

KINERJA JANGKA PANJANG DAN DETERMINAN IPO DI BURSA EFEK INDONESIA PADA ERA SUKU BUNGA RENDAH PASCAPANDEMI DENGAN METODE *BUY-AND-HOLD ABNORMAL RETURN* PADA PERIODE 2021-2022

Frans Nicolas Marbun¹, Meinanda Kurniawan²

^{1,2}Universitas Padjadjaran, Bandung, Indonesia

Email: frans22001@mail.unpad.ac.id

Abstrak

Penelitian ini menguji keberadaan underperformance jangka panjang sekaligus mengidentifikasi determinannya, meliputi initial return, reputasi underwriter, umur perusahaan, offer size, dan hot market. Kinerja jangka panjang diukur dengan buy-and-hold abnormal return selama 36 bulan (BHAR36) terhadap IHSG. Keberadaan underperformance diuji melalui one-sample t-test, sedangkan pengaruh determinan diestimasi menggunakan regresi cross-section OLS dengan galat baku White dan diperiksa ketahanannya melalui quantile regression. Sampel merupakan sensus atas seluruh 113 perusahaan yang melaksanakan IPO pada periode tersebut. Hasil penelitian menunjukkan bahwa IPO periode 2021-2022 tidak mengalami underperformance jangka panjang yang signifikan. Initial return berpengaruh negatif signifikan dan konsisten dengan overreaction/fads theory, sementara umur perusahaan berpengaruh positif signifikan sejalan dengan divergence of opinion theory. Reputasi underwriter berpengaruh negatif signifikan berlawanan dengan prediksi, offer size tidak signifikan, dan hot market berpengaruh positif marginal yang juga berlawanan dengan prediksi. Hanya initial return yang bertahan dalam pengujian quantile regression, sehingga menjadi determinan paling robust. Temuan ini memperlihatkan bahwa determinan kinerja jangka panjang IPO di Indonesia bekerja secara kontekstual, sehingga penjelasannya menuntut kombinasi beberapa teori alih-alih satu teori dominan.

Kata Kunci: IPO, Kinerja Jangka Panjang, BHAR, Initial Return, Reputasi Underwriter, Bursa Efek Indonesia.

Abstract

This study examines the existence of long-run underperformance and identifies its determinants, namely initial return, underwriter reputation, firm age, offer size, and hot market. Long-run performance is measured using the 36-month buy-and-hold abnormal return (BHAR36) against the Jakarta Composite Index. The existence of underperformance is tested using a one-sample t-test, while the effect of the determinants is estimated through cross-section OLS regression with White standard errors and its robustness is examined using quantile regression. The sample is a census of all 113 firms that conducted IPOs during the period. The results show that IPOs in the 2021-2022 period did not experience significant long-run underperformance. Initial return has a significant negative effect, consistent with overreaction/fads theory, while firm age has a significant positive effect, consistent with

divergence of opinion theory. Underwriter reputation has a significant negative effect contrary to the prediction, offer size is insignificant, and hot market has a marginal positive effect that is also contrary to the prediction. Only initial return survives the quantile regression test, making it the most robust determinant. These findings show that the determinants of long-run IPO performance in Indonesia operate contextually, so that explaining them requires a combination of several theories rather than a single dominant one.

Keywords: IPO, Long-Run Performance, BHAR, Initial Return, Underwriter Reputation, Indonesia Stock Exchange.

A. PENDAHULUAN

Pandemi COVID-19 menjadi salah satu peristiwa dengan dampak ekonomi terbesar dalam beberapa dekade terakhir, yang menekan perekonomian global melalui disrupsi aktivitas kesehatan, produksi, perdagangan, konsumsi, dan investasi (Gagnon et al., 2023). Di Indonesia, kebijakan pembatasan mobilitas menahan penyebaran virus sekaligus membatasi aktivitas ekonomi (Rahayu & Muharam, 2021), sehingga perekonomian mengalami kontraksi dan pasar modal terkoreksi tajam. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sempat turun sekitar 40% pada kuartal pertama 2020, mencerminkan melemahnya kepercayaan investor terhadap prospek perekonomian (Ernawati et al., 2022).

Untuk menjaga stabilitas sistem keuangan dan mempercepat pemulihan, otoritas moneter di berbagai negara menempuh kebijakan yang sangat akomodatif melalui penurunan suku bunga acuan dan penyediaan likuiditas dalam jumlah besar (Cavallino & De Fiore, 2020; O'Donnell et al., 2024). Bank Indonesia menurunkan suku bunga acuan hingga 3,50%, level terendah sepanjang sejarahnya. Rendahnya suku bunga dan melimpahnya likuiditas memicu perilaku *search for yield*, yaitu perpindahan dana investor menuju aset berisiko seperti saham, sehingga tercipta kondisi kondusif bagi lonjakan aktivitas penawaran umum perdana (Initial Public Offering/IPO) sepanjang 2021-2022.

Tingginya antusiasme investor pada saat penawaran perdana tidak selalu mencerminkan kinerja saham dalam jangka panjang. Banyak studi mendokumentasikan kecenderungan saham IPO berkinerja lebih buruk dibandingkan pembandingnya dalam beberapa tahun setelah pencatatan, fenomena yang dikenal sebagai *long-run underperformance* (Loughran & Ritter, 1995; Ritter, 1991). Meskipun demikian, bukti empiris yang ada tidak seragam. *Underperformance* ditemukan di berbagai pasar baik negara maju maupun berkembang seperti yang telah di dokumentasikan oleh Loughran et al. (1994).

Determinan kinerja jangka panjang IPO, khususnya initial return, reputasi underwriter, offer size, hot market, dan umur perusahaan, juga menunjukkan hasil yang bervariasi antarstudi. Sebagian studi menemukan pengaruh signifikan, sementara sebagian lain tidak. Perbedaan hasil tersebut menjadi celah (*gap*) yang mendorong pengkajian ulang kelima faktor itu pada periode pasar yang lebih mutakhir. Periode 2021-2022 dipilih karena bertepatan dengan euforia pasar modal Indonesia yang ditandai tingginya aktivitas IPO dan meningkatnya partisipasi investor, sehingga menjadi periode yang menarik untuk dikaji sekaligus memungkinkan pengamatan kinerja jangka panjang tiga tahun secara lengkap.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terjadi underperformance jangka panjang pada IPO di BEI periode 2021-2022, serta menganalisis pengaruh initial return, reputasi underwriter, offer size, hot market, dan umur perusahaan terhadap kinerja jangka panjang IPO. Objek penelitian adalah seluruh perusahaan yang melaksanakan IPO di BEI pada periode tersebut. Secara teoretis penelitian ini diharapkan memperkaya kajian empiris kinerja jangka panjang IPO di pasar negara berkembang, dan secara praktis menjadi acuan bagi investor, calon emiten, serta regulator pasar modal.

B. TINJAUAN PUSTAKA

1. Kinerja Jangka Panjang IPO

Kinerja jangka panjang IPO menggambarkan imbal hasil saham perdana dalam horizon beberapa tahun setelah pencatatan relatif terhadap pembandingnya. Ritter (1991) serta Loughran & Ritter (1995)) mendokumentasikan bahwa saham IPO secara rata-rata berkinerja lebih buruk daripada pembandingnya sepanjang tiga hingga lima tahun pertama. Dalam penelitian ini kinerja jangka panjang diukur menggunakan buy-and-hold abnormal return selama 36 bulan (BHAR36) terhadap IHSG, yaitu selisih antara return kumulatif memegang saham IPO dan return kumulatif memegang indeks pasar pada periode yang sama (Fuadi & Pasaribu, 2024).

Overvaluasi pada awal perdagangan dipandang sebagai sumber utama underperformance. Penelitian ini menjelaskannya melalui tiga teori yang menyoroti sumber overvaluasi berbeda: *overreaction/fads theory* yang menekankan reaksi berlebihan investor, *divergence of opinion theory* yang menekankan perbedaan penilaian antarinvestor pada kondisi keterbatasan short selling, dan *windows of opportunity theory* yang menekankan pemilihan waktu penawaran oleh emiten. Ketiganya bermuara pada prediksi yang sama, yaitu bahwa overvaluasi awal akan terkoreksi seiring terungkapnya kinerja fundamental perusahaan.

Kinerja jangka panjang IPO umumnya diukur dengan cumulative abnormal return (CAR) atau buy-and-hold abnormal return (BHAR) (Lyon et al., 1999). Penelitian ini menggunakan BHAR karena mencerminkan pengalaman investasi aktual investor melalui pendekatan compounding dan menghindari rebalancing bias yang melekat pada CAR (Barber & Lyon, 1997; Kooli & Suret, 2004). BHAR diformulasikan sebagai berikut:

$$BHAR_{i,T} = \left[\left(\prod_{t=1}^T (1 + r_{i,t}) \right) - \left(\prod_{t=1}^T (1 + r_{m,t}) \right) \right]$$

Pengujian hipotesis nol yang menyatakan rata-rata BHAR sama dengan nol dilakukan dengan menerapkan uji t satu sampel (one-sample t-test) sebagai berikut:

$$t = \frac{\overline{BHAR}_T}{\sigma/\sqrt{N}}$$

2. Initial Return

Initial return mencerminkan besarnya kenaikan harga pada hari pertama perdagangan relatif terhadap harga penawaran. Menurut *overreaction/fads theory*, initial return yang tinggi dapat mencerminkan harga pasar sekunder yang terbentuk di atas nilai fundamental akibat optimisme investor yang berlebihan. Optimisme

tersebut tidak berkelanjutan, sehingga harga terkoreksi ketika informasi kinerja perusahaan yang sebenarnya mulai tersedia. Semakin besar overvaluasi awal yang tercermin dari initial return, semakin besar pula koreksi harga pada periode berikutnya. Studi Chi et al. (2010), Emasari & Tamara (2010), serta Rathnayake et al. (2022) menemukan pengaruh negatif initial return terhadap kinerja jangka panjang IPO.

3. Reputasi Underwriter

Underwriter berperan menilai dan turut menetapkan harga penawaran, sehingga reputasinya dipandang mencerminkan kredibilitas suatu penawaran. Menurut divergence of opinion theory, underwriter bereputasi tinggi memiliki modal reputasi yang harus dijaga sehingga hanya bersedia berasosiasi dengan perusahaan yang nilai masa depannya dapat diperkirakan secara akurat. Kondisi ini menekan ex ante uncertainty dan mempersempit perbedaan penilaian antarinvestor, sehingga koreksi harga yang menyusul menjadi lebih kecil. Studi Dhamija & Arora (2017) serta Siwach et al. (2023)) menemukan bahwa saham yang dijamin underwriter bereputasi tinggi mengalami underperformance jangka panjang yang lebih ringan.

4. Offer Size

Offer size mencerminkan besarnya dana yang dihimpun emiten melalui penawaran perdana sekaligus menjadi indikator skala penawaran yang dapat langsung diamati investor. Penawaran berskala besar umumnya disertai cakupan informasi yang lebih memadai dan perhatian pasar yang lebih luas, sehingga nilai wajarnya lebih mudah diperkirakan dan perbedaan ekspektasi antarinvestor menyempit. Studi Agathee et al. (2014) serta (Fuadillah & Harjito, 2009) menemukan pengaruh positif skala penawaran terhadap kinerja jangka panjang IPO.

5. Hot Market

Hot market menggambarkan periode ketika aktivitas penawaran perdana meningkat secara tidak lazim, umumnya disertai underpricing yang tinggi dan optimisme investor yang memuncak. Menurut windows of opportunity theory, periode tersebut menandai terbukanya jendela kesempatan ketika valuasi pasar berada di atas nilai fundamentalnya, sehingga manajer terdorong mempercepat penawaran. Harga yang terbentuk memuat ekspektasi berlebihan yang tidak berkelanjutan, dan terbukanya jendela juga menarik masuk perusahaan berkualitas marjinal. Studi Kumar & Sahoo (2021) serta Vachekrilas et al. (2025) menemukan pengaruh negatif hot market terhadap kinerja jangka panjang IPO.

6. Umur Perusahaan

Umur perusahaan menggambarkan lamanya perusahaan menjalankan usahanya sebelum memasuki pasar modal. Perusahaan yang telah lama beroperasi memiliki rekam jejak dan lingkungan informasi yang lebih kaya, sehingga arus kas masa depannya lebih mudah diestimasi secara presisi. Sebaliknya, masa depan perusahaan muda sulit diramalkan sehingga umur perusahaan dipandang sebagai proksi ex ante uncertainty. Studi Rathnayake et al. (2022) serta Eka Yuyan et al. (2022) menemukan pengaruh positif umur perusahaan terhadap kinerja jangka panjang IPO.

7. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kajian teori dan temuan empiris di atas, penelitian ini mengajukan enam hipotesis berikut:

H1: Kinerja jangka panjang IPO tahun 2021-2022 mengalami underperformance.

H2: Initial return berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja jangka panjang IPO.

H3: Reputasi underwriter berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja jangka panjang IPO.

H4: Offer size berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja jangka panjang IPO.

H5: Hot market berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja jangka panjang IPO.

H6: Umur perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja jangka panjang IPO.

C. METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan jenis eksplanatif, yaitu penelitian yang bertujuan menjelaskan hubungan kausal antarvariabel. Variabel independen terdiri atas initial return, reputasi underwriter, umur perusahaan, offer size, dan hot market, sedangkan variabel dependen adalah kinerja jangka panjang IPO yang diukur dengan BHAR36. Data yang digunakan merupakan data sekunder dari dua sumber. Pertama, prospektus IPO periode 2021-2022 yang diperoleh dari BEI untuk memperoleh data penjamin emisi (*underwriter*), tanggal pendirian perusahaan, serta total emisi. Kedua, basis data finansial Investing.com dan Google Finance untuk memperoleh data harga saham selama periode pengamatan tiga tahun setelah pencatatan.

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan yang mencatatkan IPO di BEI selama 2021-2022, yaitu sebanyak 113 perusahaan. Karena seluruh anggota populasi dijadikan objek penelitian, teknik penentuan sampel yang digunakan adalah sampling jenuh (*sensus*), sehingga sampel sama dengan populasi, yakni 113 perusahaan (Sugiyono, 2023). Perusahaan yang periode observasinya tidak penuh akibat delisting maupun suspensi tidak dikeluarkan dari sampel untuk menghindari survivorship bias; mengikuti Ritter (1991) serta Loughran & Ritter (1995), periode pengukuran dipotong pada bulan terakhir tersedianya harga dengan benchmark dipotong pada bulan yang sama.

Variabel dependen, kinerja jangka panjang IPO, diukur dengan BHAR36, yaitu selisih return kumulatif saham dan return kumulatif IHSG selama 36 bulan yang dihitung mulai offer date + 6 hari untuk menghindari pengaruh underpricing, kemudian diwinsorisasi pada persentil ke-5 dan ke-95 (Fuadi & Pasaribu, 2024). Initial return diukur sebagai return hari pertama perdagangan yang disesuaikan dengan indeks pembanding (*market-adjusted initial return*) (Sasikirono et al., 2018). Reputasi underwriter diukur dengan pangsa pasar lead underwriter berdasarkan total nilai penjaminan emisi pada satu tahun sebelum IPO (Arora & Singh, 2021). Offer size diukur dengan logaritma natural dari nilai penawaran, yaitu jumlah saham yang ditawarkan dikalikan harga penawaran (Rathnayake et al., 2022). Umur perusahaan diukur dari selisih tahun antara pendirian perusahaan dan tahun pencatatan (Fuadi & Pasaribu, 2024). Hot market merupakan variabel dummy berbasis 3-month detrended centered moving average jumlah IPO, yang bernilai satu untuk kondisi hot

jika berada di atas median dan bernilai nol untuk kondisi cold jika berada di bawah atau sama dengan median (Lin et al., 2021).

Pengujian keberadaan underperformance dilakukan dengan one-sample t-test terhadap rata-rata BHAR untuk menguji apakah berbeda signifikan dari nol. Pengaruh determinan diestimasi menggunakan regresi cross-section dengan metode Ordinary Least Squares (OLS) dan White heteroskedasticity-consistent standard errors and covariance (Gujarati & Porter, 2009), dengan model:

$$BHAR_{36} = \alpha + \beta_1 IR + \beta_2 UWREP + \beta_3 OFFSIZE + \beta_4 HOT + \beta_5 AGE + e$$

Sebelum estimasi, dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas (Jarque-Bera), uji multikolinearitas (VIF), dan uji heteroskedastisitas (Breusch-Pagan-Godfrey). Pengujian hipotesis mencakup uji F untuk signifikansi model secara simultan, uji t untuk pengaruh parsial masing-masing variabel, dan koefisien determinasi (R^2). Ketahanan hasil diperiksa melalui quantile regression pada kuantil 0,25, 0,50, dan 0,75 (Koenker & Bassett, 1978; Sasikirono et al., 2018).

D. HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif kelima variabel independen dan variabel dependen disajikan pada Tabel 1. Rata-rata BHAR bernilai negatif sebesar -0,2472 dengan standar deviasi sebesar 0,7870. Nilai rata-rata yang negatif ini mengindikasikan bahwa secara umum saham IPO cenderung berkinerja lebih rendah dibandingkan tolak ukurnya, meskipun rentang kinerja antaremiten cukup lebar sebagaimana ditunjukkan oleh nilai minimum sebesar -1,0244 dan nilai maksimum sebesar 1,5313. Nilai median BHAR sebesar -0,5556 yang lebih kecil daripada rata-rata menandakan distribusi data yang condong ke kanan. Rata-rata initial return sebesar 0,1683 konsisten dengan fenomena underpricing, rata-rata reputasi underwriter sebesar 0,0315, dan rata-rata hot market sebesar 0,5664 menunjukkan komposisi kondisi pasar yang relatif berimbang antara periode hot dan cold.

Tabel 1. Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Median	Maksimum	Minimum	Std. Dev.
BHAR	-0,2472	-0,5556	1,5313	-1,0244	0,7870
IR	0,1683	0,2413	0,3700	-0,4513	0,1783
UWREP	0,0315	0,0091	0,2381	0,0000	0,0532
OFFSIZE (Ln)	25,7129	25,5516	30,7175	23,7190	1,4752
HOT	0,5664	1,0000	1,0000	0,0000	0,4978
AGE (Ln)	2,5139	2,5649	3,7612	0,0000	0,8004

IR = Initial Return; UWREP = Reputasi Underwriter; OFFSIZE = Offer Size; HOT = Hot Market; AGE = Umur Perusahaan.

Sumber: Eviews 13, Diolah Peneliti

2. Uji Asumsi Klasik

Uji normalitas Jarque-Bera menghasilkan nilai statistik sebesar 14,65977 dengan probabilitas sebesar 0,000656 yang lebih kecil daripada taraf signifikansi 0,05, sehingga residual tidak terdistribusi normal secara sempurna. Regresi OLS tetap dilakukan karena estimator OLS bersifat konsisten dan berdistribusi normal secara asimtotik, dan untuk memperoleh hasil yang lebih robust digunakan White

heteroskedasticity-consistent standard errors and covariance. Uji multikolinearitas menunjukkan bahwa seluruh nilai VIF berada di bawah ambang batas sepuluh, yaitu pada rentang antara 1,0145 dan 1,1067, sehingga model dinyatakan bebas dari multikolinearitas. Uji heteroskedastisitas Breusch-Pagan-Godfrey menghasilkan nilai probabilitas Chi-Square sebesar 0,1749 yang lebih besar daripada 0,05, sehingga model tidak mengandung gejala heteroskedastisitas.

3. Uji Keberadaan *Underperformance* (One-Sample *t*-test)

Hasil one-sample *t*-test terhadap rata-rata BHAR dari bulan pertama hingga bulan ke-36 disajikan pada Tabel 2. Nilai rata-rata BHAR bernilai positif pada bulan pertama hingga bulan ke-16, kemudian berubah menjadi negatif secara konsisten setelah bulan ke-16 hingga akhir periode pengamatan, dan pada bulan ke-36 tercatat sebesar -0,0702. Namun, seluruh nilai *p*-value pada setiap bulan berada di atas 0,05, sehingga tidak ada satu pun periode yang menunjukkan rata-rata BHAR berbeda secara signifikan dari nol. Dengan demikian, meskipun secara arah terlihat kecenderungan *underperformance* pada paruh kedua periode observasi, secara statistik tidak terbukti adanya *underperformance* jangka panjang yang signifikan, sehingga hipotesis pertama tidak didukung.

Tabel 2. Hasil One-Sample *t*-test Rata-Rata BHAR (N = 113)

Bulan	Mean	t-stat	p-value	Bulan	Mean	t-stat	p-value
1	0,0978	1,4371	0,1535	19	-0,0329	-0,1835	0,8547
2	0,1071	1,4019	0,1637	20	-0,0154	-0,0817	0,9350
3	0,0974	1,0736	0,2853	21	-0,0308	-0,1659	0,8685
4	0,1314	1,3016	0,1957	22	-0,0497	-0,2692	0,7883
5	0,2787	1,1882	0,2373	23	-0,0662	-0,3835	0,7021
6	0,2431	0,9028	0,3686	24	-0,0629	-0,3419	0,7330
7	0,1829	0,7757	0,4395	25	-0,0482	-0,2591	0,7960
8	0,1897	0,8576	0,3929	26	-0,0910	-0,4966	0,6204
9	0,1518	0,6919	0,4904	27	-0,0603	-0,3229	0,7474
10	0,1661	0,7640	0,4465	28	-0,0948	-0,5434	0,5879
11	0,1302	0,6588	0,5113	29	-0,1136	-0,6441	0,5208
12	0,1197	0,5507	0,5829	30	-0,1655	-0,9824	0,3280
13	0,1145	0,5306	0,5967	31	-0,1714	-1,0443	0,2986
14	0,0983	0,4561	0,6492	32	-0,1649	-1,0136	0,3130
15	0,0088	0,0444	0,9646	33	-0,1306	-0,7463	0,4570
16	0,0099	0,0500	0,9602	34	-0,1036	-0,5908	0,5559
17	-0,0281	-0,1655	0,8689	35	-0,0506	-0,2262	0,8214
18	-0,0049	-0,0243	0,9806	36	-0,0702	-0,3617	0,7183

* * * * * menunjukkan signifikansi pada taraf 10%, 5%, dan 1%.

Sumber: Eviews 13, Diolah Peneliti

4. Uji Hipotesis (Uji F, Uji *t*, dan Koefisien Determinasi)

Uji F menghasilkan nilai probabilitas F-statistic sebesar 0,0023 yang lebih kecil daripada 0,05, sehingga secara simultan kelima variabel independen berpengaruh terhadap BHAR dan model dinyatakan layak digunakan. Hasil uji *t* parsial disajikan

pada Tabel 3. Nilai R-squared sebesar 0,1427 menunjukkan bahwa seluruh variabel independen secara bersama-sama mampu menjelaskan sekitar 14,27 persen variasi BHAR, sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor lain di luar model. Nilai koefisien determinasi yang relatif rendah ini lazim ditemukan dalam penelitian kinerja jangka panjang IPO, sebagaimana dikemukakan Ritter (1991) serta Carter et al. (1998).

Tabel 3. Hasil Uji t

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.4111	1.1345	-0.3624	0.7178
IR	-0.9796	0.4313	-2.2713	0.0251**
UWREP	-2.9909	0.8845	-3.3815	0.0010***
OFFSIZE	-0.0042	0.0439	-0.0960	0.9237
HOT	0.2600	0.1343	1.9357	0.0555*
AGE	0.1527	0.0766	1.9952	0.0486**

* ** *** menunjukkan signifikansi pada taraf 10%, 5%, dan 1%.

Sumber: Eviews 13, Diolah Peneliti

5. Uji Ketahanan (*Quantile Regression*)

Hasil quantile regression pada kuantil 0,25, 0,50, dan 0,75 disajikan pada Tabel 4. Variabel initial return signifikan pada tingkat 5% di kuantil ke-50 dan ke-75, dengan koefisien yang membesar secara monoton dari -1,0541 menjadi -2,1530, sehingga pengaruh negatifnya terkonsentrasi pada kelompok kinerja menengah hingga tinggi. Sebaliknya, reputasi underwriter dan umur perusahaan yang signifikan pada OLS tidak signifikan pada seluruh kuantil. Dengan demikian, hanya initial return yang bertahan sebagai determinan yang robust.

Tabel 4. Hasil Robustness Test Quantile Regression

	Q25	Q50	Q75
C	-1.4661 (0.1060)	-1.17154 (0.443)	-0.5358 (0.848)
IR	-0.4164 (0.1460)	-1.0541** (0.031)	-2.1530** (0.016)
UWREP	-0.6089 (0.5360)	-1.3262 (0.426)	-2.5694 (0.400)
OFFSIZE	0.0196 (0.5770)	0.0158 (0.790)	0.0068 (0.950)
HOT	0.0959 (0.3570)	0.1323 (0.452)	0.4038 (0.211)
AGE	0.0666 (0.2880)	0.1628 (0.127)	0.2683 (0.169)

* ** *** menunjukkan signifikansi pada taraf 10%, 5%, dan 1%

Sumber: Data Diolah Peneliti

Hasil one-sample t-test menunjukkan bahwa saham IPO periode 2021-2022 tidak mengalami underperformance jangka panjang yang signifikan secara statistik, sehingga H1 tidak didukung. Temuan ini berbeda dengan fenomena yang pertama kali didokumentasikan Ritter (1991) serta Loughran & Ritter (1995), yang menemukan

saham IPO secara rata-rata berkinerja lebih buruk daripada pembandingnya sepanjang tiga hingga lima tahun pertama. Meskipun demikian, arah rata-rata BHAR yang berubah menjadi negatif setelah bulan ke-16 mengindikasikan adanya kecenderungan koreksi harga pada paruh kedua periode observasi, yang konsisten dengan mekanisme terkoreksinya overvaluasi awal. Tidak signifikannya underperformance ini sejalan dengan sifat bukti empiris di pasar berkembang yang tidak seragam, sebagaimana juga ditemukan pada studi IPO Indonesia terdahulu yang hasilnya bergantung pada kelompok dan metode pengukuran (Suherman & Dharmawan Buchdadi, 2011).

Initial return terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap BHAR pada taraf lima persen, dengan koefisien sebesar $-0,9796$, sehingga hipotesis kedua didukung. Arah negatif ini menunjukkan bahwa lonjakan harga pada hari pertama perdagangan berbanding terbalik dengan kinerja saham dalam jangka panjang, konsisten dengan overreaction/fads theory yang memandang tingginya return awal sebagai cerminan optimisme berlebihan yang kemudian terkoreksi. Temuan ini sejalan dengan Chi et al. (2010), Emasari & Tamara (2010), serta Rathnayake et al. (2022), dan merupakan satu-satunya pengaruh yang bertahan pada pengujian quantile regression.

Reputasi underwriter terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap BHAR pada taraf satu persen, dengan koefisien sebesar $-2,9909$. Arah pengaruh ini berlawanan dengan prediksi hipotesis ketiga yang mengharapkan hubungan positif, sehingga hipotesis ketiga tidak didukung. Alih-alih menjadi jaminan kinerja yang lebih baik, keterlibatan underwriter besar justru berasosiasi dengan return jangka panjang yang lebih rendah. Salah satu penjelasan yang mungkin adalah kecenderungan underwriter bereputasi tinggi menetapkan harga penawaran secara lebih agresif, sehingga potensi kenaikan harga di pasar sekunder menjadi terbatas. Namun, pengaruh ini tidak bertahan pada pengujian quantile regression, sehingga interpretasinya perlu dilakukan secara berhati-hati.

Offer size tidak berpengaruh signifikan terhadap BHAR, dengan koefisien sebesar $-0,0042$, sehingga hipotesis keempat tidak didukung. Arah koefisien yang negatif berlawanan dengan prediksi divergence of opinion theory, tetapi karena tidak signifikan hasil ini tidak dapat ditafsirkan sebagai pengaruh yang nyata. Dengan demikian, besarnya dana yang dihimpun pada saat IPO tidak secara langsung menentukan kinerja saham dalam jangka panjang.

Hot market terbukti berpengaruh positif terhadap BHAR dengan koefisien sebesar $0,2600$ dan signifikan pada taraf sepuluh persen. Arah pengaruh ini berlawanan dengan prediksi hipotesis kelima yang mengharapkan hubungan negatif, sehingga hipotesis kelima tidak didukung. Perusahaan yang melantai pada kondisi pasar aktif justru cenderung menjaga kinerja yang lebih baik, berbeda dengan prediksi windows of opportunity theory. Pengaruh ini juga tidak bertahan pada pengujian quantile regression.

Umur perusahaan terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap BHAR pada taraf lima persen, dengan koefisien sebesar $0,1527$, sehingga hipotesis keenam didukung. Perusahaan yang lebih lama berdiri memiliki rekam jejak dan lingkungan informasi yang lebih mapan, sehingga mengurangi perbedaan persepsi antarinvestor dan mendorong penilaian harga yang lebih stabil dalam jangka panjang. Temuan ini

sejalan dengan divergence of opinion theory serta hasil penelitian Rathnayake et al. (2022) dan Eka Yuyan et al. (2022). Namun, sebagaimana reputasi underwriter, pengaruh ini tidak bertahan pada seluruh kuantil.

E. KESIMPULAN

Penelitian ini menyimpulkan bahwa IPO di BEI periode 2021-2022 tidak mengalami underperformance jangka panjang yang signifikan secara statistik, meskipun secara deskriptif terdapat kecenderungan penurunan kinerja yang ditunjukkan oleh rata-rata BHAR yang berubah menjadi negatif setelah bulan ke-16. Dari lima determinan yang diuji, initial return dan reputasi underwriter berpengaruh negatif dan signifikan, umur perusahaan berpengaruh positif dan signifikan, hot market berpengaruh positif pada taraf marginal sepuluh persen, dan offer size tidak berpengaruh signifikan. Pengujian quantile regression menunjukkan bahwa hanya initial return yang bertahan sebagai determinan yang robust, dengan pengaruh negatif yang menguat pada kuantil atas.

DAFTAR PUSTAKA

- Agathee, U. S., Sannasee, R. V., & Brooks, C. (2014). The long-run performance of IPOs: The case of the Stock Exchange of Mauritius. *Applied Financial Economics*, 24(17), 1123–1145. <https://doi.org/10.1080/09603107.2014.924294>
- Arora, N., & Singh, B. (2021). The long-run performance of SME IPOs in India: empirical evidence from Indian stock market. *Journal of Asia Business Studies*, 15(1), 88–109. <https://doi.org/10.1108/JABS-10-2019-0305>
- Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of financial economics*, 43(3), 341–372.
- Cavallino, P., & De Fiore, F. (2020). Central banks' response to Covid-19 in advanced economies. *BIS Bulletin*, 21.
- Chi, J., Wang, C., & Young, M. (2010). Long-run outperformance of chinese initial public offerings. *Chinese Economy*, 43(5), 62–88. <https://doi.org/10.2753/CES1097-1475430505>
- Dhamija, S., & Arora, R. K. (2017). Determinants of Long-run Performance of Initial Public Offerings: Evidence from India. *Vision*, 21(1), 35–45. <https://doi.org/10.1177/0972262916681243>
- Eka Yuyan, F., Adrianto, F., & Hamidi, M. (2022). Determinants of Long-Term Performance of Initial Public Offering: Evidence from Indonesia Stock Exchange. *Journal of World Science*, 1(10), 864–882. <https://doi.org/10.36418/jws.v1i10.111>
- Emasari, L., & Tamara, D. (2010). Investigation Towards the Long-Run Performance of Initial Public Offerings: Evidence from Indonesian Capital Market. *Journal of Applied Finance and Accounting*, 2(2), 100–125.
- Ernawati, E., Nugraha, N., Waspada, I., & Sari, M. (2022, July). The investor sentiment and market reaction before and during the covid-19 pandemic on Indonesia stock exchange. In *6th Global Conference on Business, Management, and Entrepreneurship (GCBME 2021)* (pp. 118–124). Atlantis Press.

- Fuadi, A. A., & Pasaribu, P. (2024). IPO Long-Term Performance: Evidence from Indonesia Stock Exchange 2019-2020. *Jurnal EQUITY*, 27(2), 240-253. <https://doi.org/10.34209/equ.v27i2.9382>
- Fuadillah, M., & Harjito, A. (2009). Long-run IPO performances and its influencing factors: The case of Indonesian stock exchange. *Jurnal Siasat Bisnis*, 13(2).
- Gagnon, J. E., Kamin, S. B., & Kearns, J. (2023). The impact of the COVID-19 pandemic on global GDP growth. *Journal of the Japanese and International Economies*, 68. <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2023.101258>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics*. McGraw-Hill/Irwin.
- Koenker, R., & Bassett Jr, G. (1978). Regression quantiles. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 33-50.
- Kooli, M., & Suret, J. M. (2004). The aftermarket performance of initial public offerings in Canada. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(1), 47-66. [https://doi.org/10.1016/S1042-444X\(03\)00038-0](https://doi.org/10.1016/S1042-444X(03)00038-0)
- Kumar, A., & Sahoo, S. (2021). Do anchor investors affect long run performance? Evidence from Indian IPO markets. *Pacific Accounting Review*, 33(3), 322-346. <https://doi.org/10.1108/PAR-09-2020-0149>
- Lin, T. Y., Yu, J., & Lin, C. Y. (2021). IPO's Long-Run Performance: Hot Market versus Earnings Management. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(3). <https://doi.org/10.3390/jrfm14030132>
- Loughran, T., & Ritter, J. (1995). The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance*, 50(1), 23-51. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05166.x>
- Loughran, T., Ritter, J. R., & Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2(2-3), 165-199.
- Lyon, J. D., Barber, B. M., & Tsai, C. L. (1999). Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns. *The Journal of Finance*, 54(1), 165-201.
- O'Donnell, N., Shannon, D., & Sheehan, B. (2024). The impact of monetary policy interventions on banking sector stocks: an empirical investigation of the COVID-19 crisis. *Financial Innovation*, 10(1). <https://doi.org/10.1186/s40854-023-00575-2>
- Rahayu, N. T., & Muharam, H. (2021). The Impact of The Covid-19 Pandemic on Provincial Economic Performance in Indonesia. *Management Analysis Journal*, 10(1), 23-36.
- Rathnayake, D. N., Zhang, Z., Yang, B., & Louembé, P. A. (2022). The aftermarket performance of initial public offerings: New evidence from an emerging market. *PLoS ONE*, 17(8). <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0272092>
- Ritter, J. R. (1991). American Finance Association the Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Source: The Journal of Finance*, 46(1).
- Sasikirono, N., Sumiati, S., & Indrawati, N. K. (2018). Underpricing and long-term market performance of initial public offerings in Indonesia: A quantile regression approach. *Business and Economic Horizons*, 14(1), 152-167. <https://doi.org/10.15208/beh.2018.13>
- Siwach, P., Kumar, P. R., & Gupta, V. (2023). Effect of underwriter's Reputation on Performance of Small Business IPOs. *Finance: Theory and Practice*, 27(6), 54-66. <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2023-27-6-54-66>
- Sugiyono. (2023). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.

Vachekrilas, K., Ousawat, T., & Sangbua, R. (2025). Market Conditions in Long-Run IPO Performance in Junior Markets. *Journal of Posthumanism*, 5(5), 4170–4188. <https://doi.org/10.63332/joph.v5i5.1891>