

MODEL PENETAPAN HARGA IPO BERDASARKAN *VALUATION*

Aty Herawati, Noer Azam Achsani, Sri Hartoyo dan Roy Sembel

Institut Pertanian Bogor

atyherawati@gmail.com, achsani@yahoo.com, shty@indo.net.id dan
roy.sembel@gmail.com

Abstract : The process of initial public offering of a company to the investors called IPO (Initial Public Offering). At time the company do an IPO, the shares price at IPO was an agreement between the company and its underwriter. The phenomenon that occurs is the shares price at IPO lower than the intrinsic shares price based on valuation, after the shares has been traded on the stock exchange, the phenomenon that occurs is IPO share price lower than the closing price on the first day. The purpose of this research is to create a model of how to set the share price at the time the company will conduct IPO based on intrinsic share price valuation results. The valuation method used is the Price to Earning Ratio. Research carried out on companies that did an IPO in 2000 - 2014 with a purposive sampling of 240 companies. The results showed there was a difference between intrinsic shares prices based on the valuation and the shares price that set at the time of IPO. After the shares listed in the secondary market, there was a difference between IPO share price and the closing price on the first day. Meanwhile, there is no difference between the intrinsic shares price and the closing price on the first day, so in order to avoid underpricing, the IPO price can be predicted based on intrinsic shares price valuation.

Keyword : Valuation, Difference Price, Underpricing, Predict the Price of IPO

Abstrak : Proses penjualan pertama saham umum sebuah perusahaan kepada investor umum di sebut IPO (*Initial Public Offering*). Pada saat perusahaan akan melakukan penawaran saham perdana (IPO), maka akan ditetapkan harga yang merupakan harga kesepakatan antara perusahaan dan *underwriter* sebagai penjamin emisi. Fenomena yang terjadi adalah penetapan harga IPO lebih rendah dari harga saham sesuai dengan nilai perusahaan, Padahal, ketika saham sudah masuk ke pasar sekunder, dan sudah diperdagangkan di lantai bursa, maka fenomena yang terjadi adalah terjadinya *underpricing*, yaitu keadaan dimana penetapan harga saham pada saat IPO lebih rendah dari harga saham pada penutupan di hari pertama di pasar sekunder. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk membuat model cara menetapkan harga saham pada saat perusahaan akan melakukan IPO berdasarkan hasil penilaian harga saham wajar. Metode penilaian yang digunakan adalah *Price Earning Ratio* (PER). Penelitian dilakukan terhadap perusahaan yang melakukan IPO di 2000 - 2014 dengan *purposive sampling* dari 240 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan ada perbedaan antara harga saham wajar berdasarkan penilaian dan harga saham yang ditetapkan pada saat IPO. Setelah saham yang tercatat di pasar sekunder, ada perbedaan antara harga saham IPO dan harga penutupan pada hari pertama. Sementara itu, tidak ada perbedaan antara harga saham intrinsik dan harga penutupan pada hari pertama, sehingga untuk menghindari *underpricing*, harga IPO dapat diprediksi berdasarkan valuasi harga saham intrinsik.

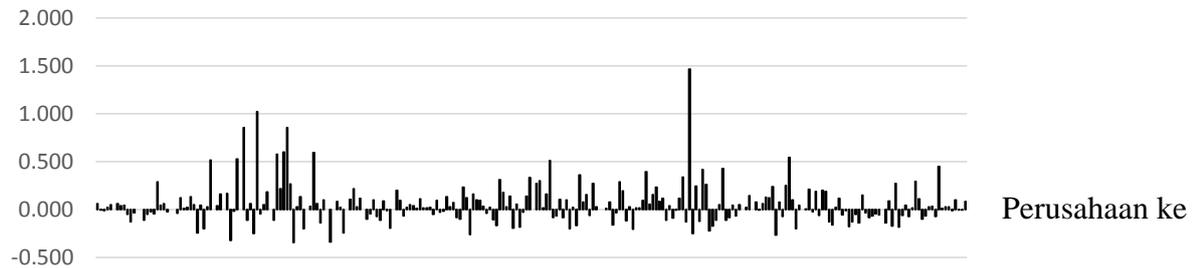
Kata Kunci : Penilaian harga saham, perbedaan harga, *underpricing*, memprediksi harga IPO

PENDAHULUAN

Proses penjualan pertama saham umum sebuah perusahaan kepada investor umum di sebut IPO (*Initial Public Offering*). Dalam proses IPO, setelah melakukan Rapat Umum Pemegang Saham dan pemilik perusahaan setuju untuk melakukan IPO, maka kemudian perusahaan mencari dan menunjuk perusahaan sekuritas yang berfungsi sebagai Penjamin Emisi/*Underwriter*, profesi penunjang dan lembaga penunjang. Profesi penunjang dan lembaga penunjang berfungsi untuk membantu mempersiapkan berbagai dokumen emisi untuk keperluan IPO tersebut, salah satunya adalah membuat laporan keuangan. Dari laporan keuangan, manajemen perusahaan dapat mengetahui berapa harga saham wajar dari perusahaannya. Kim dan Ritter (1999) melakukan penilaian harga saham atau *valuation* dan menghasilkan kesimpulan bahwa *Price-Earnings* (P/E) adalah metode penilaian saham yang terbaik. Sahoo dan Rajib (2013) meneliti P/E 120 perusahaan yang melakukan IPO di India selama periode 2002-2007 memberikan hasil 77,5% valuasi yang cenderung lebih akurat. Akan tetapi harga saham wajar hasil perhitungan belum tentu dijadikan harga IPO karena harga IPO merupakan harga kesepakatan antara perusahaan sekuritas sebagai penjamin efek (*underwriter*) dengan perusahaan penerbit saham. Di sini terjadi penentuan harga saham yang ditetapkan bersama antara perusahaan (emiten) bersama pihak penjamin (*underwriter*). Oleh sebab itu, sangatlah penting bagi *underwriter* menetapkan harga yang tepat (Ritter, 1987).

Salah satu fenomena yang terjadi pada IPO adalah terjadinya perbedaan harga yang positif (*positive difference price*), yaitu penetapan harga IPO yang lebih rendah dari harga saham sesuai dengan nilai perusahaan. Baron (1982) menganggap *underwriter* memiliki informasi lebih tentang pasar modal, sedangkan emiten merupakan pihak yang tidak memiliki informasi pasar modal. *Underwriter* memanfaatkan informasi yang dimiliki untuk membuat kesepakatan harga IPO yang optimal baginya, yaitu harga yang memperkecil risiko bila saham tidak terjual semua. Karena emiten kurang memiliki informasi, maka emiten menerima harga yang murah bagi penawaran sahamnya.

Padahal, ketika saham sudah masuk ke pasar sekunder, dan sudah diperdagangkan di lantai bursa, maka fenomena yang terjadi adalah terjadinya tiga anomali, yaitu pertama, *underpricing*, yaitu keadaan dimana penetapan harga saham pada saat IPO lebih rendah dari harga saham pada penutupan di hari pertama di pasar sekunder, seperti pada penelitian Reilly dan Hatfield (1969). Kondisi ini menyebabkan terjadinya *positif initial return*. Anomali yang kedua adalah *long term performance*, yaitu keadaan dimana dalam jangka panjang, kinerja saham IPO mempunyai kinerja yang jelek. Kondisi ini menyebabkan *cummulative abnormal return* (CAR) dari saham IPO membentuk pola naik turun. Hal ini menunjukkan bahwa harga yang terjadi pada saat diawal pasar sekunder bukanlah harga saham sesuai dengan nilai perusahaan (harga wajar). Dalam jangka panjang, *positif initial return* yang diperoleh karena *underpricing*, ditiadakan karena kerugian yang dialami dalam jangka panjang (Sembel, 1996). Anomali ketiga adalah adanya siklus *hot and cold market*, yaitu terjadi siklus rata-rata *initial return* yang tinggi (*hot*) dan rendah (*cold*) (Ibbotson dan Jaffe, 1975). *Initial return* juga bervariasi pada setiap sektor dan dapat dilihat pada volume IPO (Sembel, 1996). Ronni (2003) juga menjelaskan siklus *hot and cold* disebabkan karena (1) jumlah saham yang diperdagangkan dan ketidakpastian yang lebih tinggi dari rata-rata pada saat pasar *hot*.

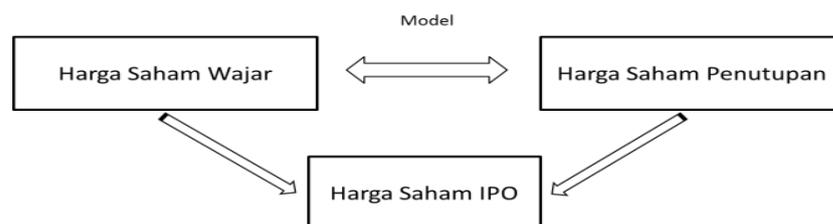
Initial Return

Sumber : Bursa Efek Indonesia, diolah

Gambar 1. *Initial return*

Penelitian terjadinya anomali pertama, yaitu fenomena *underpricing* yang menyebabkan terjadinya positif *initial return* telah dilakukan di banyak negara, seperti Ritter (1984) yang melakukan penelitian di USA pada tahun 1960-1982 dan menghasilkan *initial return* 11,4%. Di Asia, yaitu di Singapura penelitian dilakukan oleh Lee *at al.*, (2003) pada tahun 1973 – 1992 dan menghasilkan *initial return* 31,73%. Gambar 1 menunjukkan rata-rata *initial return* pada perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia. Dari data tersebut diperoleh hasil sebesar 60% perusahaan yang melakukan IPO, mempunyai *initial return* yang positif. Penelitian penilaian harga saham wajar pada saat IPO dilakukan oleh Riyanto (2013) pada saham PT Waskita Karya (Persero) Tbk yang melakukan IPO pada tanggal 19 Desember 2012. Berdasarkan metoda *Relative Valuation* PER menghasilkan nilai wajar saham sebesar Rp. 488 per lembar saham sedangkan harga saham pada saat IPO adalah Rp. 380. Harga saham PT Waskita Karya (Persero) pada penutupan perdagangan tanggal 28 Desember 2012 di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebesar Rp 450.

Hal tersebut menjadi menarik, karena berdasarkan fenomena di atas, terjadi bahwa harga saham pada saat IPO lebih rendah dibandingkan dengan harga saham wajar hasil penilaian (*valuation*) dan harga saham IPO lebih rendah dibandingkan dengan harga saham penutupan pada penutupan di hari pertama di pasar sekunder seperti pada Gambar 2.



Gambar 2. Membandingkan Harga Wajar, Harga Saham IPO dan Harga Saham Penutupan

Dengan demikian tujuan penelitian ini adalah : (1) Melakukan penilaian harga saham wajar dengan metode penilaian *price earning ratio* (PER); (2) Menganalisis perbedaan harga saham berdasarkan penilaian saham perusahaan dengan harga pada saat IPO; (3) Menganalisis perbedaan harga saham pada saat IPO dengan harga saham penutupan pada hari pertama di pasar sekunder; (4) Menganalisis perbedaan harga saham berdasarkan penilaian saham perusahaan dengan harga saham penutupan pada hari

pertama di pasar sekunder dan (5) Membuat model penentuan harga saham pada saat IPO berdasarkan penilaian nilai wajar saham.

KAJIAN TEORI

Penilaian Harga Saham (*Valuation*). Penilaian (valuasi) saham adalah proses menentukan berapa harga yang wajar untuk suatu saham yang dihasilkan. Para investor sebaiknya mengetahui berapa harga wajar atau nilai intrinsik dari suatu saham sebelum memutuskan untuk berinvestasi pada saham tersebut. Dalam melakukan penilaian harga wajar saham biasa terdapat berbagai macam pendekatan, diantaranya adalah Pendekatan *Price Earning Ratio* (PER). Menurut Damodaran (2012) :

$$P_o = EPS_1 \times Price\ Earning\ Ratio \quad (1)$$

Dimana : EPS_1 = Earning Per Share tahun mendatang, yang bisa diperoleh dengan rumus : $EPS_1 = EPS_0(1 + g)$

Dan pertumbuhan dividen adalah sebagai berikut (Damodaran, 2012) :

$$g = (1 - Payout\ Ratio) \times ROE \quad (2)$$

Dimana : ROE = *Return On Equity* yang di peroleh dengan membandingkan jumlah laba bersih setelah pajak dengan jumlah modal
 $Payout\ Ratio$ = Rasio dividen yang di bagikan perusahaan dibagi dengan jumlah saham beredar

Asymmetric Information. *Asymmetric information* adalah kondisi di mana informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen sebuah perusahaan tidak sama dengan informasi yang dimiliki oleh investor. Pembahasan *asymmetric information* dimulai oleh Akerlof (1970) yang menyatakan bahwa dalam pasar dimana terjadi informasi yang asimetris, nilai rata-rata dari komoditi cenderung untuk turun, bahkan untuk barang yang tergolong berkualitas bagus. Penjual yang tidak berniat baik akan menipu pembeli dengan cara memberi kesan seakan-akan barang yang dijualnya bagus, hal ini yang memunculkan adanya *adverse selection*. Sehingga, banyak pembeli yang menghindari penipuan menolak untuk melakukan transaksi dalam pasar seperti ini, atau menolak mengeluarkan uang besar dalam transaksi tersebut. Sebagai akibatnya, penjual yang benar-benar menjual barang bagus menjadi tidak laku karena hanya dinilai murah oleh pembeli, dan akhirnya pasar akan dipenuhi oleh barang berkualitas buruk.

Menurut Myers dan Majluf (1984), ada *asymmetric information* antara manajer dengan investor, manajer mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan investor dan penelitian Dierkens (1991) menunjukkan bahwa *asymmetric information* merupakan variabel yang signifikan dalam penerbitan saham.

Beberapa literatur menjelaskan terjadinya *underpricing* karena adanya *asymmetric information*. Model Rock (1986) mengemukakan adanya asimetri informasi antara investor yang memiliki informasi dan investor yang tidak memiliki informasi.

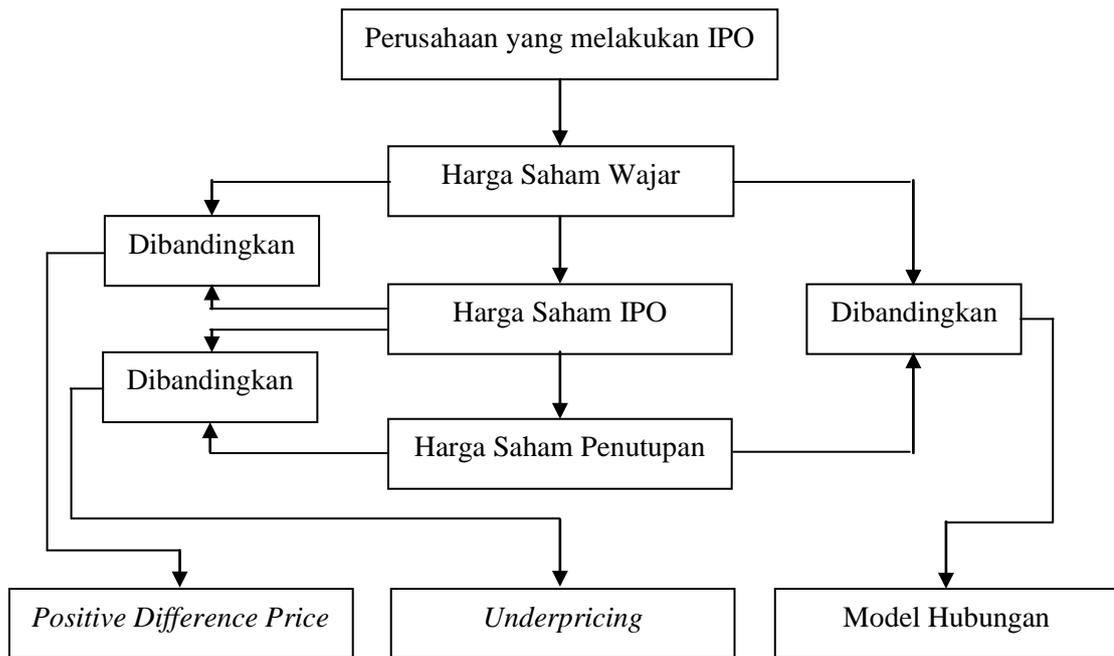
Sedangkan Beatty (1989) serta Beatty dan Ritter (1986) *asymmetric information* dapat terjadi antara emiten dan *underwriter*, maupun antar investor. Model Baron (1982) menganggap *underwriter* memiliki informasi lebih tentang pasar modal, sedangkan emiten merupakan pihak yang tidak memiliki informasi pasar modal. *Underwriter* memanfaatkan informasi yang dimiliki untuk membuat kesepakatan harga IPO yang optimal baginya, yaitu harga yang memperkecil risiko bila saham tidak terjual semua. Karena emiten kurang memiliki informasi, maka emiten menerima harga yang murah bagi penawaran sahamnya. Semakin besar ketidakpastian emiten tentang kewajaran harga sahamnya, maka lebih besar permintaan terhadap jasa *underwriter* dalam menetapkan harga. Kompensasi atas informasi yang diberikan *underwriter* adalah dengan mengizinkan *underwriter* menawarkan harga perdana sahamnya di bawah harga keseimbangan. Dengan demikian, semakin besar ketidakpastian akan semakin besar risiko yang dihadapi *underwriter*, maka akan menyebabkan tingkat *under pricing* semakin tinggi.

Signaling Theory. *Signaling theory* mengemukakan tentang bagaimana seharusnya perusahaan memberikan sinyal-sinyal pada pengguna laporan keuangan. Integritas informasi laporan keuangan yang mencerminkan nilai perusahaan merupakan sinyal positif yang dapat memengaruhi opini investor dan kreditor atau pihak-pihak lain yang berkepentingan. Laporan keuangan seharusnya memberikan informasi yang berguna bagi investor dan kreditor untuk membuat keputusan investasi, kredit dan keputusan sejenis. Spence (2002) menyatakan landasan utama dari *signaling theory* adalah mengurangi *asymmetric information* yang muncul diantara dua pihak, yaitu pihak manajemen dan pihak investor. Leland dan Pyle (1977) melakukan analisis mengenai pengiriman sinyal dalam proses IPO. Hasil analisis menyimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki prospek yang bagus di masa yang akan datang dan memiliki kemungkinan sukses yang tinggi selalu mengirimkan sinyal yang jelas kepada pasar saat *go public*. Untuk dapat lebih meyakinkan, sinyal yang dikirim kepada calon investor merupakan proyeksi perusahaan di masa yang akan datang dan keberhasilan yang telah dicapai selama ini. Jika perusahaan tidak mengirimkan sinyal kepada pasar, maka akan menghasilkan asimetris informasi yang akan menyebabkan kerugian pada saat IPO.

Menurut Wolk *et al.*, (2001) *signaling theory* menjelaskan alasan perusahaan menyajikan informasi untuk pasar modal. *Signaling theory* menunjukkan adanya *asymmetric information* antara manajemen perusahaan dan pihak pihak yang berkepentingan dengan informasi tersebut. Dalam *signaling theory*, pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Peningkatan utang diartikan oleh pihak luar sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban dimasa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar (Brigham, 2011).

Welch dan Ritter (2002) mengemukakan *signaling theory* pada fenomena *underpricing*. *Underpricing* IPO adalah mekanisme perusahaan dalam memberikan signal tentang kualitas perusahaan. Perusahaan dengan kualitas baik melakukan *underpricing* saham ketika mereka melakukan penawaran saham.

Kerangka Berfikir. Sebagaimana tujuan penelitian ini, dibuat kerangka pemikiran yang menggambarkan alur berfikir dalam penelitian ini seperti pada Gambar 3.



Gambar 3. Kerangka Pemikiran Penelitian Keseluruhan

METODE

Metode yang digunakan adalah metode kuantitatif deskriptif yang digunakan untuk memberikan gambaran melakukan valuasi harga saham. Metode valuasi saham yang di gunakan adalah *Price Earning Ratio* (PER). Kemudian penelitian kuantitatif komparatif digunakan untuk membandingkan harga saham perusahaan-perusahaan pada dua waktu dan metode penetapan harga yang berbeda, yaitu harga saham hasil valuasi dengan harga saham pada saat IPO dan dengan harga saham pada penutupan hari pertama di pasar sekunder (bursa). Sedangkan penelitian kuantitatif kausalitas digunakan untuk membuat model perbedaan harga saham yang terbentuk.

Populasi yang digunakan adalah perusahaan yang tercatat di BEI yang melakukan proses IPO dari tahun 2000 sampai tahun dengan jumlah perusahaan sebanyak 284 perusahaan. Sampel yang diambil dengan teknik *purposive* sebanyak 240 perusahaan yang memenuhi kriteria ketersediaan data. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang meliputi data jumlah perusahaan terbuka yang tercatat di BEI pada akhir tahun 2014, informasi tanggal pelaksanaan IPO, prospektus dan harga saham penutupan hari pertama di pasar sekunder (Bursa). Data diperoleh dari berbagai sumber seperti Bursa Efek Indonesia (BEI), Indonesia *Capital Market Electronic Library* (Icamel), dan *Indonesia Market Quotation* (IMQ).

Variabel. Variabel yang digunakan adalah variabel yang merupakan skala pengukuran rasio. Variabel yang di perlukan adalah :

Harga Saham Wajar. Untuk melakukan penilaian harga saham terdapat beberapa metode penilaian. Dalam penelitian ini, penilaian harga saham wajar akan dilakukan dengan metode *Price Earning Ratio* (PER). PER adalah suatu rasio yang

menggambarkan perbandingan antara harga saham dengan laba bersih dalam setahun yang telah dihasilkan perusahaan.

$$PER = \frac{\text{Stock Price}}{\text{Earning Per Share}} \quad (3)$$

Tahapan perhitungan harga saham wajar sebagai berikut :

- a. Tentukan nilai *Return on Equity* (ROE). ROE adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan modalnya.

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Equity}} \quad (4)$$

- b. Tentukan *Dividend per Share* (DPS). DPS adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam melakukan pembayaran dividen untuk setiap lembar sahamnya.

$$DPS = \frac{\text{Dividend}}{\text{Number of Share}} \quad (5)$$

- c. Tentukan *Dividend Payout Ratio* (DPR) DPR adalah rasio yang menggambarkan bagian laba yang diperoleh untuk per lembar saham yang akan dibayarkan dalam bentuk dividen.

$$DPR = \frac{\text{Gross Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}} \quad (6)$$

- d. Tentukan *Expected Earning Growth Rate* (g). *Earning Growth Rate* adalah tingkat pertumbuhan laba.

$$g = ROE \times (1 - DPR) \quad (7)$$

- e. Tentukan *Estimate Dividend per Share* (DPS₁). DPS₁ adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam melakukan pembayaran dividen yang akan datang untuk setiap lembar sahamnya dengan tingkat pertumbuhan laba sebesar g

$$DPS_1 = DPS \times (1 + g) \quad (8)$$

- f. Tentukan *Estimate Earning per Share*(EPS₁). EPS₁ adalah rasio yang menggambarkan berapa besar keuntungan atau laba yang akan datang yang diperoleh pemegang saham per lembar sahamnya dengan tingkat pertumbuhan laba sebesar g

$$EPS_1 = EPS \times (1 + g) \quad (9)$$

- g. Tentukan *Discount Rate* (k)

$$k = \frac{DPS_1}{P_{IPO}} + g \quad (10)$$

- h. Tentukan *Estimate Price Earning Ratio* (PER)

$$\text{Estimate PER} = \frac{DPS_1/EPS_1}{k - g} \quad (11)$$

i. Tentukan harga saham wajar = *Intrinsic Value*

$$Harga_{valuasi} = Intrinsic Value = EPS_1 \times Estimate PER \quad (12)$$

Harga Saham IPO. Harga saham IPO adalah harga yang tercantum dalam prospektus. Harga ini adalah harga yang terbentuk dari hasil kesepakatan antara perusahaan dengan perusahaan penjamin emisi (*underwriter*).

$$Harga_{IPO} = Harga Saham Pada Saat IPO \quad (13)$$

Harga Saham Penutupan. Harga saham penutupan adalah harga saham yang tercatat pada saat penutupan pada perdagangan hari pertama setelah masuk bursa di BEI.

$$Harga_{penutupan} = Harga Saham Penutupan \quad (14)$$

Initial Return. *Initial Return* adalah selisih harga saham penutupan pada hari pertama di perdagangan di pasar sekunder (bursa) dengan harga saham pada saat IPO dibagi oleh harga saham pada saat IPO.

$$IR = \frac{Harga_{penutupan} - Harga_{IPO}}{Harga_{IPO}} \quad (15)$$

Teknik Analisis Data. Analisis data dilakukan dengan menggunakan uji beda rata-rata. Hipotesis dalam penelitian ini adalah $H_0: \mu_1 = \mu_2$, tidak ada perbedaan harga x_1 dengan x_2

$H_a: \mu_1 \neq \mu_2$, ada perbedaan harga x_1 dengan x_2

Statistika uji :

$$t_{hitung} = \frac{(\bar{x}_1 - \bar{x}_2)}{\sqrt{\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}}} \quad (16)$$

Kriteria uji : Tolak H_0 $t_{hitung} > t_{tabel}$ tingkat kesalahan α atau jika taraf sig $< 0,05$

Pengujian dilakukan terhadap (1) harga saham wajar dengan harga saham pada saat IPO; (2) harga saham IPO dengan harga saham pada penutupan hari pertama; (3) harga saham wajar dengan harga saham *close*.

Kemudian dilanjutkan dengan membuat model hubungan harga saham wajar dengan harga saham *close* yang berupa hubungan fungsional dengan menggunakan analisis regresi sederhana yang sudah memenuhi asumsi normalitas dan sudah memenuhi uji model sebagai *Best Linier Unbiased Estimate* (BLUE) sebagai berikut :

$$Price_{Close} = \alpha + \beta Price_{IV} + \varepsilon \quad (17)$$

Dimana β adalah koefisien yang menunjukkan seberapa prediksi harga penutupan yang akan terjadi dengan harga wajar yang diperhitungkan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Jumlah perusahaan yang menjual saham perdananya atau yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2000 -2014 seperti pada Tabel 1.

Tabel 1. Jumlah Perusahaan yang IPO Tahun 2000 - 2014

Tahun	Jumlah Perusahaan yang IPO	PER > PER I	PER < PER I	% PER > PER I
2000	5	4	1	80.00
2001	25			
2002	17	8	9	47.06
2003	6	5	1	83.33
2004	10	7	3	70.00
2005	9	1	8	11.11
2006	7	4	3	57.14
2007	21	16	5	76.19
2008	16	13	3	81.25
2009	10	6	4	60.00
2010	19	14	5	73.68
2011	22	15	7	68.18
2012	22	14	8	63.64
2013	28	20	8	71.43
2014	23	17	6	73.91
Rata-rata	16	10	5	65.49

Sumber : Bursa Efek Indonesia, diolah

Keterangan : Data tahun 2001 tidak diketahui PER Industrinya

Berdasarkan data pada Tabel 1, rata-rata perusahaan yang melakukan IPO selama tahun 2000 – 2014 sebanyak 16 perusahaan dan perusahaan terbanyak melakukan IPO pada tahun 2013, yaitu sebanyak 28 perusahaan. Penetapan harga saham berdasarkan metode PER, Damodaran (2012) mengemukakan bahwa untuk memperhitungkan harga wajar sebuah saham dengan menggunakan metode PER adalah dengan mempertimbangkan tingkat pertumbuhan laba (g). Dengan adanya pertumbuhan laba (g), maka keuntungan per-lembar saham (*Earning Per Share* (EPS_1)) akan tumbuh atau meningkat sehingga PER akan semakin meningkat (PER_1). Peningkatan PER akan menyebabkan bahwa harga saham yang ditetapkan pada saat IPO seharusnya lebih tinggi. Firth (2008) melakukan studi penilaian harga saham IPO dengan sampel perusahaan yang melakukan IPO tahun 1992 – 2002 di China. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penilaian saham dengan menggunakan *Price Earning Multiples* secara signifikan dapat menjelaskan kekuatan dalam pembentukan dan penyampaian informasi tentang kualitas perusahaan ketika menentukan harga IPO. Hal ini muncul ketika *China Securities and Regulatory Commission* tahun 1999 mengeluarkan pedoman dalam menyetujui permohonan dilakukannya IPO.

Berkman (2000) menggunakan metode *price earning valuation* pada sampel 45 perusahaan yang baru tercatat di Bursa Efek New Zealand dan hasilnya menunjukkan bahwa *price earning* memiliki akurasi sekitar 70% dalam menilai harga saham. Sementara Sahoo dan Rajib (2013) meneliti P/E 120 perusahaan yang melakukan IPO

di India selama periode 2002-2007. Dengan memperhatikan perusahaan yang sebanding dari industri yang sama, hasil yang diperoleh adalah bahwa karakteristik pendapatan dan pengembalian kekayaan bersih memberikan hasil yang paling efisien digunakan untuk mengevaluasi harga IPO. Valuasi cenderung lebih akurat, yaitu sebesar 77,5%.

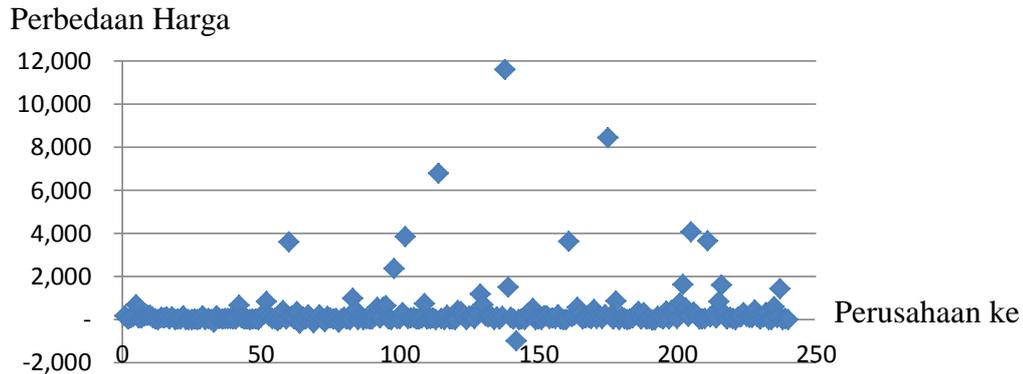
Harga saham yang seharusnya yaitu harga saham wajar hasil valuasi dihitung melalui beberapa tahap, pertama ditentukan ROE kemudian dihitung tingkat pertumbuhan (g). Berdasarkan tingkat pertumbuhan sebuah perusahaan maka dapat dihitung estimasi PER tahun depan (PER_1) sehingga harga wajar perusahaan berdasarkan PER_1 tersebut dapat diketahui seperti sebagian dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Harga Saham IPO dan Harga Saham Wajar Hasil Valuasi
(Contoh : tahun 2014)

No	Kode	ROE	DPR	g	EPS	Harga IPO	PER	EPS_1	PER_1	Harga Valuasi
1	PNBS	0.08	10%	0.07	7.42	100	13.48	7.92	14.39	114
2	ASMI	0.18	10%	0.16	18.01	270	14.99	20.88	17.38	363
3	BINA	0.10	30%	0.07	8.31	240	28.88	8.88	30.87	274
4	TALF	0.16	15%	0.14	38.80	395	10.18	44.04	11.56	509
5	BALI	0.25	40%	0.15	72.71	400	5.50	83.56	6.32	528
6	WTON	0.33	30%	0.23	36.16	590	16.32	44.53	20.09	894
7	MDIA	0.08	40%	0.05	11.99	1,380	115.08	12.57	120.59	1,515
8	LRNA	0.05	15%	0.04	35.88	900	25.08	37.47	26.19	981
9	DAJK	0.13	25%	0.10	18.39	470	25.56	20.22	28.11	568
10	LINK	0.14	10%	0.13	119.03	1,600	13.44	134.43	15.18	2,041
11	CINT	0.23	25%	0.17	59.98	330	5.50	70.18	6.44	452
12	MGNA	0.06	30%	0.04	12.71	105	8.26	13.24	8.60	114
13	BPII	0.14	10%	0.12	69.75	500	7.17	78.33	8.05	630
14	DNAR	0.03	20%	0.02	4.37	110	25.17	4.47	25.73	115
15	TARA	0.01	30%	0.00	0.69	106	154.42	0.69	155.14	107
16	BIRD	0.22	80%	0.04	125.52	6,500	51.79	131.07	54.08	7,088
17	IMPC	0.25	30%	0.17	426.90	3,800	8.90	500.30	10.43	5,219
18	AGRS	0.03	30%	0.02	3.79	110	29.05	3.88	29.74	115
19	IBFN	0.08	30%	0.06	11.26	288	25.57	11.89	26.99	321
20	GOLL	0.00	25%	0.00	1.13	288	255.16	1.13	256.05	290

Sumber : Bursa Efek Indonesia, diolah

Perbandingan Harga Saham Wajar Dengan Harga Saham IPO. Harga saham wajar hasil penilaian dengan menggunakan metode *Price Earning Ratio* (PER) jika di bandingkan dengan harga saham pada saat IPO pada perusahaan yang melakukan IPO tahun 2000 – 2014 mempunyai perbedaan harga seperti pada Gambar 4.



Sumber : Bursa Efek Indonesia, diolah

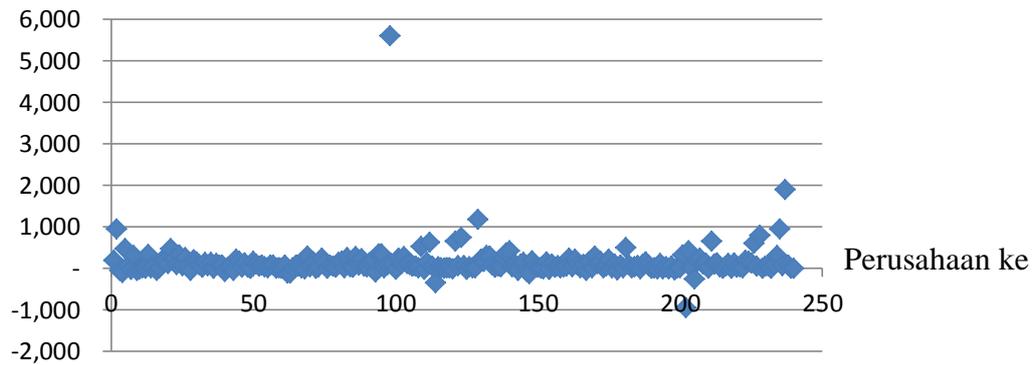
Gambar 4. Perbedaan Harga Saham Wajar dan Harga Saham IPO

Berdasarkan Gambar 4 dari 240 perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 2000 – 2014, perbedaan harga saham wajar hasil penilaian dengan menggunakan metode *Price Earning Ratio* (PER) dengan harga saham pada saat IPO berkisar pada Rp. -1.004 – Rp. 11.600 dengan rata-rata Rp. 351 dan simpangan baku Rp. 1.162. Selanjutnya dilakukan pengujian untuk melihat perbedaan antara harga saham wajar hasil penilaian dengan harga saham pada saat IPO. Diperoleh hasil taraf signifikansi sebesar 0.000 yang lebih kecil dari tingkat kesalahan $\alpha = 0.05$, artinya terdapat perbedaan yang signifikan harga saham wajar hasil penilaian dengan menggunakan metode *Price Earning Ratio* (PER) dengan harga saham pada saat IPO. Perbedaan rata-rata sebesar 351 dan bernilai positif artinya bahwa rata-rata harga saham wajar hasil penilaian lebih besar di dibandingkan dengan harga saham pada saat IPO. Hal itu menunjukkan terjadinya *positive difference price* pada saat penetapan harga IPO.

Penelitian penilaian harga saham wajar pada saat IPO dilakukan oleh Riyanto (2013) pada sahan PT Waskita Karya (Persero) Tbk yang melakukan IPO pada tanggal 19 Desember 2012. Berdasarkan metoda *Relative Valuation* PER menghasilkan nilai wajar saham sebesar Rp. 488 per lembar saham sedangkan harga saham pada saat IPO adalah Rp. 380. Artinya terjadi *positive difference price*. *Positive difference price* juga terjadi pada penelitian Wet (2015) yang mengemukakan terjadinya *positive difference price* pada IPO perusahaan Tencent Holdings Limited (Tencent), perusahaan internet dan telekomunikasi Cina yang melakukan IPO pada 16 Juni 2004. Hasil menunjukkan bahwa Tencent melakukan *positive difference price* karena kebijakan penjatahan IPO dan sebagai sinyal dari kualitas perusahaan.

Perbandingan Harga Saham Pada Penutupan Hari Pertama Dengan Harga Saham IPO. Harga saham penutupan pada hari pertama diperdagangkan di Bursa Efek jika di dibandingkan dengan harga saham pada saat IPO pada perusahaan yang melakukan IPO tahun 2000 – 2014 mempunyai perbedaan harga seperti pada Gambar 5.

Perbedaan Harga



Sumber : Bursa Efek Indonesia, diolah

Gambar 5. Perbedaan Harga Saham Penutupan dan Harga Saham IPO

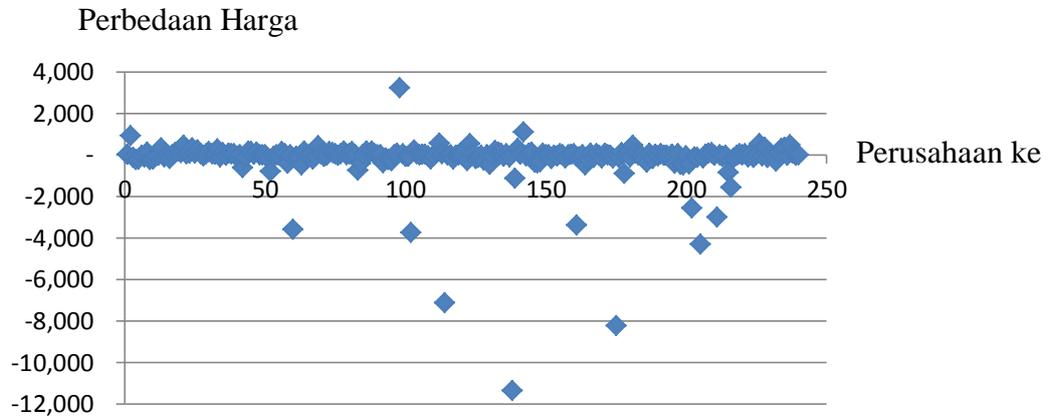
Berdasarkan Gambar 5 dari 240 perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 2000 – 2014, perbedaan harga saham penutupan pada hari pertama diperdagangkan di Bursa Efek dengan harga saham pada saat IPO berkisar pada Rp. -950 – Rp. 5.600 dengan rata-rata Rp. 139 dan simpangan baku Rp. 420. Selanjutnya dilakukan pengujian untuk melihat perbedaan antara harga saham IPO dengan harga saham penutupan. Diperoleh hasil taraf signifikansi sebesar 0.000 yang lebih kecil dari tingkat kesalahan $\alpha = 0.05$, artinya terdapat perbedaan yang signifikan antara harga saham IPO dengan harga saham penutupan. Perbedaan rata-rata sebesar 139 dan bernilai positif artinya bahwa rata-rata harga saham penutupan lebih besar di bandingkan dengan harga saham pada saat IPO. Hal itu menunjukkan terjadi *initial return* yang positif.

Loughron dan Ritter (2004) mengemukakan bahwa pada 1980-an, rata-rata *Initial Return* pada penawaran umum perdana (IPO) adalah 7%. Rata-rata *Initial Return* pada hari pertama menjadi hampir 15% selama tahun 1990-1998, dan melompat ke 65% selama tahun 1999-2000 dan kemudian kembali kepada 12% selama 2001-2003. Martinez dan Perron (2004) mengatakan bahwa harga saham pada saat *Initial Public Offerings* (IPO) cenderung meningkat secara signifikan pada hari pertama perdagangan. Deng dan Zhou (2015) mengatakan bahwa dengan tambahan informasi bagi investor, maka harga penutupan pada hari pertama pada saham yang melakukan IPO akan berbeda dengan harga pada saat pembukaan.

Perbandingan Harga Saham Pada Penutupan Hari Pertama Dengan Harga Saham Wajar. Harga saham penutupan pada hari pertama diperdagangkan di Bursa Efek jika di bandingkan dengan harga saham wajar pada perusahaan yang melakukan IPO tahun 2000 – 2014 mempunyai perbedaan harga seperti pada Gambar 6.

Berdasarkan Gambar 5 dari 240 perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 2000 – 2014, perbedaan harga saham penutupan pada hari pertama diperdagangkan di Bursa Efek dengan harga saham wajar berkisar pada Rp. -11.950 – Rp. 3.226 dengan rata-rata Rp. -211 dan simpangan baku Rp. 1185. Selanjutnya dilakukan pengujian untuk melihat perbedaan antara harga saham pada penutupan hari pertama dengan harga saham wajar. Diperoleh hasil taraf signifikansi sebesar 0.064 yang lebih besar dari tingkat kesalahan $\alpha = 0.05$, artinya tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara harga saham pada penutupan hari pertama dengan harga saham wajar hasil perhitungan. Dengan hasil yang menunjukkan tidak terjadi perbedaan, artinya harga saham pada penutupan hari pertama sama dengan harga saham wajar hasil penilaian. Agar harga

saham pada saat IPO tidak berbeda dengan harga saham penutupan, maka harga saham yang ditetapkan pada saat IPO diprediksi dengan menggunakan harga wajar hasil valuasi.



Sumber : Bursa Efek Indonesia, diolah

Gambar 6. Perbedaan Harga Saham Penutupan dan Harga Saham IPO

Penelitian perbedaan antara harga saham pada penutupan hari pertama dengan harga saham wajar hasil penilaian dilakukan oleh Riyanto (2013) pada saham PT Waskita Karya (Persero) Tbk yang melakukan IPO pada tanggal 19 Desember 2012. Berdasarkan metoda *Relative Valuation* PER menghasilkan nilai wajar saham sebesar Rp. 488 per lembar saham sedangkan harga saham pada saat penutupan hari pertama diperdagangkan dibursa efek adalah sebesar Rp. 445 perlembar.

Model Penetapan Harga Saham Pada Saat IPO Berdasarkan Harga Saham Wajar. Dengan hasil bahwa harga saham penutupan adalah sama dengan harga saham wajar, maka harga saham wajar dapat digunakan untuk memproksi harga saham penutupan. Harga saham wajar adalah harga saham yang di peroleh dari hasil penilaian harga saham (*valuation*). Harga wajar saham ini bisa dipergunakan untuk memprediksi berapa harga yang seharusnya di tetapkan pada saat perusahaan akan melakukan IPO, yaitu membuat model hubungan antara harga wajar saham dengan harga saham penutupan. Berdasarkan hasil analisis data diperoleh model persamaan sebagai berikut :

$$\text{Harga IPO} = 179.007 + 0.643 \text{ Harga}_{\text{Wajar}} \quad R^2 = 72.8 \% \\ (0.0) \quad (0.000)$$

Berdasarkan model diperoleh nilai *R-square* 0.728 artinya kenaikan atau penurunan harga saham pada saat IPO dapat dijelaskan sebesar 72.8% oleh harga wajar hasil penilaian. Dengan taraf signifikansi sebesar 0.000 yang lebih kecil dari tingkat kesalahan $\alpha = 0.05$ menghasilkan kesimpulan bahwa model benar bahwa harga saham pada saat IPO terbentuk oleh harga saham wajar hasil penilaian. Besar koefisien pengaruhnya diperoleh sebesar 0.643 dengan taraf signifikansi sebesar 0.000 yang lebih kecil dari tingkat kesalahan $\alpha = 0.05$. Artinya bahwa harga saham pada saat IPO dapat ditetapkan berdasarkan 64.3% dari harga saham wajar hasil penilaian dengan menggunakan PER.

PENUTUP

Kesimpulan. Dengan menggunakan metode valuasi *Price Earning Ratio* terjadi *positive difference price*, dimana harga saham wajar hasil valuasi lebih tinggi dari pada harga yang ditetapkan pada saat perusahaan melakukan IPO. Sementara itu, setelah saham masuk ke pasar sekunder, terjadi *underpricing*, anomali pertama dalam proses IPO. Harga saham yang ditawarkan pada saat perusahaan melakukan IPO lebih rendah dibandingkan dengan harga saham penutupan hari pertama, atau terjadi *positi initial return*. Setelah dilakukan pengujian, terdapat kesamaan harga saham wajar hasil valuasi dengan harga saham penutupan hari pertama. Sehingga harga wajar saham ini bisa dipergunakan untuk memprediksi harga saham yang seharusnya ditetapkan pada saat perusahaan akan melakukan IPO agar harga yang di tetapkan tidak berbeda dengan harga saham penutupan. Dari hasil perhitungan model, Harga saham yang ditetapkan adalah sebesar 64.3% dari harga saham hasil valuasi dengan tingkat kekuatan model 72.8%.

Saran. Dengan model bahwa harga saham pada saat perusahaan akan melakukan IPO dapat diprediksi oleh harga saham wajar hasil penilaian, maka saran yang dapat disampaikan adalah agar dilakukan penilaian saham dengan metode yang lain sebagai pembanding. Selain itu ditambahkan variabel yang lain dalam model.

DAFTAR RUJUKAN

- Akerlof GA. 1970, The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol 84. No 3:488-500.
- Baron DP. 1982. A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *The Journal of Finance*. Vol 37. No 4:955-976
- Basama SR. 2003. Problema Anomali Dalam Initial Public Offering (IPO). *Jurnal Manajemen & Kewirausahaan*. Vol 5. No 2:181 – 192.
- Beatty RP, Ritter J. 1986. Investment Banking, Reputation, and The Under pricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*. Vol 15: 213-232.
- Beatty RP. 1989. Auditor Reputation and The Pricing of IPO. *The Accounting Review*. Vol LXIV No 4: 693-707.
- Berkman H, Bradbury ME, Ferguson J. 2000. The Accuracy of Price-Earnings and Discounted Cash Flow Methods of IPO Equity Valuation. *Journal of International Financial Management and Accounting* Vol 11. No 2:71-83.
- Brigham EF, Houston JF. 2011. *Fundamental Of Financial Management* 13th Edition, South Western.
- Damodaran A. 2012. *Investment Valuation* 3th edition. John Wiley & Sons, Inc. New Jersey.
- Deng Q, Zhou Z. 2015. The Pricing Of First Day Opening Price Returns For ChiNext IPOs. *Rev Quant Finan Acc*.
- Dierkens N. Information Asymmetry and Equity Issues. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 26. No 2:1-48
- Firth M. 2008. Valuing IPOs Using Price-Earnings Multiples Disclosed by IPO Firms in an Emerging Capital Market. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*. Vol 11. No 3:429–463.
- Ibbotson RG, Jaffe JF. 1975. Hot Issue Markets. *The Journal Of Finance*. Vol. XXX. No 4:1027-1042.

- Kim M, Ritter JR.1999. Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics*. Vol 53 No 3:409-437.
- Lee P, Stokes D, Taylor S, Walter T, 2003, The Association Between Audit Quality, Accounting Disclosures And Firm-Specific Risk: Evidence From Initial Public Offerings. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol 22: 377-400.
- Leland HE, Pyle DH. 1977. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*. Vol 32. No 2: 371-387.
- Loughran. Ritter JR. 2002. Why Has IPO Underpricing Increased Over Time?. Working paper, University of Notre Dame and University of Florida.
- Martinez. 2004. The Valuation And Pricing Of Initial Public Offerings. *Thesis*. Massachusetts Institute of Technology.
- Myers SC, Majluf N S. 1984. Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*. Vol 13: 187-221.
- Reilly FK, Hatfield K. 1969. Investor Experience With New Stock Issues. *Financial Analysis Journal*.73-80.
- Ritter JR.. 1984. The 'Hot Issue' Market Of 1980. *Journal of Business*. Vol 57. No 2:215-240.
- Ritter JR.. 1987. The Costs Of Going Public. *Journal of Financial Economics*. Vol 19:260-781.
- Riyanto E. 2013. Evaluasi Harga Wajar Saham PT Waskita Karya Pada Saat Penawaran Umum Perdana Tahun 2012. *Tesis*. Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Rock KF. 1986. Why New Issues Are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, Vol 15. No 15: 187-212.
- Sahoo S, Rajib P. 2013. Valuing IPOs Using P/E Multiple: An Empirical Investigation. *Decision: The journal of Indian Institute of Management*. 40(1-2):27-46.
- Sembel RHM. 1996. IPO Anomalies, Truncated Excess Supply, and Heterogeneous Information. *Dissertation*. J. M. Katz Graduate School of Business. University of Pittsburgh. Pennsylvania
- Spence M. 2002. Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets. *The American Economic Review*, Vol 92. No 3:434-459.
- Welch I, Ritter J. 2002. A Review Of Ipo Activity, Pricing, And Allocations Working Paper 8805 National Bureau Of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge. 1-44.
- Wet DD. 2015. Tencent Holdings Limited: An IPO Case Study. *Thesis*. University Of Cape Town. South Africa.
- Wolk HI, Tearney MG, Dodd JL. 2001. *Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach*. South-Western College Publishing.