

***Underpricing* Emisi Saham Perdana: Suatu Tinjauan Kritis**

Muniya Alteza

Program Studi Manajemen Universitas Negeri Yogyakarta

m_alteza@uny.ac.id

Abstract: *A firm needs enough capital to push up its growth. There are many sources of fund, such as retained earnings, debt and equity. The firm should choose one which can maximize the value of the firm, identical with minimize the weighted average cost of capital. To use equity as its funding, the first step must be taken by the firm is offering stock in the primary market, this called Initial Public Offering. A common phenomena happened in the IPOs is underpricing. This paper first tried to review the definition dan process of IPOs and also explore many theories to explain underpricing. Last, it will review some empirical evidence from many researches.*

Keywords: *IPO, underpricing, asymmetric information, aftermarket liquidity, market climate, signaling, underwriter.*

1. Pendahuluan

Suatu perusahaan tentunya menginginkan agar dapat bertumbuh dengan cepat. Guna menunjang pertumbuhan tersebut diperlukan adanya sumber dana. Keputusan mengenai pendanaan yang dilakukan sangat vital karena akan mempengaruhi nilai perusahaan bersangkutan. Hal ini disebabkan adanya biaya modal (*cost of capital*) yang harus ditanggung oleh perusahaan ketika memilih suatu sumber dana, sehingga harus dipilih yang dapat meminimalkan biaya modal. Pada awalnya perusahaan cenderung lebih memilih untuk menggunakan sumber dana internal yang dapat dipenuhi lewat laba ditahan. Tetapi pada suatu waktu dana internal tidak lagi mencukupi sehingga harus ditunjang melalui penggunaan dana eksternal. Pilihan penggunaan dana eksternal dapat berupa penerbitan hutang atau saham, yang masing-masing mempunyai kelebihan dan kekurangan sendiri-sendiri.

Pemilihan pemenuhan dana lewat saham terkait erat dengan pasar modal yang merupakan sarana mendapatkan dana segar bagi perusahaan. Di sisi lain pasar modal juga menjadi sarana investasi bagi publik dengan cara membeli instrumen keuangan yang ditawarkan oleh perusahaan. Oleh karena itu maka pasar modal disebut dengan lembaga perantara yang menghubungkan pihak yang kekurangan dan kelebihan dana.

Artikel ini akan menyajikan satu telaah kritis terhadap emisi saham perdana, diawali dengan bahasan tentang pengertian, proses dan fenomena *underpricing* yang umumnya terjadi pada emisi perdana. Kemudian akan diulas tentang berbagai teori yang berusaha menjelaskan *underpricing*. Bagian selanjutnya akan mengkaji studi empiris *underpricing* dan berbagai faktor yang mempengaruhinya di berbagai pasar modal termasuk di Indonesia.

2. Emisi Saham Perdana

2.1. Pengertian dan Proses Emisi Perdana

Proses untuk mendapatkan dana melalui penerbitan saham diawali dengan emisi saham perdana (*Initial Public Offering/IPO*) di pasar primer. Emisi perdana merupakan kegiatan yang dilakukan oleh emiten untuk menjual sekuritas kepada

masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur Undang-undang dan peraturan pelaksanaannya. Dengan melakukan emisi perdana maka perusahaan berubah statusnya menjadi perusahaan publik. Brau & Fawcett (2004) menyebutkan empat motivasi yang menjadi alasan bagi perusahaan untuk go publik yaitu:

1. Merujuk pada literatur struktur modal, penggunaan dana eksternal pada satu kondisi bisa meminimalkan biaya modal yang ditanggung perusahaan, yang identik dengan memaksimalkan nilai perusahaan.
2. Emisi perdana membantu *insiders* yang ingin melepaskan diri dari perusahaan. Ang & Brau (2003) menunjukkan bila *insiders* secara oportunistik akan menjual saham demi mendapat keuntungan personal.
3. Emisi perdana dapat memfasilitasi pengambilalihan (*takeover*) pada tingkat harga cukup atraktif. Melalui emisi tersebut perusahaan dapat menciptakan *public shares* yang dapat digunakan sebagai 'senjata' untuk mengakuisisi atau diakuisisi oleh perusahaan lain (Brau, Francis & Koher, 2003).
4. Emisi perdana merupakan satu langkah strategik. Perusahaan yang melakukan emisi perdana dapat memperoleh keuntungan sebagai *first mover*, sekaligus meningkatkan publisitas dan reputasi perusahaan (Maksimovic dan Pichler, 2001).

Perusahaan yang go publik bisa mendapatkan beberapa keuntungan sebagai berikut:

1. Diversifikasi. Dengan melakukan emisi perdana maka pemilik perusahaan akan membagi kepemilikannya dengan masyarakat yang berminat untuk membeli saham perusahaan tersebut yang artinya juga membagi risiko yang harus ditanggung.
2. Meningkatkan likuiditas. Saham yang tidak ditawarkan kepada umum akan sulit untuk diperjualbelikan. Jika salah satu pemilik ingin menjual saham yang dimiliki maka ia akan sulit untuk mencari calon pembeli dan walaupun ada calon pembeli maka sulit menentukan harga transaksinya. Kesulitan seperti ini tidak dijumpai dalam perusahaan yang telah go publik.
3. Sebagai salah satu sarana meningkatkan modal perusahaan. Apabila perusahaan telah go publik maka tidak akan menemui kesulitan apabila ingin menambah dana melalui penjualan saham baru.
4. Penentuan nilai perusahaan. Dengan go publik maka perusahaan bisa menentukan secara jelas berapa nilai perusahaan dengan melihat besarnya harga saham perusahaan bersangkutan di pasar.

Selain beberapa keuntungan di atas terdapat pula kerugian bagi perusahaan yang melakukan go publik berupa biaya laporan yang meningkat karena setiap kuartal dan tahunnya harus menyerahkan berbagai laporan kepada regulator, yang bisa jadi cukup mahal bagi perusahaan kecil.

Dalam melakukan proses emisi perdana emiten selaku perusahaan penerbit saham membutuhkan keberadaan penjamin emisi (*underwriter*) yang akan bertindak sebagai perantara dengan investor yang akan membeli saham. Pada dasarnya ada tiga fungsi yang dijalankan oleh penjamin emisi. Fungsi pertama adalah melakukan penjaminan terhadap penjualan saham yang ditawarkan oleh emiten (*underwriting function*). Jenis penjaminan yang dilakukan ada dua yaitu *full commitment*, di mana penjamin emisi memiliki kewajiban penuh terhadap penjualan dan harus membeli sisa saham yang tidak terjual ataupun *best effort*, di mana penjamin emisi hanya bertanggung jawab untuk menjualkan saham dengan usaha terbaik dan dapat mengembalikan sisa saham yang tidak laku. Fungsi kedua adalah memberikan

nasehat dalam menetapkan harga dan waktu emisi saham yang terbaik (*advisory function*), dan fungsi ketiga adalah menjalankan aktivitas pemasaran berupa distribusi penjualan saham kepada investor (*marketing function*). Penjamin emisi seringkali tidak melakukan penjaminan secara sendirian terutama apabila risiko kegagalan penjualan saham ke publik dan nilai saham yang ditawarkan cukup besar. Di sini penjamin emisi akan membentuk sindikat, yaitu suatu grup yang terdiri dari *lead manager* (penjamin emisi yang berfungsi sebagai manajer sindikat), beberapa penjamin emisi sebagai anggota grup yang membeli sekuritas dan menjualnya ke publik dan beberapa grup penjual (*sales group*) yang tidak membeli sekuritas tetapi ikut menjualkannya ke publik.

Proses emisi perdana terbagi atas periode *primary market* yaitu ketika penjamin emisi menawarkan saham kepada investor melalui agen penjualan yang ditunjuk. Aktivitas tersebut diikuti dengan penjatahan saham yaitu pengalokasian saham pesanan investor sesuai jumlah yang tersedia. Periode selanjutnya adalah *secondary market* di mana emiten mencatatkan saham di bursa dan kemudian saham tersebut mulai diperdagangkan secara resmi di bursa. Dana segar hanya dapat diperoleh perusahaan dari transaksi di pasar primer sementara perdagangan pasar sekunder tidak berpengaruh terhadap penambahan dana perusahaan. Hal-hal yang harus dipersiapkan perusahaan emiten dalam rangka emisi perdana adalah (Panduan Go Public, 2002):

1. Penetapan rencana pencarian dana lewat *go public* oleh manajemen perusahaan.
2. Memintakan persetujuan kepada pemegang saham dan melakukan perubahan Anggaran Dasar dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).
3. Perusahaan emiten mencari profesi dan lembaga penunjang untuk membantu menyiapkan kelengkapan dokumen yaitu:
 - a) Penjamin emisi yang secara utama akan membantu emiten dalam proses emisi perdana.
 - b) Profesi penunjang lain terdiri dari:
 - Akuntan publik (auditor independen) untuk melakukan audit atas laporan keuangan emiten untuk dua tahun terakhir.
 - Notaris untuk melakukan perubahan atas Anggaran Dasar, menyusun akta perjanjian dalam rangka emisi perdana dan notulen-notulen rapat.
 - Konsultan hukum untuk memberikan pendapat dari segi hukum (*legal opinion*).
 - Perusahaan penilai (*appraisal company*) untuk melakukan penilaian terhadap aktiva yang dimiliki emiten (jika diperlukan).
 - c) Lembaga penunjang yaitu:
 - Wali amanat.
 - Penanggung atau *guarantor*
 - Biro Administrasi Efek (BAE).
4. Mempersiapkan kelengkapan dokumen emisi yang diperlukan.
5. Kontrak pendahuluan dengan Bursa Efek.
6. *Public Expose*.
7. Penandatanganan perjanjian-perjanjian emisi.
8. Menyampaikan pernyataan pendaftaran beserta dokumen-dokumennya kepada BAPEPAM.

Pelaksanaan prosedur di atas harus disesuaikan dengan jadwal emisi perdana menurut Peraturan BAPEPAM No. IX.A.2 tentang Tata Cara Pendaftaran dalam

Rangka Penawaran Umum (Baru). Jangka waktu penawaran diselesaikan maksimum 15 hari kerja. Peraturan ini juga menegaskan bila pihak yang telah menyampaikan pernyataan pendaftaran dapat langsung melakukan penawaran awal meskipun pernyataan belum efektif.

2.2. Underpricing

Salah satu keputusan krusial yang harus diambil dalam emisi perdana adalah penetapan harga perdana, yang umumnya sangat sulit karena melibatkan kepentingan berbagai pihak yang berbeda. Harga perdana ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan antara emiten dengan penjamin emisi. Pada saat emisi perdana ini sering terjadi fenomena *underpricing* (Alli *et al.*, 1994; Ellul dan Pagano, 2003; Oehler *et al.*, 2004) yaitu harga perdana ditetapkan lebih rendah daripada harga yang terjadi pada saat diperdagangkan pertama kalinya di pasar sekunder. Dengan kata lain, harga saham dianggap lebih murah dari nilai sebenarnya. Logue *et al.* (2002) memaparkan bila harga perdana cenderung dipatok penjamin emisi pada level lebih rendah dari harga sesuai penilaian pasar sehingga mengundang munculnya permintaan berlebihan dari investor. Apabila dicermati dari sudut pandang emiten maka penetapan harga yang rendah ini merugikan karena mengakibatkan hilangnya kesempatan untuk mendapatkan dana secara maksimal. Sebaliknya jika harga ditetapkan terlalu tinggi maka penjamin emisi harus menanggung biaya dan risiko yang semakin besar karena hanya sedikit investor yang melakukan pembelian sehingga kemungkinan besar wajib membeli sisa saham yang tidak laku apabila memberikan jaminan *full commitment*. *Underpricing* ini merupakan fenomena jangka pendek yang terjadi hampir di semua emisi saham perdana, meskipun besar dan variabel yang mempengaruhinya berbeda-beda, tergantung karakteristik dan kondisi pasar modal masing-masing.

Investor yang membeli saham di pasar perdana dan menjual di hari pertama perdagangan akan memperoleh *capital gains* yang disebut dengan *initial return*. Keberadaan *initial return* umumnya tidak murni mencerminkan diskon yang diberikan oleh emiten atas saham perdana (*true discount*) tetapi juga mengandung komponen reaksi pasar. Ma dan Tsai (2001) merumuskan bahwa *true discount* merupakan selisih antara harga keseimbangan yaitu harga saham yang relatif sudah stabil dan mencerminkan nilai sebenarnya dengan harga perdana, sedangkan reaksi pasar adalah selisih antara harga hari pertama perdagangan dengan harga keseimbangan tersebut. Besarnya *true discount* akan sama dengan *initial return* apabila pasar dapat memberikan harga yang tepat di hari pertama perdagangan. Tetapi dari penelitian sebelumnya antara lain Ritter (1991), Kooli & Suret (2001), Oehler *et al.* (2004) ditemukan bahwa investor cenderung *overconfident* dengan saham perdana sehingga timbulah reaksi positif berlebihan (*overreaction*), akibatnya harga tidak terbentuk sesuai nilai seharusnya.

3. Faktor-faktor yang Melatar-belakangi Underpricing

3.1. Hipotesis Informasi Asimetri

Ada berbagai teori yang mencoba menjelaskan latar belakang terjadinya fenomena *underpricing*. Penjelasan pertama melalui hipotesis informasi asimetri mengungkapkan bahwa *underpricing* terjadi akibat adanya distribusi informasi yang tidak merata antar berbagai partisipan yang terlibat dalam proses emisi perdana yaitu emiten, penjamin emisi dan investor. Berdasarkan asumsi pasar modal efisien maka

harga saham yang terjadi di pasar seharusnya mencerminkan semua informasi yang relevan sehingga sesuai nilai yang sebenarnya. Pada kondisi ini semua partisipan di pasar memiliki pengharapan yang sama (*homogeneous expectation*) karena informasi yang dimiliki setiap pihak adalah sama. Namun apabila terjadi informasi asimetri di mana terdapat satu pihak ataupun lebih yang memiliki informasi superior maka kemudian muncul berbagai pengharapan di pasar (*heterogeneous expectation*) yang tercermin pada harga saham. Semakin beragam harapan partisipan di pasar maka semakin besar tingkat ketidakpastian mengenai harga saham tersebut di masa depan atau *ex-ante uncertainty* sehingga semakin besar pula biaya informasi yang harus dikompensasi melalui *underpricing*.

Rock (1986) mengembangkan model informasi asimetri yang terjadi akibat adanya dua kelompok investor yang berbeda di pasar. Kelompok pertama adalah investor yang memiliki informasi (*informed*) dan kelompok kedua merupakan investor yang tidak memiliki informasi (*uninformed*) mengenai kondisi dan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Investor yang memiliki informasi mengetahui nilai perusahaan yang sebenarnya dan hanya akan membeli saham apabila dijual dengan *underprice*. Sedangkan investor yang tidak memiliki informasi akan membeli semua saham yang ditawarkan baik *underprice* maupun *overprice* sehingga alokasi edaran saham yang diperoleh tidak menguntungkan. Oleh karena itu maka model ini disebut juga *winner curse hypothesis*. Hal ini mengakibatkan investor yang tidak memiliki cukup informasi memilih untuk meninggalkan pasar. Untuk menarik kembali kelompok investor tersebut agar tetap bersedia berpartisipasi dalam pasar perdana maka saham yang dijual dalam emisi perdana harus ditawarkan dengan cukup *underprice* artinya harga emisinya relatif rendah dibanding harga di bursa sehingga dapat menutup kerugian akibat pembelian saham yang *overprice*. Dalam keseimbangan, investor tanpa informasi akan memperoleh *risk-adjusted normal returns* sedangkan investor yang memiliki informasi mendapatkan *excess return* yang dapat mengkompensasi usahanya dalam memperoleh informasi superior. Menurut model ini ada dua implikasi penting yang muncul (Michaely dan Shaw, 1994) yaitu pertama, *underpricing* akan berkurang apabila heterogenitas informasi antar investor semakin kecil. Secara ekstrim dikatakan apabila semua investor mempunyai informasi yang sama mengenai emiten maka tidak akan muncul *underpricing*. Implikasi kedua adalah melalui pemilihan penjamin emisi emiten dapat mengurangi ketidakpastian mengenai prospek perusahaan dan oleh karenanya memperkecil *underpricing*.

Variasi lain dari model informasi asimetri dikemukakan oleh Baron (1982) maupun Baron dan Holmstrom (1980), yang sering disebut pula dengan *monopoly power of investment banker hypothesis*. Model ini menjelaskan bahwa penjamin emisi memiliki informasi mengenai kondisi pasar modal yang lebih baik dibandingkan emiten. Selain itu penjamin emisi juga dapat memperoleh informasi privat mengenai potensi permintaan terhadap saham melalui *preselling contract* dengan calon pembeli. Sebagai kompensasi atas kelebihan informasi yang dimiliki maka emiten mengizinkan penjamin emisi menawarkan saham dengan harga emisi lebih rendah dibandingkan nilai sebenarnya. Penjamin emisi juga cenderung memanfaatkan superioritas informasi yang dimilikinya untuk membuat kesepakatan harga emisi perdana yang optimal bagi dirinya yaitu harga yang cukup *underprice* sehingga saham lebih cepat terjual dengan tanggungan biaya yang lebih rendah sekaligus mengurangi risiko bila ada saham yang tidak laku.

Pengembangan lebih lanjut dari informasi asimetri adalah *Regulation Hypothesis* (Alli *et al.*, 1994). Pemerintah umumnya menetapkan peraturan yang lebih spesifik dan diiringi dengan pengawasan yang lebih ketat pada sekelompok perusahaan tertentu di suatu negara. Adanya regulasi tersebut menuntut perusahaan menyampaikan informasi kepada publik secara lebih lengkap sehingga pada akhirnya mengurangi informasi asimetri yang timbul pada saat emisi perdana. Tinic (1988) menjelaskan bahwa *underpricing* pada dasarnya adalah suatu *insurance premium*, yang terjadi atas dasar kesepakatan penjamin emisi dengan emiten untuk melindungi diri dari tuntutan hukum di kemudian hari apabila ternyata harga saham turun drastis dan merugikan investor. Besarnya premi ini tentunya lebih rendah bagi perusahaan yang beroperasi pada sektor usaha yang diatur dan kewajiban pengungkapan informasi lebih detail. Oleh karena itulah maka *underpricing* pada kelompok perusahaan keuangan, yang biasanya relatif lebih *regulated* akan lebih rendah dibandingkan dengan kelompok perusahaan non-keuangan.

Masih terkait dengan konteks informasi asimetri, Bennouri (2003) mengungkapkan bila *underpricing* dipengaruhi oleh sistem perdagangan yang digunakan di pasar sekunder. Hal ini disebabkan adanya perbedaan efisiensi informasi dalam sistem perdagangan, *quote* atau *order-driven*. Perdagangan di pasar *order-driven* diawali dengan *call market* di mana tawaran publik dikonsolidasikan. Investor memasukkan tawaran yang mencakup harga maksimum (minimum) di mana mereka bersedia membeli (menjual). Sedangkan di pasar *quote-driven*, perdagangan pertama didahului periode *pre-opening*, saat dealer dapat menampilkan level harga di mana mereka bersedia membeli dan menjual, tetapi sifatnya *non-binding* sehingga tidak mencerminkan informasi dari tawaran publik yang disepakati dengan dealer sebelum pembukaan. Secara umum, informasi mengenai permintaan selama periode *pre-opening* dikatakan cukup *noisy*. Oleh karena itu pasar dengan *order-driven* yang tersentralisasi diyakini memiliki efisiensi informasi lebih tinggi dibandingkan *quote driven market* yang terfragmentasi.

3.2. Hipotesis Signalling

Hipotesis ini menyatakan bahwa *underpricing* emisi perdana merupakan mekanisme yang dipakai oleh perusahaan bagus untuk membedakan dirinya dengan perusahaan yang buruk. Penetapan harga yang lebih rendah daripada nilai sebenarnya ini merupakan sinyal yang dipercaya untuk memberitahu investor mengenai kualitas perusahaan karena biaya untuk melakukan *underpricing* cukup tinggi dan tidak mungkin dapat ditanggung oleh perusahaan yang buruk. Pada model yang dikembangkan Welch (1989) dirumuskan bahwa *underpricing* adalah jalan menarik perhatian investor dengan cara "*leave some money in the table*" karena pada saat emisi perdana perusahaan sengaja hanya menjual sebagian kecil sahamnya. Diharapkan di masa yang akan datang perusahaan akan mendapatkan respon yang lebih baik bila menjual saham dalam kuota yang lebih banyak tetapi juga diiringi dengan harga yang lebih tinggi. Di sini ada dua keputusan penting yang harus diambil yaitu seberapa besar perusahaan harus melakukan *underpricing* dan berapa lama akan kembali ke pasar untuk menerbitkan saham lagi. Dalam pengujian empirisnya Welch (1989) menemukan bahwa sekitar seperempat perusahaan yang melakukan emisi perdana menjual saham lagi dalam kurun waktu sepuluh tahun melalui *seasoned offering*.

Pengembangan model lainnya oleh Allen dan Faulhaber (1989) maupun Grinblatt dan Hwang (1989) memaparkan bahwa sebagian besar informasi mengenai prospek perusahaan hanya diketahui oleh mereka sendiri. Oleh karena itu maka perusahaan yang baik berusaha memberi sinyal terkait dengan prospeknya di masa depan lewat *underpricing*. Meskipun menderita kerugian saat emisi perdana, tetapi diharapkan *underpricing* menjadi sinyal yang ampuh bagi investor dan selanjutnya dapat menutup kerugian melalui kinerjanya yang akan datang. Demikian pula halnya perusahaan yang kurang baik. Mereka tidak akan memberikan sinyal karena mengetahui bahwa mereka tidak akan dapat mengganti kerugian yang timbul akibat *underpricing*. Perusahaan yang lebih baik akan memiliki tingkat *underpricing* yang lebih tinggi tetapi kemudian diimbangi dengan kemampuan memberikan pendapatan lebih besar, membagikan dividen lebih awal, mempunyai *payout ratio* lebih tinggi atau memperoleh reaksi pasar yang lebih *favorable* pada pengumuman dividennya.

3.3. Hipotesis *Aftermarket Liquidity*

Underpricing emisi saham perdana juga dapat dijelaskan melalui hipotesis *aftermarket liquidity* (Ellul dan Pagano, 2003). Pada dasarnya hipotesis ini merupakan pengembangan teori likuiditas *seasoned securities* di pasar sekunder yang diperluas aplikasinya ke pasar primer. Arti pentingnya pasar sekunder yang likuid bagi emisi perdana lebih lanjut diungkapkan Corwin, Harris dan Lipson (2002). Bagi penjamin emisi, saham yang likuid mengurangi biaya melakukan *price stabilization*, sedangkan bagi investor saham yang likuid akan menurunkan biaya perdagangan dan mengurangi volatilitas saham di *aftermarket*. Perusahaan penerbit saham juga memperoleh keuntungan karena dengan menjual saham yang likuid akan memudahkan akses kembali ke pasar modal. Meski likuiditas dipandang krusial bagi perusahaan yang akan melakukan emisi perdana, tetapi penelitian yang menguji hal ini masih sangat terbatas.

Dalam melakukan perdagangan saham investor harus menanggung biaya likuiditas yang merujuk pada kemampuan suatu saham untuk dapat secara cepat diubah menjadi kas ataupun sebaliknya dengan biaya minimal dan tanpa menimbulkan pergerakan harga (*price impact*). Apabila berinvestasi tentunya investor lebih menyukai saham yang likuid, karena terkait dengan biaya perdagangan, di mana semakin likuid saham maka semakin kecil biaya perdagangan yang harus ditanggungnya. Berdasarkan berbagai pengujian yang telah dilakukan dalam konteks *seasoned securities* dibuktikan bahwa return suatu sekuritas mencakup adanya premi likuiditas, artinya sekuritas yang semakin tidak likuid harus dapat memberikan return yang lebih tinggi pula bagi investor. Hal serupa seharusnya juga terdapat pada saham perdana, di mana return yang diperoleh investor melalui *underpricing* telah mencakup keberadaan premi likuiditas.

Arti pentingnya likuiditas saham setelah diperdagangkan di bursa sekunder (*aftermarket liquidity*) juga diperhatikan oleh investor di pasar primer. Investor yang akan melakukan pembelian saham pada saat emisi perdana sebenarnya juga harus menanggung biaya likuiditas. Berdasarkan berbagai informasi relevan yang dapat diperoleh investor baik dari prospektus maupun publikasi lain maka ia akan membuat ekspektasi mengenai likuiditas saham tersebut nantinya setelah diperdagangkan di bursa (*expected liquidity*). Apabila investor ternyata mengekspektasikan saham semakin tidak likuid maka artinya ia akan mensyaratkan

kompensasi yang semakin besar pula dalam melakukan pembelian saham berupa semakin tingginya return yang diharapkan. Oleh karena itu maka emiten harus memberikan *underprice* yang semakin tinggi. Selain itu investor juga dihadapkan dengan risiko likuiditas (*liquidity risk*) karena tidak mengetahui secara tepat stabilitas likuiditas saham tersebut setelah diperjualbelikan di bursa dalam jangka waktu tertentu. Saham yang semula diestimasikan likuid memiliki probabilitas berubah menjadi tidak likuid setelah beberapa waktu diperdagangkan di pasar sekunder sehingga terdapat variabilitas likuiditas. Apabila variabilitas ini semakin besar maka artinya semakin tinggi pula risiko likuiditas yang dihadapi investor sehingga ia mensyaratkan premi return yang semakin tinggi. Oleh karena itu maka saham harus ditawarkan dengan tingkat *underpricing* yang layak mengkompensasi risiko tersebut.

3.4. Hipotesis Market Climate

Hipotesis *market climate* menyatakan bahwa besarnya *underpricing* dipengaruhi oleh kondisi pasar modal saat emisi perdana dilakukan (Aussenegg, 1997; Kooli dan Suret, 2001). Baik emiten maupun penjamin emisi berusaha menyesuaikan saat emisi perdana ketika secara umum pasar merasa optimis sehingga memudahkan distribusi saham. McKenzie (2001) mengemukakan keberadaan "*windows of opportunity*" yang muncul dari kondisi pasar yang *favorable* sehingga perusahaan memutuskan menerbitkan saham.

Para peneliti mengindikasikan terdapatnya pola fluktuasi besarnya *underpricing* emisi perdana yang bersifat musiman, dikenal dengan nama *hot* dan *cold market*. Menurut Ibbotson dan Jaffe (1975), Helwege dan Liang (1996) *hot market* merupakan pasar emisi perdana yang dikarakteristikkan dengan volume emisi yang besar, *oversubscription*, dan kinerja harga saham telah naik dari *offering price*-nya melebihi pendapatan rata-rata pada *aftermarket* sehingga terjadi *underpricing* yang sangat besar. Sementara *cold market* merujuk pada sebaliknya di mana volume emisi lebih kecil dan rata-rata tingkat *underpricing* lebih rendah. *Hot market* umumnya terjadi saat pasar sedang *bullish*, di mana secara umum terjadi tren kenaikan harga saham yang menimbulkan sentimen positif. Investor yang sebelumnya sudah merasa optimis dan *overconfident* terhadap saham perdana akan memberikan reaksi positif yang semakin berlebihan lagi sehingga *overreaction* yang terjadi melebihi kondisi normal. Situasi ini mendorong pergerakan harga saham setelah masuk ke bursa sekunder naik tajam melampaui harga keseimbangan yang seharusnya terjadi. Oleh karena itu maka investor yang membeli saham di pasar primer akan memperoleh *abnormal return* yang lebih tinggi apabila menjual saham tersebut apabila saat sedang terjadi *trend up market*.

3.5. Alokasi Saham, Aktivitas Pasar dan Underpricing

Studi terbaru tentang emisi perdana mulai banyak yang memfokuskan pada alokasi saham dan bagaimana saham diperdagangkan. Benveniste dan Spindt (1989) mengajukan model di mana penjamin emisi menggunakan kebijakannya untuk memperoleh informasi dari investor yang akhirnya mendorong pengurangan rata-rata *underpricing* dan meningkatkan *proceeds* yang bisa didapat emiten. Rata-rata *underpricing* yang dibutuhkan untuk mengkompensasi perolehan informasi dapat dikurangi apabila penjamin emisi mempunyai kemampuan mengalokasikan saham

dengan baik (Sherman, 2003). Sedangkan Loughran dan Ritter (2002) mengeksplorasi konflik kepentingan antara penjamin emisi dan emiten. Apabila penjamin emisi diberikan tanggung jawab mengalokasikan saham maka tidak serta merta ia akan melakukannya atas dasar kepentingan terbaik dari emiten. Penjamin emisi mungkin saja dengan sengaja menetapkan harga lebih tinggi dan mengalokasikan saham kepada pembeli yang disukai dengan harapan mendapat kompensasi sepadan. Penelitian empiris lain menguji alokasi saham perdana dengan fokus pada perbedaan antara investor institusional dan individual (retail). Investor institusi yang lebih besar umumnya lebih *well-informed* dan dianggap sebagai klien yang lebih penting. Status menguntungkan yang dinikmati investor institusional lewat alokasi saham *underprice* akan dikompensasi dengan kesediaan mereka untuk berpartisipasi dalam emisi perdana saham lain meski kurang atraktif. Dengan menggunakan data emisi perdana di Amerika, Hanley dan Wilhelm (1995) maupun Aggarwal, Prabala dan Puri (2002) menemukan bila investor institusi mendapat alokasi saham yang lebih menguntungkan sebagaimana studi Cornelli dan Goldreich (2001) memakai data emisi perdana di Inggris.

Selain itu *underpricing* saham perdana dipengaruhi pula oleh keberadaan aktivitas pasar yang dilakukan oleh penjamin emisi. Pada dasarnya aktivitas tersebut sengaja dilakukan untuk menstabilkan harga saham apabila terjadi *order imbalance*, dan menjadi bagian kontrak antara emiten selaku penerbit saham dengan penjamin emisi. Beberapa aktivitas di *aftermarket* tersebut adalah:

- 1) *Pure stabilization*, merupakan intervensi langsung penjamin emisi untuk menstabilkan harga dengan cara memberikan tawaran pembelian saham dengan tujuan pada harga yang besarnya tidak melampaui harga emisi.
- 2) *Overallotment option (greenshoe option)* yang memberikan kesempatan kepada penjamin emisi untuk membeli tambahan lembar saham dari perusahaan sebanyak 15% dari total saham yang dijual saat emisi perdana dengan harga penawaran dalam jangka waktu tertentu (biasanya 30 hari). Apabila emisi yang terjadi lemah dan harga terus menerus turun maka penjamin emisi tidak mengeksekusi opsi tersebut dan sebagai gantinya membeli kembali sebagian atau seluruh ekstra 15% tersebut di pasar. Sebaliknya bila emisi yang terjadi kuat dan harga terus naik maka penjamin emisi menutup *short position*-nya dengan mengeksekusi opsi pada harga perdana dan mendapatkan keuntungan berupa tambahan *gross margin*. Opsi semacam ini memungkinkan penjamin emisi melakukan *price support* terhadap saham perdana tanpa harus terbebani risiko yang cukup besar. Aktivitas pasar semacam ini juga menjadi indikasi bila penjamin emisi tidak hanya mempunyai hak menetapkan harga tetapi juga kuantitas saham.
- 3) *Penalty bids*, merupakan denda yang dibebankan penjamin emisi kepada anggota sindikatnya yang melakukan praktek *flipping* yaitu dengan segera melakukan penjualan kembali saham di *aftermarket* secara besar-besaran.

4. Pengujian Empiris terhadap *Underpricing*

4.1. *Underpricing* di Berbagai Pasar Modal

Banyak penelitian yang telah dilakukan baik di *developed market* maupun *emerging market* yang berhasil mengidentifikasi fenomena *underpricing* dalam emisi saham perdana. Kooli dan Suret (2001) mengindikasikan bahwa harga emisi perdana saham di Kanada lebih rendah dibandingkan harga di pasar sekunder

dengan rata-rata *adjusted initial returns* yang dapat diperoleh investor sebesar 22,11%. Sedangkan Drobetz (2002) yang melakukan penelitian di Swiss membuktikan *underprice* sebesar 34,97% dan rata-rata *distribusi initial returns* memiliki nilai *skewness* positif yang cukup tinggi. Hasil tersebut serupa dengan temuan Ruud (dalam Fohlin, 2000) yang mengamati distribusi *initial returns* dari 463 sampel emisi perdana tahun 1982-1983 berbentuk asimetris dan cenderung condong ke kanan. Hal ini menurutnya disebabkan *price support* dari penjamin emisi. *Underpricing* juga diidentifikasi di Italian oleh Arosio *et al.* (2000) selama periode Januari 1985-Agustus 2000 dengan rata-rata *abnormal return* hari pertama 23,94%. Sementara DuCharme *et al.* (2001) secara khusus meneliti 237 perusahaan internet di Amerika yang go publik tahun 1999 juga menemukan *underprice* yang jauh lebih besar dibanding jenis perusahaan lain dengan rata-rata sebesar 113,80%. Fenomena ini dinamakan *internet bubble* yang muncul terutama didorong rasa optimis berlebihan dari investor terhadap perusahaan *dot-com*.

Penelitian di *emerging market* antara lain dilakukan oleh Chi dan Padgett (2002) membuktikan terjadinya *underpricing* yang sangat besar dalam emisi saham perdana di Cina. Sampel yang diambil sebanyak 668 emisi dari tahun 1996-2000 dan menemukan rata-rata *market adjusted initial returns* bagi investor yang menjual saham pada hari pertama, kelima, dan kedua puluh setelah emisi berturut-turut mencapai 129,16%, 126,93% dan 124,95%. Besarnya *underpricing* yang terjadi dibandingkan pasar modal lainnya disebabkan diberlakukannya sistem kuota dalam penjualan saham oleh pemerintah. Selama periode yang cukup panjang mulai dari 1991-2001 pengujian empiris oleh Ghosh (2002) juga mengidentifikasi *underpricing* emisi saham perdana di *Bombay Stock Exchange* sebesar 26,29%.

Indikasi *underpricing* juga dijumpai di Korea melalui pengujian Kim *et al.* (1993) terhadap 177 emisi saham perdana tahun 1988-1990 dengan rata-rata *initial returns* 57,54%. Motivasi perusahaan melakukan emisi perdana secara signifikan mempengaruhi besarnya *underpricing*, di mana *underpricing* lebih tinggi pada perusahaan yang memandang go publik sebagai alternatif terakhir sumber pendanaan daripada ketika pemegang saham perusahaan melakukan emisi perdana untuk mendiversifikasikan kepemilikannya. Sedangkan Lee *et al.* (1999) menemukan rata-rata *underpricing* di *Stock Exchange of Singapore* sebesar 31,73%, di mana alokasi *initial returns* yang lebih besar diperoleh investor institusional yang memiliki keunggulan informasi.

Di Indonesia terdapat juga beberapa peneliti yang telah membuktikan fenomena *underpricing*. Dengan menggunakan sampel emisi perdana tahun 1990 Hanafi dan Husnan (1991) menemukan bahwa investor dapat memperoleh *abnormal return* positif sebesar 2,97% apabila menjual saham pada minggu pertama setelah diperdagangkan di pasar sekunder. Husnan (1996) menunjukkan bahwa emisi saham perdana perusahaan publik maupun privat mengalami *underpricing*. Temuan ini diperkuat hasil pengujian empiris Hanafi (1998) yang mengindikasikan terdapatnya rata-rata *market adjusted abnormal returns* pada hari pertama untuk emisi saham perdana tahun 1989-1994 sebesar 15,14%. Penelitian oleh Ernyan dan Husnan (2002) juga membuktikan fenomena *underpricing* dalam jangka pendek bagi perusahaan yang melakukan emisi perdana di Bursa Efek Jakarta periode 1991-1997. Penelitian Desiyanti (2004) mengidentifikasi *abnormal return* positif pada hari pertama perdagangan dan juga menemukan bahwa tingkat *underpricing* untuk perusahaan keuangan lebih rendah daripada perusahaan non keuangan. Hasil ini

mengindikasikan bila regulasi pemerintah yang lebih ketat terhadap sektor keuangan mampu memperkecil informasi asimetri yang timbul dan mendorong *underpricing* saham perdana semakin kecil. Sedangkan Alteza (2005) dalam pengujiannya memakai sampel emisi perdana tahun 1998-2003 selain membuktikan eksistensi *underpricing* juga menemukan bahwa nilai *initial return* lebih besar daripada *true discount* (32.45% dibandingkan 30.79%) dan hal ini menunjukkan terjadinya *market overreaction* dari investor atas saham perdana.

4.2. Variabel-variabel yang Mempengaruhi *Underpricing*

Selain mengidentifikasi fenomena *underpricing* di berbagai negara berbeda, penelitian sebelumnya juga mengemukakan beberapa faktor yang mempengaruhi besarnya *underpricing* emisi perdana. Faktor-faktor tersebut berbeda-beda, tergantung pada karakteristik dan kondisi ekonomi tempat pasar modal berada (Nainggolan, 2002 dalam Hartanto dan Ediningsih, 2004). Dalam penelitiannya Alli *et al.* (1994) mengambil deviasi standar return saham setelah diperdagangkan di pasar sekunder atau disebut *aftermarket volatility* sebagai penjas *initial returns* dan menemukan bahwa variabel tersebut berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Semakin besar volatilitas *return* saham maka semakin tinggi ketidakpastian yang ditanggung investor sehingga *underpricing* semakin besar. Hasil serupa juga ditemukan oleh Kunz & Aggarwal (1994), Mc. Guinness (1992), Aussenegg (1997) dan Arosio *et al.* (2000).

Variabel lainnya adalah umur perusahaan, yang berdasar penelitian Mauer dan Senbet (1992), Alli *et al.* (1994), Lee *et al.* (1996) dan Fabrizio (2000) berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini disebabkan pada perusahaan yang telah lama berdiri tersedia cukup akses informasi bagi investor sehingga akan mengurangi tingkat ketidakpastian. Oleh karena itu semakin tua umur perusahaan maka investor yang membeli saham perdana perusahaan tersebut akan memperoleh *abnormal return* yang semakin kecil dan sebaliknya.

Aktas *et al.* (2003) menyatakan bahwa ukuran perusahaan merupakan salah satu variabel yang berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Pada perusahaan yang besar maka umumnya investor lebih mudah mengakses informasi dan semakin baik pula informasi yang disampaikan kepada publik melalui prospektusnya. Kemudahan ini akan mengurangi informasi asimetri yang timbul dan menurunkan *underpricing*. Jadi semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kecil *abnormal return* yang diperoleh investor dan sebaliknya.

Reputasi penjamin emisi juga merupakan salah satu faktor yang dapat dipakai oleh emiten untuk mengurangi *ex-ante uncertainty* yang harus ditanggung investor dengan memberikan sinyal mengenai kualitas dan prospek emiten. Carter dan Manaster (1990) yang dikutip oleh Michaely dan Shaw (1994) mengemukakan bahwa penjamin emisi yang bereputasi bagus akan memanfaatkan informasi privat yang dimilikinya untuk menyaring perusahaan yang akan melakukan emisi perdana dan hanya memilih melakukan penjaminan terhadap emiten yang tidak berisiko tinggi. Penelitian oleh Kim *et al.* (1993), Fabrizio (2000), Aktas *et al.* (2003) membuktikan pengaruh negatif reputasi penjamin emisi terhadap tingkat *underprice* emisi saham perdana. Artinya semakin baik reputasi penjamin emisi maka semakin kecil *abnormal return* yang bisa diperoleh investor karena penjamin emisi berusaha memelihara reputasinya dengan cara hanya memilih perusahaan yang benar-benar berprospek bagus.

Berkaitan dengan hipotesis *aftermarket liquidity*, Ellul dan Pagano (2003) membuktikan pengaruh *expected liquidity* dan *liquidity risk* terhadap tingkat *underpricing* emisi saham perdana di Inggris selama tahun 1998-2000. Keduanya menemukan bahwa *expected liquidity* saham yang dilihat dari *spread* berpengaruh terhadap *initial returns*, di mana semakin besar *spread* maka semakin tinggi *initial returns* yang bisa diperoleh. Sedangkan *liquidity risk* yang diukur dengan variabilitas *spread* juga terbukti berpengaruh positif terhadap *underpricing* yang terjadi. Semakin besar variabilitas *spread* maka semakin tinggi risiko fluktuasi likuiditas yang ditanggung investor sehingga semakin besar pula *underpricing* yang harus diberikan oleh emiten.

Sementara itu hasil studi Kooli dan Suret (2001) tahun 1991-1998 membuktikan *market climate hypothesis* di mana emisi perdana dalam periode pasar *bullish* mengalami *underpricing* yang lebih tinggi dibandingkan emisi pada saat pasar *bearish*. Sedangkan Aussenegg (1997) dalam penelitiannya di *Vienna Stock Exchange* mengindikasikan rata-rata *initial return* pada periode *bear market* tahun 1988 sebesar -0,14%, yang lebih rendah daripada rata-rata pada periode *bull market* tahun 1990 sebesar 12,72%. Temuan serupa didokumentasikan Aktas *et al.* (2003) yang membuktikan bahwa rata-rata *underpricing* emisi perdana lebih besar saat terjadi *trend* kenaikan indeks di pasar.

Beberapa penelitian di Indonesia juga mencoba mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing*. Hanafi (1998) tidak berhasil menemukan variabel yang mempengaruhi besarnya *abnormal return* yang dalam penelitiannya diprosikan dengan kapitalisasi pasar, *security return variability*, industri dan PER. Studi empiris oleh Nurhidayati dan Indriantoro (1998) juga tidak berhasil membuktikan pengaruh hipotesis yang dikembangkan dalam konteks informasi asimetri terhadap *initial returns*, antara lain diwakili variabel reputasi auditor, penjamin emisi, umur, ukuran dan persentase saham yang ditawarkan ke publik. Beberapa variabel tersebut dipakai lagi dalam penelitian Ernyan dan Husnan (2002) serta Triaryati (2003) dan hasilnya tidak ada satupun variabel informasi asimetri yang terbukti mempengaruhi *underpricing* emisi saham perdana perusahaan keuangan dan non keuangan di BEJ selama tahun 1991-1997. Adapun variabel yang dipakai adalah deviasi standar *return* saham, umur, reputasi penjamin emisi dan ukuran perusahaan. Sementara itu Yasa (2003) membuktikan pengaruh reputasi penjamin emisi terhadap *initial returns* tetapi tandanya berlawanan dengan hipotesis, dimana semakin baik reputasi penjamin emisi maka *initial returns* yang diperoleh justru semakin besar.

Sedangkan Alteza (2005) menguji beberapa variabel yang mempengaruhi *underpricing* dilihat dari hipotesis *aftermarket liquidity*, informasi asimetri dan *market climate*. Hasilnya menemukan bila *underpricing* saham perdana telah mencakup adanya premi *return* positif bagi likuiditas saham. Dengan menggunakan *turnover* dan frekuensi perdagangan serta deviasi standar keduanya, masing-masing mewakili *expected liquidity* dan *liquidity risk* secara berturut-turut berpengaruh negatif dan positif signifikan terhadap *abnormal return* saham perdana. Untuk pengujian hipotesis informasi asimetri ditemukan dua variabel yaitu *aftermarket volatility* dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan negatif terhadap *underpricing*. Selain itu diidentifikasi pula bila perbedaan kondisi pasar modal berpengaruh positif signifikan terhadap *abnormal return* saham perdana. Hal ini berarti tingkat *underpricing* pada pasar *bullish* lebih tinggi dibandingkan saat pasar

bearish dengan mengontrol variabel-variabel yang mempengaruhi *underpricing*, yang dalam penelitian tersebut dilihat dari hipotesis *aftermarket liquidity* dan informasi asimetri. Dengan demikian fenomena *underpricing* dapat pula dijelaskan melalui pendekatan perilaku investor yang merasa optimis berlebihan terhadap saham perdana.

Sedangkan studi yang terkait dengan peran aktivitas pasar penjamin emisi terhadap *underpricing* meski diyakini berdampak nyata tetapi masih sangat terbatas karena data yang masih terbatas dan dilakukan dengan cara yang tidak transparan bagi investor maupun *regulators* (Aggarwal, 2000). Hasil penelitiannya mengindikasikan aktivitas *aftermarket* penjamin emisi dilakukan dengan menstimulasi permintaan lewat *short covering* dan memperketat penawaran untuk mengendalikan *flipping*. Secara umum, penjamin emisi mengelola aktivitas pasar dalam rangka *price support* dengan memakai kombinasi *aftermarket short covering*, *penalty bids* dan secara selektif menggunakan *overallotment option*. Pengujian Fishe (1999) menemukan bahwa keberadaan *flippers* mempengaruhi harga yang terjadi saat emisi perdana dan jumlah *flippers* akan turut menentukan apakah terjadi "weak IPO". Penjamin emisi merespon *flippers* dengan melakukan pembelian saham di *aftermarket* pada level harga lebih rendah untuk meningkatkan keuntungan yang bisa diperolehnya, bukan menghindarkan investor dari kerugian. Sementara itu Logue *et al.* (2002) melalui studinya mengungkapkan bila *underpricing* secara simultan dipengaruhi baik oleh aktivitas pasar maupun reputasi penjamin emisi. Pengaruh reputasi penjamin emisi terhadap *underpricing* bersifat tidak langsung, yaitu melalui aktivitas penjaminan pada periode *premarket*. Dengan menggunakan *simultaneous equation modeling* mereka membuktikan bahwa *underpricing* dipengaruhi empat determinan yaitu *expected proceeds*, *revenue*, *preliminary offer price* dan *partial price adjustment*.

5. Penutup

Sampai saat ini belum ada teori yang diyakini dapat menjelaskan *underpricing* secara utuh. Ritter dan Welch (2002) menyatakan bila tidak ada teori tunggal yang dominan menerangkan *underpricing*. Bagaimana pun juga *underpricing* adalah fenomena yang tampaknya cukup kompleks. Oleh karena itu tidak perlu memperdebatkan model mana yang lebih benar tetapi yang lebih penting adalah mempertimbangkan *relative importance* dari masing-masing model. Lebih lanjut satu teori bisa jadi lebih penting guna menjelaskan *underpricing* saham perdana dari suatu perusahaan di waktu atau tempat tertentu dan dapat pula berlaku sebaliknya. Selain *underpricing*, studi empiris terkait dengan saham perdana masih menawarkan beberapa fenomena lain yang belum menemukan jawaban konklusif antara lain *long run underperformance* yang terjadi pada kinerja saham perdana di jangka panjang dan pola siklikalitas *hot and cold market* dari emisi saham perdana di suatu negara. Riset terkait dengan emisi perdana oleh Purnanandam dan Swaminathan (2004) justru memperlihatkan bila saham perdana mengalami *overvalued*, satu hal yang berkebalikan dengan temuan *underpricing* yang selama ini banyak dikemukakan, termasuk dalam ulasan artikel ini. Hal ini sekaligus menunjukkan bila fenomena saham perdana terus menawarkan banyak "puzzle" lagi yang juga menarik untuk diteliti.

DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, Reena, 2000, Stabilization Activities By Underwriters After IPOs, *Journal of Finance*, No.55, p.1075-1103.
- Aggarwal, R., N. R. Prabhala, and M. Puri, 2002, "Institutional Allocation in Initial Public Offerings: Empirical Evidence", *Journal of Finance*, No.57, p.1421 - 1442.
- Aktas, Ramazan, Mehmet Baha-Karan and Kursat Aydogan, 2003, "Forecasting Short Run Performance of Initial Public Offerings in the Istanbul Stock Exchange", *Working Paper*, Turkish Military Academy, p.1-26.
- Alli, Kasim, Jot Yau and Kenneth Yung, 1994, "The Underpricing of IPOs of Financial Institutions", *Journal of Business Finance and Accounting*, 21(7), October, p.1013- 1030.
- Allen F. and G.R. Faulhaber, 1989, "Signaling by Underpricing in the IPO Market", *Journal of Financial Economics*, No.23, p.303-324.
- Alteza, Muniya., 2005, "Analisis *Abnormal Return* Penawaran Saham Perdana: Pengujian Hipotesis *Aftermarket Liquidity*, Informasi Asimetri dan *Market Climate*. Thesis Program Studi Manajemen, Magister Sains Ilmu-Ilmu Ekonomi Universitas Gadjah Mada.
- Ang, J., and J. Brau, 2003, "Concealing and Confounding Adverse Signals: Insider Wealth-Maximizing Behavior in the IPO Process", *Journal of Financial Economics*, No.40, p.149-172.
- Arosio, Roberto, Giancarlo Giudici and Stefano Paleari, 2000, "What Drives the Initial Market Performance of Italian IPOs? An Empirical Investigation on Underpricing and Price Support", *Working Paper presented at the 2000 FMA Annual Meeting*.
- Aussenegg, Wolfgang, 1997, "Short and Long Run Performance of IPOs in the Austrian Stock Market", *Working Paper*, Department of Finance, Vienna University of Technology, p. 1-41.
- Baron, David P. and Bengt Holmstrom, 1980, "The Investment Banking Contract for New Issues Under Asymmetric Information: Delegation and The Incentive Problem", *Journal of Finance*, No. 5, p. 1115-1138.
- Baron, D.P., 1982, "A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues", *Journal of Finance*, No.37, p.955-976.
- Bennouri, Moez., 2003, "Auction vs Dealership Market", *Les Cahiers du CREF Working Paper*.
- Benveniste, L.M. and P.A. Spindt, 1989, "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues", *Journal of Financial Economics*, No. 24, p.343-362.
- Brau, J., B. Francis, and N. Kohers, 2003, "The Choice of IPO Versus Takeover: Empirical Evidence", *Journal of Business*, No.76, p.583-612.
- Brau, James C. and Stanley E. Fawcett, 2004, "Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice", *SSRN Paper*, www.ssrn.com diakses 11 Maret 2007.
- Bursa Efek Jakarta, 2002, Panduan Go Public

- Chi, Jing and Carol Padgett, 2002, "Short-Run Underpricing and its Characteristics in Chinese IPO Markets", *ISMA Discussion Paper in Finance*, Reading University.
- Cornelli, Francesca and David Goldreich, 2001, "Bookbuilding and Strategic Allocation", *Working Paper*, Institute of Finance and Accounting, London Business School.
- Corwin, Shane A., Jeffrey H. Harris, Marc L. Lipson, 2002, "The Development of Secondary Market Liquidity for NYSE-Listed IPOs", *SSRN Working Paper*, www.ssrn.com diakses 11 Maret 2007.
- Desiyanti, Rika, 2004, "IPO Underpricing yang Dijelaskan Risiko", Thesis Program Studi Manajemen, Magister Sains Ilmu-Ilmu Ekonomi Universitas Gadjah Mada.
- Drobtz, Wolfgang, 2002, "Performance of Swiss Initial Public Offerings (IPOs)", *Working Paper*, University of Basel.
- DuCharme, Larry L., Shivaram Rajgopal, and Stephan E. Sefcik, 2001, "Lowballing for "Pop: the Case of Internet IPO Underpricing", *SSRN Working Paper*, www.ssrn.com diakses 11 Maret 2007.
- Ellul, Andrew and Marco Pagano, 2003, "IPO Underpricing and Aftermarket Liquidity", *Working Paper*, Centre for Studies in Economics and Finance, p. 1-49.
- Erynan dan Suad Husnan, 2002, "Perbandingan *Underpricing* Penerbitan Saham Perdana Perusahaan Keuangan dan Non-Keuangan di Pasar Modal Indonesia: Pengujian Hipotesis Asimetri Informasi", *Jurnal Ekonomi and Bisnis Indonesia*, Vol.17, No.4, p. 372-383.
- Fabrizio, Stefano, 2000, "Asymmetric Information and Underpricing of IPOs: the Role of the Underwriter, the Prospectus and the Analysts: An Empirical Examination of the Italian Situation", *Working Paper*, *Citing Online*, p. 1-30.
- Fishe, Raymond P. H., 1999, "How Stock Flippers Affect IPO Pricing and Stabilization", *Working Paper*, University of Miami.
- Fohlin, Caroline, 2000, "IPO Underpricing in Two Universes: Berlin, 1882-1892, and New York, 1998-2000", *Working Paper*, California Institute of Technology, p. 1-47.
- Ghosh, Saurab, 2002, "Underpricing of IPOs: the Indian Experience over the Last Decade", *SSRN Working Paper*, p.1-32.
- Grinblatt, Mark and Chuan Yang Hwang, 1989, "Signalling and the Pricing of New Issues", *Journal of Finance*, No.44, p.393-420.
- Hanafi, Mamduh M. dan Suad Husnan, 1991, "Perilaku Harga Saham di Pasar Perdana: Pengamatan di Bursa Efek Jakarta Selama 1990", *Usahawan*, No. 11, Nopember, p. 12-15.
- Hanafi, Mamduh M., 1998, "Efisiensi Emisi Saham Baru di Bursa Efek Jakarta (1984-1994)", *KELOLA*, No.17, p. 88-106.

- Hanley, Kathleen Weiss and William J. Wilhelm, Jr., 1995, "Evidence on the Strategic Allocation of Initial Public Offerings", *Journal of Financial Economics*, No.37, p.239-257.
- Hartanto, Immanuel Bekti dan Sri Isworo Ediningsih, 2004, "Kinerja Harga Saham setelah Penawaran Perdana (IPO) pada Bursa Efek Jakarta", *Usahawan*, No. 08, Agustus, p. 36-43.
- Helwege, Jean and Nellie Liang, 1996, "Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets", *Working Paper*, Federal Reserve Bank of New York, p. 1-21.
- Husnan, Suad, 1996, "Penjualan Saham BUMN: Apakah Terjadi Distribusi Kemakmuran?", dalam *Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan In Memoriam Prof. Dr. Bambang Riyanto*, p. 169-179.
- Ibbotson, Roger G. and J. F. Jaffe, 1975, "Hot Issue Markets", *Journal of Finance*, Vol. XXX, No. 4, p. 1027-1042.
- Kim, Jeong-Bon, I. Krinsky and J. Lee, 1993, "Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea", *Journal of Business Finance and Accounting*, 20(2), January, p. 195-211.
- Kooli, Maher and Jean-Marc Suret, 2001, "The Underpricing of Initial Public Offerings: Further Canadian Evidence", *Cirano Working Paper*.
- Kunz, Roger M., and Reena Aggrawal, 1994, "Why Initial Public Offerings Are Underpriced: Evidence from Switzerland", *Journal of Banking and Finance*, No. 18, p. 705-723.
- Lee, Philip J., Stephen L. Taylor and Terry S. Walter, 1996, "Australian IPO Pricing in the Short and Long Run", *Journal of Banking and Finance*, No. 20, p.1189-1210.
- Lee, Philip J., Stephen L. Taylor and Terry S. Walter, 1999, "IPO Underpricing Explanations: Implications from Investor Application and Allocation Schedules", *Working Paper*, University of Sydney, p. 1-32.
- Logue D. E., R. J. Rogalski, J.K. Seward and L. Foster-Johnson, 2002, "What Is Special About the Roles of Underwriter and Market Activities in Initial Public Offerings?", *Journal of Business*, Vol. 75, No. 2, p. 213-243.
- Loughran, T. and J. R. Ritter, 2002, "Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?", *Review of Financial Studies*, No.15, p.413-444.
- Ma, Tai and Pei Ru Tsai, 2001, "Are Initial Return and IPO Discounts the Same Thing? A Comparison of Direct Public Offerings and Underwritten IPOs", *Working Paper*, National Sun Yat-sen University.
- Maksimovic, V. and P. Pichler, 2001, "Technological Innovation and Initial Public Offerings", *Review of Financial Studies*, No.14, p.459-494.
- Mauer, David C. and Lemma W. Senbet, 1992, "The Effect of the Secondary Market on the Pricing of Initial Public Offerings: Theory and Evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No.1, p. 55-79.

- Mc. Guinness, Paul, 1992, "An Examination of the Underpricing of Initial Public Offerings in Hongkong", *Journal of Business Finance and Accounting*, 19 (2), January, p. 165-186.
- McKenzie, Michael D., 2001, "International Evidence on the Determinants of Initial Public Offering.", *Working Paper*, School of Economics and Finance, RMIT University.
- Michaely, Roni and Wayne H. Shaw, 1994, "The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-Selection and Signaling Theories", *The Review of Financial Studies*, Vol.7, No.2, p. 279-319.
- Nurhidayati, Siti dan Nur Indriantoro, 1998, "Analisis Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Tingkat *Underprice* pada Penawaran Perdana di BEJ", dalam *Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan In Memoriam Prof. Dr. Bambang Riyanto*, p. 415-425.
- Oehler, Andreas, Marco Rumber and Peter N. Smith, 2004, "IPO Pricing and Relative Importance of Investor Sentiment-Evidence from Germany", *Working Paper*, Bumberg University.
- Purnanandam, Amiyatosh K., and Bhaskaran Swaminathan, 2004, "Are IPOs Underpriced?", *Working Paper*, Johnson Graduate School of Management.
- Ritter, J. R., 1991, "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, No.46, p.3-27.
- Ritter, Jay R., and Ivo Welch, 2002, "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations", *Journal of Finance*, No.57, p.1795-1828.
- Rock, Kevin, 1986, "Why New Issues Are Underpriced", *Journal of Financial Economics*, No. 15, p.187-212.
- Sherman Ann E., 2003, "Global Trends in IPO Methods: Book Building vs. Auctions with Endogenous Entry", *Working Paper*, University of Notre Dame.
- Tinic, S. M., 1988, "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock", *Journal of Finance*, No.43, p.789-822.
- Triaryati, Nyoman, 2003, "Perbandingan *Abnormal Return* Emisi Saham Perdana Perusahaan Keuangan dan Non Keuangan di Pasar Modal Indonesia: Pengujian Hipotesis Asimetri Informasi", Thesis Program Studi Manajemen, Magister Sains Ilmu-Ilmu Ekonomi Universitas Gadjah Mada.
- Welch, Ivo, 1989, "Seasoned Offerings, Imitation Costs, And The Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, No.44, p.421-450.
- Yasa, Gerianta W., 2003, "Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Underpricing* Saham di Bursa Efek Jakarta Tahun 1990-2001", Thesis Program Studi Akuntansi, Magister Sains Ilmu-Ilmu Ekonomi Universitas Gadjah Mada.

