis bagi keduanya, emiten dan underwriter. Asumsi underwriter *full commitment*, maka satu-satunya resiko yang paling besar adalah jika IPO tidak sukses, artinya tidak semua saham yang ditawarkan laku, maka underwriter wajib membeli saham yang tidak laku. Akibatnya pasti underwriter cenderung menetapkan harga IPO *underpricing* sehingga diharapkan saham yang ditawarkan terjual habis dan tidak ada kewajiban untuk embeli saham sisa. Bagi emiten justru kondisi yang sebaliknya, yaitu cenderung *overpricing* karena dana yang diperoleh dari IPO menjadi lebih besar.

Berdasarkan karakteristik perusahaan yang di-IPO-kan seharusnya emiten (pemerintah) mempunyai posisi bargaining yang lebih baik atas underwriter. BUMN merupakan perusahaan yang strategis dan rata-rata sudah beroperasi dalam waktu yang cukup lama. Bahkan sebelum Negara Indonesia merdeka sudah berdiri yaitu bank BNI, BRI dan Telkom. Sisanya, kecuali bank Mandiri dan Indo Farma, rata-rata sudah beroperasi kurang lebih selama 30 tahun. Bidang operasional perusahaan juga sangat strategis meskipun tidak dikatakan monopoli, sehingga tidak ada alasan bagi investor untuk tidak membeli saham BUMN yang go public. Underwriter tidak hanya satu atau dua tetapi banyak, mestinya emiten bisa menekan untuk menetapkan harga IPO yang tidak *underpricing*. Data menunjukkan 80% BUMN IPO adalah *underpricing* dan hanya 20% yang *overpricing*.

Underwriter BUMN yang go-public dalam posisi yang lebih baik dibandingkan emiten, karena 80% BUMN yang IPO *underpricing* sehingga dapat dipastikan saham yang ditawarkan laku semua. Memang seharusnya perlu dikaji lebih jauh berapa saham yang ditawarkan dalam IPO ternyata tidak semuanya terjual habis. Praktis resiko yang ditanggung underwriter jauh lebih ringan jika dibanding IPO yang *overpricing*.

Kinerja Saham BUMN Jangka Panjang

Kondisi over and underpricing sebenarnya tidak dapat menunjukkan bagaimana kinerja saham BUMN. Banyak factor yang mempengaruhi, kinerja keuangan dan non keuangan (Kusuma, 2001). Dua factor lain yang diperkirakan dapat mendorong terciptanya *overpricing* adalah strategi *flipping share* yang diterapkan investor dan periode *lock-up* yang diterapkan oleh emiten dan underwriter. Khajar (2009) menyatakan bahwa strategi flipping share merupakan strategi yang diterapkan investor yang berhasil membeli saham pada IPO dan langsung menjual kembali saham tersebut begitu pasar sekunder dibuka. Sedangkan *lock-up* merupakan strategi yang diterapkan oleh emiten-underwriter yang melarang pemilik awal (*original owner*) menjual saham mereka di pasar sekunder dalam batas waktu yang ditentukan (6 bulan setelah IPO). Meskipun mayoritas saham BUMN adalah *underpricing*, bagaimana jika dibandingkan dengan kinerja saham saat ini dapat dilihat dalam table 1.4.

Berdasarkan Tabel 1.4. menunjukkan 60% BUMN yang diprivatisasi menunjukkan return positif (stock split diabaikan). Asumsi investor beli saham IPO dan ditahan sampai dengan saat ini (16 Otb 2009). Data tersebut juga menunjukkan kinerja saham BUMN sangat baik karena 60% menunjukkan return positif, bahkan ada yang mencapai hampir 2500% (PTBA). Jika dikaitkan dengan *over* dan *underpricing* harga saham IPO, maka bagi investor tidak begitu relevan jika investor memang berniat untuk beli saham IPO dan di *di-hold* untuk periode waktu jangka panjang.

KESIMPULAN

Lima belas BUMN yang sudah diprivatisasi menunjukkan 80% mengalami *underpricing* dan 20% *overpricing*. Konsekuensinya emiten dalam posisi yang kurang baik karena mendapatkan dana IPO yang kurang dari seharusnya. Sebaliknya underwriter dalam posisi yang lebih baik (resiko relative kecil) karena besar kemungkinan saham yang ditawarkan dalam IPO terjual semua sehingga tidak ada kewajiban untuk membeli saham yang tidak terjual.

DAFTAR PUSTAKA

- Bapepam, 1999. *Cetak Biru Pasar Modal Indonesia 2000-2004*, Departemen Keuangan Republik Indonesia, Jakarta.
- Block, Stanley B., and Geoffrey A. Hirt, 1987. *Foundations of Financial Management*, Fourt Edition, Homewood, Illinois 60430.
- Damodaran, Aswath, 1997. *Corporate Finance, theory and practice*, John Willey & Sons, Inc. USA.
- Fabozzi, Frank J., 1995. *Investment Management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey 07632.
- Fama, Eugene F., 1989. *Foundations of Finance, basic books*, Inc., Publisher, USA.
- Febrianan, Dian, 2004. "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Underpricing Saham Pada Perusahaan Go Public Di BEJ (2000-2002)", *Skripsi, UII Yogyakarta*.

- Fitriani, dan Utama, 2001. "The Performance Evaluation of Stock Portfolios Formed Using Accounting and Market Data in Jakarta Stock Exchange", *International Journal of Business*, Gadjah Mada, September, Vol.3.,No.3, p.367-378.
- Frigo, Mark I., and Kip R. Krumwiede, 2000, "The Balanced Scorecard", *Journal Strategic Finance*, January.
- Haugen, Robert A., 1993. *Modern Investment Theory*, Third Edition, Englewood Cliffs, New Jersey 07632.
- Hunger, Wheelen, 1986. *Strategic Management and Business Policy*, Addison-Wesley Publishing Company, USA.
- Husnan, Suad, 1998. *Dasar-Dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas*, UPP, AMP, YKPN, Yogyakarta.
- Ittner, Christopher D., and David F. Larcker, 1998. "Innovations in Performance Measurement: Trends and Research Implications", *Journal of management accounting research*, Vol.10, p.205-237.
- Jogiyanto, 2000. *Teori Portfolio dan Analisis Investasi*, Edisi 2, BPFE, Yogyakarta.
- Jones, Charles P., 1996. *Invesments Analysis And Management*, John Wiley & Sons, INC., Canada.
- Joy, O. Maurice, 1983. *Introduction to Financial Management*, Third edition, Richard D. Irwin, Inc. Homewood, Illinois 60430.
- Kaplan, Robert S., and David P. Norton, 1992, "The Balanced Scorecard-Measures That Drive Performance", *Harvard Business Review*, January-February.
- 1993, "Putting the Balanced Scorecard to Work", *Harvard Business Review*, September-October.
- 1996, "Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System", *Harvard Business Review*, January-February.
- 1996, *Balanced Scorecard*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.
- Khajar, Ibnu, 2007. *Pengantar Manajemen Keuangan*, Unissula Press, Semarang 50112.
- 2008. *Manajemen Keuangan dengan Microsoft Excel*, Unissula Press, Semarang 50112.

- 2009. *Pengantar Pasar Modal Dilengkapi dengan Sistem Transaksi On-Line dan Pasar keuangan Syari'ah*, Unissula Press, Semarang 50112.
- Kusuma, Hadri, 2001. "Prospektus Perusahaan dan Keputusan Investasi: Studi Empiris Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta", *Journal Siasat Bisnis*, No.6, Vol.1, 2001., Hal. 61-75.
- Kusuma, Indra Wijaya, 1999. "Financial performance and characteristics: comparisons of US. multinational and domestic firms", *International Journal of Business*, Gadjah Mada, May, Vol.1.,No.1, p.11-27.
- Lee, Kwang Chul, and Chuck C.Y. Kwok, 1988. "Multinational corporations vs. domestic corporations: international environmental factors and determinants of capital structure", *Journal Of International Business Studies*, Summer, p.195-217.
- Lev, Baruch, and S. Ramu Thiagarajan, 1993. "Fundamental Information Analysis", *Journal Of Accounting Research*, Vol.31 No2 Autumn, p.190-215.
- Madura, Jeff, 1992. *Internasional Financial Management*, By info access Distribution Pte Ltd, Singapore 1440.
- Mankin, N. Gregary, 2001. *Pengantar Ekonomi*, Edisi Indonesia, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Mann, Ricard, 1998. *Business in Indonesia*, PT. Harvest International Indonesia Inc., Jakarta-Indonesia.
- Megginson, William L., Robert C. Nash, and Matthias Vann Randenborgh, 1994. "The financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: an International Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, Vol.XLIX, No.2, June, p.403-452.
- Michel, Allen, and Israel Shaked, 1986. "Multinational corporations vs. domestic corporations: financial performance and characteristics", *Journal of international business studies*, Fall, p.89-99.
- Modigliani, Franco, and Leah Modigliani, 1997. "Risk-Adjusted Performance", *The Journal of Portfolio Management*, Winter, p.45-54.
- Sanders, Donald H., 1990. *Statistics A Fresh Approach*, McGraw-Hill Publishing Company, New York.

- Santika, IBM., 1991. "Pengaruh Fungsi Manajemen Pembelanjaan Pada Harga Saham Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal di Beberapa Negara Asean, *Disertasi, Universitas Airlangga, Surabaya*.
- Secakusuma, Thomas, 1997, "Perspektif Proses Internal Bisnis Dalam Balanced Scorecard", *Usahawan*, No.06 TH XXVI JUNI.
- Setyaningsih, 1996. "Analisis Perbedaan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Go Publik serta Pengaruhnya Terhadap Tingkat Hasil Saham di Pasar Modal Indonesia, Thailand, dan Jepang", *Disertasi, Universitas Airlangga Surabaya*.
- Shapiro, Alan C. 1991. *Modern Corporate Finance*, Maxwell Macmillan International, USA.
-, 1994. *Foundamental of Multinational Financial Management*, Second Edition, Needham Heights, Massachusetts, 02194.
- Stutzer, Michael, 2000. "A Portfolio Performance Index", *Association for Investment Management Research*, May/June, p.52-61.
- Van Horne. James., 1983. *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall International Inc., USA.
- Viscione, Jerry A., and Gordon S. Roberts, 1986. *Contemporary Financial Management*. John Willey & Sons, Inc. USA.
- Zikmund, William G., 1991. *Business Research Methods*. Harcourt Brace Jovanovich, Inc., United States Of America.