

Problema Anomali Dalam Initial Public Offering (IPO)

Sautma Ronni B

Staf Pengajar Fakultas Ekonomi, Jurusan Manajemen – Universitas Kristen Petra

ABSTRAK

Studi tentang Penawaran Saham Perdana (IPO) menunjukkan saham-saham IPO secara rata-rata mengalami *Underpriced*, kinerja jangka panjang yang jelek dan adanya siklus pasar “Hot” dan “Cold”. Ada beberapa penjelasan terhadap fenomena tersebut, antara lain: Informasi Asimetri, *WinnerCurse*, *Tradisional-Ibbotson*, *Signaling Equilibrium Phenomenom* tetapi semuanya belum memuaskan karena berdasarkan pada basis harga yang ada di pasar sekunder (Teori *Underpriced*). Teori *Withdrawn IPO* (WIPO) mencoba menjelaskan fenomena anomali IPO dengan cara yang berbeda sehingga fenomena anomali IPO dapat dijelaskan secara tuntas.

Kata kunci: Penawaran Saham Perdana (IPO), *Underpriced*, *Withdrawn IPO* (WIPO).

ABSTRACT

This study on Initial Public Offerings (IPO) showed that IPO stocks on average were underpriced, underperformed in the long run aftermarket and the Hot and Cold market cycle was present. These phenomenom can be explained by among others, the following: Asymetric Information, Winner's Curse, Traditional-Ibbotson, and Signalling Equilibrium Phenomenom. However, all of these can't give a satisfactory explanation because they were based on the price which existed on the secondary market (Underpriced Theory). The Withdrawn IPO (WIPO) theory tried to explain the IPO anomaly differently so that the IPO anomaly could be explained clearly.

Keywords: *Initial Public Offering (IPO), Underpriced, Withdrawn IPO (WIPO)*

PENDAHULUAN

Penawaran Umum Perdana (IPO) atau *go public* merupakan salah satu alternatif sumber pendanaan melalui peningkatan ekuitas perusahaan dengan cara menawarkan saham kepada masyarakat. Undang-undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal mendefinisikan penawaran umum sebagai kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur dalam undang-undang dan peraturan pelaksanaannya. Adapun yang dimaksud sebagai efek adalah surat berharga yaitu surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti hutang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek dan setiap derivatif dari efek. Sementara itu, perusahaan publik didefinisikan sebagai perseroan yang sahamnya telah dimiliki sekurang-kurangnya oleh 300 pemegang

saham dan memiliki modal disetor sekurang-kurangnya Rp. 3 milyar atau suatu jumlah pemegang saham dan modal disetor yang ditetapkan Peraturan Pemerintah.

Persyaratan utama untuk melakukan *go public* adalah mendapatkan pernyataan efektif dari Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam). Seluruh informasi mengenai perusahaan harus disampaikan kepada Bapepam dan berbagai dokumen perusahaan akan diperiksa. Selain pernyataan efektif dari Bapepam, perusahaan yang bermaksud mencatatkan sahamnya di Bursa Efek harus memenuhi persyaratan-persyaratan yang ditetapkan oleh Bursa Efek tersebut.

Penetapan harga saham perdana pada IPO atau saat *go public* sangat sulit, karena tidak ada harga pasar sebelumnya yang dapat diobservasi untuk dipakai sebagai penetapan penawaran. Selain itu kebanyakan dari perusahaan yang akan *go public* mempunyai sedikit atau malahan tidak ada pengalaman terhadap penetapan harga ini.

Sebenarnya sebuah perusahaan yang ingin *go public* harus berhubungan dengan *underwriter* atau penjamin emisi. Di sini terjadi penentuan harga saham yang ditetapkan bersama antara perusahaan (emiten) bersama pihak penjamin (*underwriter*). Surat Keputusan (SK) Ketua Bapepam No. Kep 01/PM/1988 pasal 11 menyatakan penjamin emisi (*underwriter*) ikut berperan dalam penetapan harga saham di pasar perdana.

Penawaran saham perdana dapat dibuat dengan dua metode: “*Best Effort*” atau “*Firm Commitment*”. Pada kontrak “*Best Effort*”, perusahaan dan *Underwriter* bernegosiasi dalam harga perdana. *Underwriter* akan melaksanakan penjualan efek dengan sebaik-baiknya untuk mendapatkan dana bagi perusahaan. *Underwriter* biasanya menerima prosentase tertentu dari dana yang didapatkan sebagai *fee* (komisi). Jika tidak ada permintaan pada harga perdana ini, maka penawaran ditarik kembali dari pasar dan perusahaan tidak mendapatkan apapun dari pasar. Jadi pada kontrak “*Best Effort*” ini, resiko yang lebih besar berada pada perusahaan dibanding *underwriter*. Pada kontrak “*Firm Commitment*”, *underwriter* menjamin kepada perusahaan jumlah dana yang dibutuhkan. Akibatnya, *underwriter* akan membeli seluruh efek yang akan dikeluarkan pada harga yang disetujui dan bertanggung jawab menjualnya. Pada situasi ini *underwriter* akan mengurangi harga perdana agar saham yang ditawarkan terjual semua tetapi jumlah dana yang dibutuhkan perusahaan tidak akan berkurang karena komitmen dari *issuer*. Oleh sebab itu, sangatlah penting bagi *underwriter* menetapkan harga yang tepat (Ritter, 1987).

Persoalannya, mengapa harga saham perdana (IPO) cenderung *underpriced* (adapun yang dimaksud kondisi *underpriced* adalah harga perdana (IPO) berada di bawah harga pasar sekunder yang terjadi setelah pasar perdana berakhir). Kondisi ini menyebabkan terjadinya *positive Initial Return (IR)* yang didapat dari: (*Aftermarket price-Offer price*)* 100%/ *Offer price*.

Fenomena anomali pada IPO sesungguhnya dapat difragmentasikan menjadi : “*Underpricing*” (Jangka Pendek), Kinerja Jangka Panjang Yang Jelek, Siklus Pasar “*Hot and Cold*” pada saham IPO.

KINERJA IPO JANGKA PENDEK (TEORI *UNDERPRICING*)

1. Informasi Asimetris

Kebanyakan teori yang menjelaskan Harga Penawaran Perdana (IPO) yang *underpriced* didasarkan pada asumsi bahwa terjadi perbedaan informasi antara berbagai pihak terhadap nilai saham yang baru tersebut. Salah satu dari teori tersebut menganggap bahwa *underwriter* secara signifikan mempunyai informasi yang lebih baik daripada *issuer* (Baron & Holmstrom, 1980). Oleh karena *underwriter* memiliki informasi yang lebih lengkap, *underwriter* akan mampu meyakinkan *issuer* bahwa harga yang rendah lebih baik jika *issuer* tidak pasti terhadap nilai sahamnya sendiri. Perspektif ini didasarkan pada anggapan bahwa meskipun *issuer* mengetahui lebih banyak karakteristik bisnisnya, tetapi *underwriter* lebih mengetahui harga pasar sebab *underwriter* melakukan survei pasar, melakukan investigasi terhadap *issuer*, mendapatkan informasi dari *issuer* dan juga punya pengalaman dalam pengeluaran saham baru (Ibbotson, Sindelar, Ritter, 1988).

2. Tulah Bagi Pemenang (*Winner's Curse*)

Penjelasan lain dari *Underpricing* dikembangkan oleh Rock (1986), yang dikenal sebagai istilah "*Winner's Curse*". *Winner's Curse* ini menekankan adanya informasi asimetris di antara investor potensial. Menurut pandangan ini, beberapa investor (*informed investor*) mempunyai akses informasi mengetahui berapa sesungguhnya nilai saham yang akan dikeluarkan. Investor lainnya (*uninformed investor*) tidak mengetahui karena sangat sulit atau mahal untuk mendapatkan informasi tersebut. *Underwriter* diasumsikan tidak mengetahui dengan pasti nilai saham tersebut. *Underwriter* (sekaligus *issuer*) melakukan kesalahan acak (*random error*) dalam penetapan harga: beberapa saham ditetapkan *overvalued* dan lainnya *undervalued*. Investor yang punya informasi akan membeli saham yang *undervalued* dan menghindari saham yang *overvalued*. Akibatnya, investor yang tidak punya informasi sulit mendapatkan saham *undervalued*, karenanya akan mendapatkan *return* yang lebih kecil. Karena *issuers* harus terus menerus menarik investor yang tidak mendapatkan informasi seperti investor yang punya informasi, maka rata-rata harga saham baru tersebut harus *underpriced* agar investor yang tidak punya informasi tersebut mendapatkan *return* yang memadai (Rock, 1986).

3. Tradisional

Selain teori *Underpricing* IPO yang berdasarkan informasi asimetris ada juga penjelasan tradisional yang diberikan Ibbotson (1975) antara lain:

1. Undang-Undang membuat *underwriter* menetapkan harga perdana di bawah harga yang diharapkan. (walaupun pada kenyataannya tidak semua negara secara eksplisit menetapkan ini).
2. Terjadi kolusi di antara para *underwriter* dengan menetapkan kondisi *underpriced*, hal yang seharusnya tidak boleh terjadi, untuk mengeksploitasi *issuer* yang tidak berpengalaman dan menyenangkan investor.
3. Saham yang *underpriced* meninggalkan kesan yang baik terhadap investor sehingga pada waktu berikutnya, saham baru yang dikeluarkan dapat dijual pada harga yang lebih menarik.

4. "Firm Commitment" membuat *Underwriter* mencoba mengurangi resiko dengan cara *underpriced* saham perdana untuk mengkompensasinya. Pada situasi ini, investor jelas akan mendapat keuntungan dan mau membeli saham tersebut untuk mendapatkan keuntungan.
5. Proses *underwriting* biasanya memasukkan unsur *underpricing* dalam IPO, kondisi ini terjadi karena kebiasaan/tradisi atau berdasarkan perjanjian yang disepakati antara *issuer* dan *underwriter*.
6. Perusahaan yang mengeluarkan saham (*issuer*) dan *underwriter* menganggap bahwa *underpricing* merupakan bentuk jaminan terhadap tuntutan hukum. *SEC Act of 1993* memberlakukan *Civil Liability Act* pada situasi atau kasus misinformasi yang dilakukan *issuer* dan *underwriter*.

Dari berbagai penjelasan di atas tentang *underpricing* dari penawaran saham perdana (IPO), tidak satu pun yang secara sendiri-sendiri mampu menjelaskan secara memuaskan mengenai kondisi *Underpricing* IPO. Pertanyaan selanjutnya, kenapa pada pasar yang kompetitif di mana terdapat alasan yang logis yang dapat dipercaya bahwa kebanyakan saham dinilai secara fair, juga masih ada penetapan IPO yang *Underpricing*. Teori yang meyakinkan secara sempurna yang akan mampu menjelaskannya. (Ibbotson, Sindelar, Ritter, 1988).

4. *Signaling Equilibrium Phenomenom*

Teori yang lainnya dalam menjelaskan *underpricing* IPO adalah sebagai *Signaling Equilibrium Phenomenom* [Allen dan Faulhaber(1989), Grinbaltt dan Hwang (1989); dan Welch (1989)]. Dasar fundamental dari teori ini adalah perusahaan yang baik atau bagus dapat memberikan *signal* (tanda) tentang tipe atau kondisi perusahaannya dengan melakukan penetapan IPO yang *underpricing*. Sementara perusahaan yang jelek atau buruk tidak mau melakukan *underpricing* karena tidak bisa menutupi kerugian akibat *underpricing*. Motivasi dari pengiriman signal lewat *underpricing* adalah asumsi bahwa keuntungan masa datang dari *underpricing* IPO lebih besar dari kerugiannya.

KINERJA JANGKA PANJANG YANG JELEK

Pembuktian empiris terhadap anomali ini sebenarnya masih dalam taraf permulaan (Roy Sembel,[1996]). Di Amerika Serikat, diantara 1922 IPO selama periode tahun 1975 hingga 30 Juni 1985, hanya 600 IPO (31%) memiliki kinerja yang lebih baik dari indeks Standard & Poor 500 (Stern dan Bornstein,1985). Dengan menggunakan data tahun 1975-1984, Ritter menemukan bahwa pada pasar sekunder, saham IPO berkinerja jelek selama kurang lebih tiga tahun (Ritter,[1991]). Penelitian yang lebih baru, bahkan menemukan kinerja jangka panjang yang jelek tersebut lebih panjang menjadi lima tahun sesudah tanggal penawaran (Loughran dan Ritter,1995). Kinerja jangka panjang yang jelek ini juga ditemukan di Finlandia (Keloharju, [1993]), di Inggris (Levis,[1993]), di Brazil, Chile dan Mexico (Aggarwal,et al,[1993]). Dalam penelitian yang dilakukan di Jepang oleh Hwang dan Jayaram (1992), tidak ditemui kinerja jangka panjang yang jelek bagi IPO. Hal ini mungkin terjadi karena data yang digunakan antara 1980 sampai 1989. Pada saat itu, pasar dalam kondisi "*Bull*", padahal setelah akhir 1989, bursa saham di Jepang mengalami penurunan drastis (Roy Sembel, 1996).

Hasil dari *underpricing* (menyebabkan *Initial Return* (IR) yang positif dalam jangka pendek) dan kinerja jangka panjang yang jelek, menyebabkan *Cummulative Abnormal Return* (CAR) dari saham IPO membentuk pola naik-turun. Hal ini menunjukkan bahwa harga yang terjadi pada saat di awal pasar sekunder bukanlah harga yang wajar. Dalam jangka panjang, IR positif yang diperoleh pada *underpricing*, ditiadakan karena kerugian yang dialami dalam jangka panjang (Roy Sembel, 1996).

PASAR SAHAM IPO “HOT AND COLD”

Saham “Hot” didefinisikan sebagai saham dengan *Initial Return* (IR) di atas rata-rata. Pasar saham IPO “Hot” terjadi bila *Initial Return* (IR) saham baru secara rata-rata sangat tinggi untuk jangka waktu yang panjang. Ibbotson dan Jaffe (1975) dan Ritter (1984) menemukan bahwa tingkat *underpricing* IR bervariasi dari periode satu ke periode lainnya dan membentuk siklus IR yang tinggi (*Hot*) dan rendah (*Cold*). Tingkat *underpricing* juga bervariasi dari satu sektor ke sektor lainnya. Siklus ini juga dapat dilihat pada volume IPO (Roy Sembel, 1996).

Menjelaskan siklus saham-saham “Hot” dan “Cold” secara tidak langsung berhubungan dengan penjelasan IR positif. Sebagai contoh, Ritter (1984) mencoba menggunakan model *Winner’s Curse* dari Rock sebagai dasar pengembangan hipotesis perubahan komposisi resiko (*changing risk composition*). Dalam hal ini model Rock menyatakan bahwa ada hubungan positif antara *uncertainty* dan *underpricing*, hipotesis Ritter ini memprediksi bahwa pasar IPO selama periode “Hot” terdiri dari perusahaan yang beresiko tinggi. Tetapi ternyata Ritter tidak menemukan bukti yang menyakinkan untuk mendukung hipotesisnya karena hubungan antara resiko dan IR bukanlah linear dan stasioner.

TEORI WIPO (WITHDRAWN IPO)

1. *Withdrawn* IPO (WIPO)

Di lain pihak Roy Sembel (1996) menjelaskan anomali IPO berbeda total dari apa yang dijelaskan teori-teori sebelumnya. Dalam model penjelasannya yang disebut WIPO model, *underwriter* menetapkan harga saham di IPO merupakan cerminan dari keseluruhan nilai informasi yang ada, sebab *underwriter* hendak menjaga reputasinya terhadap investor dan juga perusahaan (*issuing firms*). Jadi, harga IPO merupakan harga wajar di mana *underwriter* tidak melakukan manipulasi harga melalui teknik *underpricing* atau *overpricing*. Pada saat menetapkan harga final IPO, *underwriter* menyesuaikan dengan komponen sistematis (*fundamental*) dari *excess demand*, tapi untuk komponen *random* tidak dilakukan, sehingga jika komponen *random* ini *excess demand*-nya negatif maka dilakukan penundaan IPO. Akibatnya, IPO yang lainnya (yang tidak ditunda) menjadikan *average excess demand*-nya positif. Kondisi yang seperti inilah mengakibatkan *excess demand* yang positif menjadi IR yang positif.

2. Asumsi WIPO Model

- *Underwriter* adalah pelaku pasar untuk jangka panjang.
- Ada dua grup investor: *frequent investor* (investor yang berpengalaman berpartisipasi dalam IPO dan punya akses informasi) dan *occasional investor* (investor yang tidak berpengalaman dan tidak punya akses informasi).
- Setiap Investor (I) mempunyai keterbatasan dana (W) untuk melakukan Investasi di IPO, total dana dari keseluruhan dana di pasar juga terbatas ($W = \text{Jumlah dana dari Investor}$).
- Permintaan pasar merupakan fungsi dari faktor sistematis (berkaitan dengan harga), dan juga faktor random. Nilai rata-rata (*mean*) dari *density function* dari faktor *random* adalah nol.

3. Beberapa Pengertian Dasar WIPO Model

Underwriter merupakan *long-term* dan *informed player* dan berkepentingan menjaga reputasinya pada investor dengan cara tidak memanipulasi harga IPO lewat *overpriced*, serta menjaga reputasinya pada perusahaan yang ingin menerbitkan saham (*issuing firms*) dengan tidak memanipulasi harga lewat *underpriced*.

Melalui pembicaraan dengan *underwriter*, *frequent investor* sesungguhnya tahu bahwa *underwriter* menetapkan harga IPO berdasarkan keseluruhan informasi yang dimiliki. Hubungan erat antara *frequent investor* dan *underwriter* ini mencegah *underwriter* melakukan *overpricing*. Jika *underwriter* tidak menetapkan harga secara akurat, maka *underwriter* akan kehilangan pelanggan setianya. Padahal lebih mudah bagi *underwriter* menjual saham IPO berikutnya, jika punya pelanggan setia, terutama dari segi waktu dan biaya untuk mencari pelanggan / pembeli baru.

Underpricing merupakan malapetaka atau bencana bagi perusahaan (*issuing firms*). Oleh karena itu, kekhawatiran akan kehilangan Perusahaan potensial pada IPO selanjutnya menyebabkan *underwriter* tidak akan melakukan *underpriced*. Jadi, dua sisi reputasi inilah yang membuat *underwriter* menetapkan harga IPO pada keseluruhan nilai informasi yang dimiliki (harga wajar).

Investor secara keseluruhan menilai harga IPO dengan tepat. Rata-rata (*mean*) dari *density function* penilaian investor berada pada keseluruhan nilai informasi yang dipunyai (harga wajar). Keheterogenan penilaian berasal dari *Occasional Investor*.

Semua investor mempunyai dana yang terbatas dalam melakukan investasi di IPO. Hal ini disebabkan oleh keterbatasan kapasitas meminjam yang juga berarti terjadi keterbatasan *short-selling*. Akibat dari keterbatasan dalam *short-sell*, heterogenan penilaian investor, dan keterbatasan dana menyebabkan kurva *demand* menjadi *downward sloping*.

Total permintaan pasar dipengaruhi oleh faktor sistematis (harga relatif dan fundamental) dan faktor *random* (non-harga). Faktor harga menyebabkan gerakan sepanjang kurva *demand*. Faktor random menyebabkan pergeseran dari kurva *demand*. Pada saat menetapkan harga IPO, pihak *underwriter* mengabaikan faktor *random*.

Jika harga IPO yang ditawarkan merupakan refleksi dari nilai keseluruhan informasi yang dimiliki, maka secara rata-rata *demand* sama dengan *supply* (dengan perkataan lain, dapat dikatakan secara rata-rata faktor *random*-nya nol). Jika faktor *random*-nya negatif, berarti *demand* lebih kecil daripada *supply*. Pada situasi ini, *underwriter* mengusulkan

menunda atau membatalkan IPO. Sedangkan untuk IPO yang sukses (tidak dilakukan penundaan), faktor randomnya berada pada nilai nol atau positif. Pada IPO yang seperti ini, secara rata-rata *excess demand*-nya positif. Selanjutnya ketika berada pada pasar sekunder, harga akan lebih tinggi dari IPO. Di sinilah *positif average Initial Return* (IR) teramati.

Terdapat limitasi yang eksplisit dan implisit pada *short-sales* dari saham IPO. Limitasi ini menghalangi harga menyesuaikan diri ke tempat yang mencerminkan keseluruhan informasi yang dimilikinya (harga wajar). Dengan berjalannya waktu, para investor mengumpulkan lebih banyak informasi, maka penilaian mereka menjadi lebih tepat. Distribusi atau *density* dari penilaian investor akan makin terkonsentrasi di kisaran nilai wajar berdasarkan keseluruhan informasi yang dimiliki (*full information value*). Kurva *demand* di kisaran nilai keseluruhan informasi yang dimiliki akan menjadi lebih elastis. Pasar akan menjadi lebih tidak bertoleransi terhadap harga yang lebih tinggi daripada nilai wajar. Harga pasar secara perlahan menuju (*konvergen*) ke arah nilai wajar., dengan demikian, kinerja *abnormal* jangka panjang secara rata-rata akan negatif (dengan perkataan lain, mula -mula harga *overprice*, kemudian kembali ke nilai wajar).

4. Proses IPO Berdasarkan Model WIPO (Withdrawn IPO)

- Tahap 1. Perusahaan yang membutuhkan modal memutuskan untuk mendapatkannya melalui IPO. Setelah dilakukan penelitian terhadap sejumlah *underwriter*, Perusahaan memilih *underwriter* dan menghubunginya. Untuk hal ini membutuhkan waktu 2-4 bulan sebelum hari penawaran (*offering date*).
- Tahap 2. Pihak *underwriter* mengumpulkan informasi mengenai nilai perusahaan.
- Tahap 3. Pada 1 hingga 1,5 bulan sebelum penawaran (*offering*), *underwriter* mengumumkan rencana harga penawaran (*offering price*), dan memperhatikan minat para investor potensial (kebanyakan berasal dari hubungan eratnya dengan para regular atau frequent investor IPO).
- Tahap 4. Dalam kurun waktu seminggu sebelum hari penawaran diumumkan, *underwriter* melakukan estimasi dari *excess demand* yang terjadi pada harga penawaran (*offering price*) yang direncanakan (melalui estimasi permintaan pasar yang diperoleh dari minat calon investor dikurangi jumlah saham yang ditawarkan pada IPO tersebut). *Excess demand* ini terdiri dari komponen faktor sistematis dan faktor random. Pihak *Underwriter* melakukan penyesuaian terhadap harga penawaran berdasarkan hanya pada komponen faktor sistematis. Pada harga penawaran yang sudah dilakukan penyesuaian itu pun masih terdapat *excess demand*, hal ini dikarenakan masih terdapatnya komponen faktor random.
- Tahap 5. Jika komponen faktor randomnya negatif, *underwriter* menyarankan pengusaha untuk menunda IPO. Bila komponen faktor randomnya tidak negatif, IPO boleh tetap dilakukan.
- Tahap 6. Harga penawaran (*offering price*) yang final diumumkan. Para investor melakukan keputusan pembelian. Jika demand lebih besar daripada *supply*, mekanisme penjatahan secara proporsional dilakukan.
- Tahap 7. Pada pasar sekunder, investor - yang punya penilaian bahwa harga saham seharusnya lebih tinggi dari harga IPO dan tidak mendapatkan jatah saham pada IPO- melakukan penawaran untuk pembelian. Pada kondisi ini akan terjadi keseimbangan baru (bersifat sementara).

Tahap 8. Karena *short sales* dibatasi, harga hanya mencerminkan penilaian dari investor yang optimis. Pembatasan *short sales* ini sesungguhnya mendistorsi pasar secara struktural. Mengapa? Karena hal tersebut mencegah atau menghambat harga secara cepat untuk bergerak kepada nilai wajar. Sejalan dengan perubahan waktu, investor mendapatkan informasi yang lebih jelas terhadap nilai perusahaan. Distribusi penilaian para investor makin berpusat disekitar nilai yang mencerminkan keseluruhan informasi. Pasar makin tidak bertoleransi terhadap penyimpangan nilai tersebut. (kurva permintaan pasar yang berada pada nilai tersebut makin bersifat elastis). Akhirnya, harga bergerak/ berubah mengarah pada nilai yang mencerminkan keseluruhan informasi tersebut.

5. Proposisi Model IPO

Proposisi 1.

Initial Return (IR) IPO (baik yang ditunda maupun tidak) secara rata-rata adalah nol.

Proposisi 2.

Initial Return (IR) IPO yang dilaksanakan (tidak ditunda) secara rata-rata adalah positif.

Konsekuensi 2.1. *Initial Return* (IR) dan keheterogenan penilaian.

Terdapat hubungan positif antara *Initial Return* (IR) dengan keheterogenan penilaian.

Konsekuensi 2.2. *Initial Return* (IR) dengan *Excess Demand*

Terdapat hubungan positif antara *Initial Return* (IR) dan *Excess Demand*.

Proposisi 3.

Kinerja dalam jangka panjang yang jelek.

-Kinerja jangka panjang saham-saham IPO negatif.

Konsekuensi 3.1 *Initial Return* (IR) dan kinerja jangka panjang.

Terdapat hubungan yang negatif antara *Initial Return* (IR) dan kinerja jangka panjang.

6. Uji Model Withdrawn IPO (WIPO)

a. Rata-rata *excess demand* yang positif.

Dasar daripada model ini ialah peluang terhadap penundaan IPO menyebabkan pemotongan pada sisi kiri (bagian negatif) dari distribusi *excess demand*. Akibatnya, hampir semua IPO yang terlaksana (tidak ditunda) berciri *excess demand positif*.

b. *Excess demand*, keheterogenan Penilaian dan *Initial Return* (IR).

Proposisi 2 menyebabkan hasil IR secara rata-rata positif. Hasil ini didorong oleh (1) rata-rata *excess demand* dan (2) ketidakpastian atau keheterogenan dari informasi atau variasi dari distribusi penilaian investor. Variasi dalam IR dipengaruhi (1) tingkat (*level*) *excess demand* (+), dan (2) tingkat dari keheterogenan informasi atau ketidakpastian dalam penilaian di kalangan investor (+).

Cara yang logis untuk menguji model adalah dengan memisahkan IPO yang mempunyai *excess demand* dan yang tidak, kemudian membandingkan rata-rata IR-nya dari kedua grup tersebut. Model memprediksi bahwa IPO dengan *excess demand* akan

mempunyai rata-rata IR yang positif, sedangkan yang tidak akan mempunyai IR yang negatif. Selanjutnya, jumlah IPO dengan *excess demand* yang positif akan melebihi atau lebih besar jumlahnya daripada IPO yang tidak mempunyai *excess demand* positif.

Proxy yang baik untuk *excess demand* adalah tingkat atau level dari *oversubscribe*. *Proxy* yang lainnya adalah jumlah saham yang diperdagangkan pada pasar sekunder. Semakin besar *excess demand*, semakin besar jumlah saham yang diperjual-belikan pada pasar sekunder.

Berdasarkan faktor yang di atas, sementara hal-hal lainnya tetap, maka makin besar keheterogenan penilaian (atau “ketidakpastian”) terhadap perusahaan (*issuing firm*), akan makin besar pula rata-rata *Initial Return*-nya. Variabel *proxy* yang logis untuk ketidakpastian dalam penilaian adalah : (1) usia perusahaan (*Issuing Firm*) (2) ratio dari *tangible asset/intangible asset* (3) ukuran (*size*) perusahaan, dan sebagainya. Perusahaan yang lebih lama usianya, perusahaan dengan *tangible asset* yang lebih besar proporsinya, perusahaan dengan ukuran (*size*) yang lebih besar cenderung mengandung ketidakpastian yang lebih sedikit. Perusahaan semacam itu akan mengalami IR yang lebih rendah.

c. Periode “Hot Issues”

Berdasarkan definisi dari pasar IPO yang “hot” (*the hot IPO market*), maka selama periode *hot issue market*, rata-rata IR dari IPO secara relatif lebih tinggi dibandingkan pada periode yang lainnya. Mengikuti alasan model WIPO, IR secara relatif lebih tinggi disebabkan (1) *excess demand* lebih besar dari rata-rata (2) ketidakpastian (*uncertainty*) lebih besar dari rata-rata.

Variasi dalam realisasi faktor *random*, menyebabkan pada periode tertentu terdapat realisasi *excess demand* yang positif dan pada periode lainnya negatif. Ketika realisasi kebanyakan positif (negatif), terjadi *Hot (Cold)* pasar IPO. Oleh sebab itu, hampir semua realisasi dari *excess demand* yang positif (negatif) terjadi selama pasar *Hot (Cold)*. Model membuat prediksi - dengan faktor lainnya tetap- probabilitas IPO yang gagal (IPO yang mempunyai *excess demand* yang negatif) lebih rendah selama periode *Hot*. Hal ini selanjutnya akan menarik *Issuer* yang punya kualitas lebih rendah untuk masuk, sehingga mengakibatkan secara rata-rata kualitas para *Issuer* menjadi jelek.

Karena *excess demand* yang lebih tinggi berimplikasi pada jumlah saham yang diperdagangkan juga akan makin besar, jumlah saham yang diperdagangkan akan makin besar (kecil) pada periode pasar *Hot (Cold)*.

d. Best Effort dan Firm Commitment

Telah didokumentasikan, bahwa *Best Effort* mempunyai rata-rata IR yang lebih tinggi dibandingkan *Firm Commitment* (Ritter, 1987). Oleh sebab itu, Model WIPO memprediksikan secara rata-rata IPO *Best Effort* yang tidak ditunda memiliki *excess demand* yang lebih tinggi dalam pasar *primer*, dan/ atau ketidakpastian atau keheterogenan penilaian investor yang lebih besar.

e. Kinerja Jangka Panjang

Pada proposisi 3 dinyatakan bahwa dalam jangka panjang, secara rata-rata saham IPO berada pada posisi yang jelek jika di bandingkan pada keseluruhan pasar (*portfolio*) sebab: (1) Pada pasar sekunder, harga yang terjadi (*equilibrium*) secara rata-rata lebih

tinggi dibandingkan harga yang mencerminkan keseluruhan informasi, (2) Harga pasar berada pada kisaran harga yang mencerminkan keseluruhan informasi, dan (3) proses pulihnya harga kepada harga yang mencerminkan keseluruhan informasi menyita waktu banyak karena keterbatasan yang implisit dan eksplisit pada *short-sale* saham IPO. Berdasarkan pada pola timbal balik ini, model WIPO memprediksi adanya hubungan yang negatif antara IR dan kinerja jangka panjang.

KESIMPULAN

Pada model WIPO, pihak *underwriter* pada pasar primer menetapkan harga saham IPO secara rata-rata pada *full information value* (nilai yang mencerminkan keseluruhan informasi), selanjutnya di pasar sekunder, harga secara rata-rata terjadi di atas *full information value*. Pada model *underpricing*, *underwriter* sengaja menetapkan harga IPO di bawah nilai yang dipercaya sebagai *full information value*, dan segera pada pasar sekunder, harga secara rata-rata sama dengan *full information value*.

Jika hanya melihat pada pergerakan harga antara IPO dengan pasar sekunder, sangat sulit untuk menyatakan model mana yang paling baik. Kedua model memprediksi yang sama : IR yang positif. Untuk melihat perbedaannya, diperlukan melangkah ke tahap berikutnya, yakni melakukan investigasi setiap model pada kinerja jangka panjangnya, atau investigasi pada implikasi setiap model dalam relasinya terhadap IR dan faktor-faktor yang mempengaruhinya.

Model WIPO memprediksi bahwa dalam jangka panjang, saham IPO berkinerja di bawah rata-rata saham-saham perusahaan lainnya. Sedangkan penjelasan berdasarkan teori *underpricing* mengatakan bahwa harga pada pasar sekunder secara rata-rata merefleksikan *full information value* (nilai keseluruhan informasi). Konsekuensi logis dari pernyataan tersebut seharusnya tidak akan terdapat kinerja jangka panjang yang jelek.

DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, R., Leal, R., Hernandez, L. 1993. "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America". *Financial Management*, no.22.
- _____, and Rivoli, P. 1990. "Fads in The Initial Public Offering Market ?". *Financial Management*, no.19.
- Allen, F and Faulhaber, G. 1989. "Signalling by Underpricing in The IPO Market". *Journal of Financial Economics*, 23.
- Basana, Sautma Ronni. 1998. "Kondisi Anomali pada Emisi Saham Perdana (IPO) di Pasar Modal Indonesia Serta Faktor Faktor yang Mempengaruhi". Tesis tidak dipublikasikan. Universitas Indonesia. 1998.

- Grinblatt, M. and Hwang, C.Y. 1989. "Signalling and Pricing of New Issues". *Journal of Finance*. no.44.
- Hanley, K., Kumar, A., Seguin, P. 1995. "Price Stabilization in The Market for New Issues". *Journal of Finanacial Economics*, no.37.
- Hwang, C.Y., and Jayaraman, N. 1992. "The Long-Term Performance of IPO and Non-IPOs: Japanese Evidence". *Working Paper*. J.M Katz Graduate School of Business. University of Pittsburg.
- Ibbotson, R.G. 1975. "Price Perfomance of Common Stock New Issues". *Journal of Financial Economics*, no.2.
- Ibbotson, R.G, and Jaffe, J. 1975. "'Hot Issue' Markets". *Journal of Finance*, no.30.
- Ibbotson, R.G, Sinderlar, J. L , Ritter, J. R. 1988. "Initial Public Offering". *Journal of Applied Corporate Finance*, no. 2.
- Ibbotson, R.G, Sinderlar, J. L , Ritter, J. R. 1993. "The Market Problems With The Pricing of Initials Public Offering". *Journal of Applied Corporate Finance* , no 4.
- Keloharju, M. 1993. "The Winner's Curse, Legal Liability, and The Long-Run Price Performance of Initial Public Offerings in Finland". *Journal of Financial Economics*, no.34.
- Loughran, T. and Ritter, J. R. 1995. "The New Issues Puzzle". *Journal Of Finance*, no.50.
- Levis, M. 1993. "The Long Run Performance of Initial Public Offerings : The UK Experience 1980-1988". *Financial Management*, no.22.
- Ritter, J. R. 1984. "The Hot Issue", Market of 80s". *Journal of Business*, no.57.
- Ritter, J. R. 1987. "The Cost of Going Public". *Journal of Financial Economics*, no.19.
- Ritter, J. R. 1991. "The Long Run Performance of Initial Public Offerings". *Journal of Finance*, no 46.
- Rock, K. F. 1986. " Why New Issues Are Underpriced ". *Journal of Financial Economics*, no. 15.
- Ruud, J. 1993. "Underwriter Price Support and The IPO Underpricing Puzzle". *Journal of Financial Economics*, no.34.
- Semmel, Roy H M. 1996. "*IPO Anomalies, Truncated Excess Supply, and Heterogeneous Information*", Unpublished Dissertation, J. M. Katz Graduate School of Business, University of Pittsburgh, Pennsylvania.

- Sitompul, Asril. 1996. *"Pasar Modal, Penawaran Umum & Permasalahannya"*. PT.Citra Aditya Bakti, Bandung.
- Stern, R.L. and Bornstein, P. 1985. "Why New Issues are Lousy Investment". *Forbes*, no.136.
- Tiniç, S. M. 1988. "Anatomy of Initial Public Offering of Common Stock". *Journal of Finance*, no.43.
- Welch, I. 1989. "Seasoned Offerings, Imitation Costs and The Underpricing of Initial Public Offerings". *Journal of Finance*, no.44.
- Undang-undang no.8, 1995 tentang Pasar Modal.
- Warta Ekonomi* no.31. Desember 1996.