

FENOMENA ANOMALI IPO: SUATU BENTUK KONVENSI ANTARA EMITEN, PENJAMIN EMISI DAN INVESTOR

Yuni Rimawati
Universitas Trunojoyo Madura
rimawati_unieq@yahoo.com

Abstract: *IPO suatu perusahaan adalah titik awal penentuan nilai perusahaan (firm value) berdasarkan penilaian publik. Proses IPO melibatkan pihak internal dan eksternal perusahaan. Pihak eksternal yang paling dominan dalam proses IPO adalah penjamin emisi. Berdasarkan Arifin (2010), tiga fungsi penjamin emisi, yaitu advisory function, underwriter function dan marketing function. Berdasarkan survey literatur terkait fenomena IPO yang dilakukan Ritter (2003), terdapat 3 fenomena empiris, yaitu: i) short-run underpricing, ii) siklus pasar dalam perolehan jumlah rata-rata return hari pertama (average initial return) disebut juga hot and cold IPO, dan iii) long-run underperformance. Dalam periode selanjutnya, abnormal return yang dihasilkan dari hot and cold IPO dan short-run underpricing akan di-off-side oleh long-run underperformance. Hal ini mengidentifikasi bahwa investor telah realistis sehingga harga saham kembali pada fair value. Underpricing merupakan salah satu bentuk anomali pasar. Yang menarik dari fenomena underpricing IPO tidak dapat dijelaskan secara pasti seberapa besar dan kapan underpricing IPO tersebut akan kembali ke fair value. Sehingga informasi yang akurat dan tercepat adalah hal penting dalam pengambilan keputusan untuk mendapatkan return yang optimal dan menghindari kerugian. The IPO of a company is the starting point for the determination of firm value based on public valuation. The IPO process involving the internal and external company parties. The most dominant external parties in the process of IPO's underwriter. Arifin (2010) summarized, the three function of the underwriter are advisory function, underwriter function and marketing function. Based on literature survey related phenomena ipo done by Ritter (2003), there are 3 phenomena empirical: i) short-run underpricing, ii) hot and cold IPO, dan iii) long-run underperformance. In the next period after IPO, Abnormal return generated from hot and cold IPO dan short-run underpricing will be off side by long-run underperformance. It identifies that the investors have realistic so that the stock price back at fair value. Underpricing is one form of an anomaly market. The interesting phenomenon of underpricing IPO can't be explained exactly how big and when the IPO underpricing will return to the fair value. Accurate and fastest information is an important point in decision making to get optimal returns and avoiding loses.*

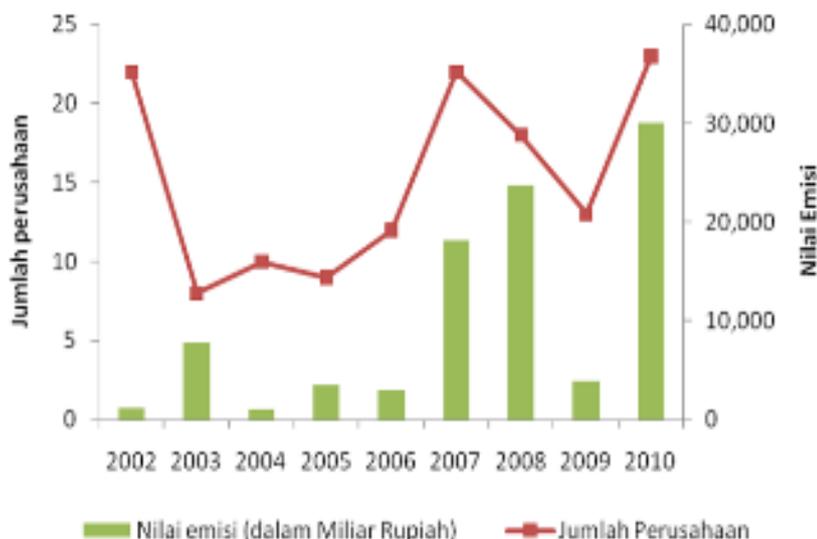
Keywords: IPO Phenomenon, Market Anomaly, Underwriter

PENDAHULUAN

Ketika perusahaan akan menawarkan sahamnya di bursa, maka perusahaan tersebut dinyatakan sebagai perusahaan publik. Penawaran umum perdana (*Initial Public Offering – IPO*) suatu perusahaan adalah titik awal penentuan nilai perusahaan (*firm value*) berdasarkan penilaian publik. IPO menurut UU Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, definisi tentang penawaran umum perdana (IPO) adalah penawaran oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat. Efek tersebut adalah surat berharga yang dapat berbentuk pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan, kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek dari setiap derivatif dari efek. IPO yang dimaksud dalam kajian ini dikhususkan untuk saham biasa (*Common Stock*).

Publik akan menilai perusahaan tersebut memiliki prospek yang baik jika setelah IPO harga saham terus meningkat dan peran penjamin emisi dalam hal ini sangat besar. Studi mengenai IPO umumnya memperlihatkan bahwa terjadi positive initial returns (biasanya diukur dengan presentasi perubahan dari harga saat IPO dibandingkan dengan harga saat penutupan). Fenomena ini dikenal sebagai *IPO Puzzle* atau secara spesifik sebagai *underpricing* dari *IPO puzzle*. Sedangkan setelah *market returns* diukur dalam jangka waktu satu bulan sampai dengan lima tahun, *abnormal returns* yang terjadi setelah IPO umumnya menjadi tidak signifikan atau akan kembali pada *fair value* dari saham tersebut. Kedua topik inilah dikenal sebagai *short-run* dan *long-run* performances dari IPO dan merupakan topik yang paling banyak dikaji di Asia IPO (Yong, 2007).

Banyak hal yang mempengaruhi harga saham setelah IPO, terutama di Indonesia. Pada negara berkembang seperti Indonesia, terdapat kondisi kebutuhan dana lebih besar dari pada kemampuan pasar keuangan dalam menyediakan dana. Kondisi pasar modal Indonesia juga berada dalam pergerakan positif setelah kecuali pada saat krisis tahun 1998 dan 2008. Hal ini dibuktikan dengan Perkembangan IHSG dan Nilai Kapitalisasi Saham yang berada pada trend positif seperti pada Gambar 1.



Gambar 1: Jumlah Perusahaan yang Menerbitkan Saham (IPO dan Right Issues) dan Nilai Emisinya
 Sumber: Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (2010)

Proses IPO melibatkan tidak hanya manajemen perusahaan dan pemegang saham lama (internal) tetapi juga pihak eksternal, yang utama adalah lembaga intermedisi (penjamin emisi – *Underwriter*). Perusahaan yang melakukan IPO akan membayar sejumlah komisi, atau *gross spread* kepada *underwriter* dan akan menerima nilai bersih dari hasil penjualan ketika surat berharga tersebut diterbitkan. Sebagai tambahan, biasanya perusahaan menambahkan biaya tidak langsung melalui revaluasi terhadap surat berharga yang sudah ada “announcement effect” (Kartawijaya, nd).

Selain itu kondisi pasar modal di Indonesia cenderung berada dalam *semi-strong efficient*. Dinyatakan demikian karena adanya ketidakseimbangan informasi antara manajemen dengan investor publik, terutama investor individual. Sehingga perusahaan yang akan melakukan IPO, harus mempersiapkan dan berhias diri sebaik mungkin agar dapat menarik perhatian pasar (investor). Kajian ini fokus pada proses IPO perusahaan di Indonesia dan teori-teori keuangan yang melandasi proses IPO untuk menguraikan perilaku pasar pada saat IPO.

Proses IPO di Indonesia

Berdasarkan Panduan Go Public di Bursa Indonesia, tahap awal proses IPO adalah persiapan internal perusahaan. Pada tahap ini manajemen perusahaan yang akan melakukan IPO harus mendapat persetujuan pemilik awal dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Hal ini dilakukan karena dengan IPO saham akan merubah komposisi hak dan kepemilikan perusahaan oleh pemilik lama dengan publik (pemilik baru).

Setelah mendapatkan persetujuan dalam RUPS, perusahaan memilih penjamin emisi (*underwriter*) yang terdaftar sebagai anggota bursa. Tugas penjamin emisi ini adalah sebagai perusahaan yang menjamin emisi perusahaan yang akan IPO ke bursa. Penjamin emisi bersama perusahaan yang akan IPO menyiapkan dokumen dan menunjuk pihak-pihak Profesi Penunjang Pasar Modal seperti akuntan publik, konsultan hukum, notaris, dan penilai (*appraisal*). Adapun tugas Lembaga dan Profesi Penunjang Pasar Modal tersebut adalah (berdasarkan Panduan Go Public PT Bursa Efek Indonesia):

- Penjamin Emisi (*Underwriter*) merupakan pihak yang paling banyak terlibat dalam membantu Calon Perusahaan Tercatat dalam rangka penerbitan saham dengan menyiapkan berbagai dokumen, membantu membuat Prospektus dan memberikan Penjaminan atas penerbitan Efek.
- Akuntan Publik (Auditor Independen) merupakan pihak yang bertugas untuk melakukan audit atau pemeriksaan atas Laporan Keuangan Perusahaan Tercatat dan Calon Perusahaan Tercatat.

- Penilai Independen yang merupakan pihak yang melakukan penilaian atas Aktiva Calon Perusahaan Tercatat dan menentukan nilai wajar dari Aktiva tersebut.
- Konsultan Hukum merupakan pihak yang memberikan pendapat dari segi hukum (*legal opinion*).
- Notaris merupakan pihak yang membuat akta-akta perubahan Anggaran Dasar, akta perjanjian-perjanjian dalam rangka Penawaran Umum dan juga notulen-notulen rapat.
- Biro Administrasi Efek, bertugas untuk mengadministrasikan pemesanan saham dan mengadministrasikan kepemilikan saham.

Setelah proses persiapan internal perusahaan selesai, maka tahap selanjutnya adalah tahap Pernyataan Pendaftaran kepada Bapepam-LK. Pada tahap ini bertujuan untuk mendapatkan pernyataan efektif dari Bapepam-LK. Proses tahap Pernyataan Pendaftaran kepada Bapepam-LK dapat dilihat pada gambar 2.



Gambar 2: Alur Proses pada Tahap Pernyataan Pendaftaran
Sumber: Panduan Go Public PT. Bursa Efek Indonesia

Ketika sudah mendapatkan Surat Pernyataan Efektif tahap selanjutnya adalah Masa Penawaran Umum. Tahap ini merupakan tahap utama emiten (perusahaan yang melakukan penawaran publik) menawarkan sahamnya kepada masyarakat (investor). Investor dapat membeli saham melalui agen penjual yang telah ditunjuk. Masa penawaran umum ini paling kurang 1 hari kerja dan paling lama 5 hari kerja. Setelah berakhirnya masa penawaran tersebut, dalam waktu paling lambat 2 hari kerja, emiten wajib menyelesaikan permintaan atas pemesanan saham oleh para investor (ini disebut penjatahan). Dalam hal terjadi kelebihan permintaan (*oversubscribe*) maka pengembalian uang pemesanan dari investor (refund) dilakukan 2 hari setelah penjatahan. Seluruh tahapan pada Masa Penawaran Umum disebut Pasar Perdana.

Setelah saham diperdagangkan di Pasar Perdana, tahap selanjutnya adalah Pasar Sekunder. Pasar sekunder adalah ketika saham telah ditransaksikan di Bursa (perdagangan saham dicatatkan dan diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia). Skema Perdagangan pada Pasar Perdana sampai dengan Pasar Sekunder dapat dilihat di Gambar 3. Terdapat dua cara pencatatan sisa saham tersebut agar dapat diperdagangkan di Pasar Sekunder yaitu, *partial listing* dan *company listing*. Jika berdasarkan *Partial listing* perusahaan melakukan pencatatan sahamnya secara *partial* (sebagian), sedangkan *company listing*, perusahaan mencatatkan seluruh sisa saham yang dimilikinya sehingga seluruh saham dapat diperdagangkan di pasar saham (Kristiantari, 2012). Sedangkan *listing* saham pertama kali di Bursa Efek Indonesia akan dicatat di Papan Utama atau di Papan Pengembangan, tergantung syarat yang dipenuhi.

Peran Penjamin Emisi dan Fenomena IPO

Peran penjamin emisi dimulai pada saat persiapan internal dan penawaran pasar perdana. Pada umumnya penjamin emisi mempunyai 3 fungsi (Arifin, 2010), yaitu *advisory function*, *underwriter function* dan *marketing function*. Sebagai *advisory*, penjamin emisi memberikan saran kepada perusahaan yang akan *go public* mengenai jenis sekuritas yang akan dikeluarkan, penentuan harga sekuritas dan waktu penawarannya.

Underwriter function adalah fungsi penjaminan, yaitu penjamin emisi memberikan jaminan penjualan saham perdana emiten. Ada dua jenis jaminan yang diberikan penjamin emisi yaitu: i) jaminan *full commitment*, yaitu: menjamin seluruh sekuritas akan terjual, dan bersedia membeli sisanya jika sebagian sekuritas tidak terjual (jaminan ini sangat jarang dilakukan); ii) jaminan *best effort*, yaitu: penjamin emisi hanya akan berusaha sebaik mungkin untuk menjual sekuritas yang diterbitkan oleh emiten.

Sedangkan *marketing function* adalah fungsi penjamin emisi pada saat Masa Penawaran Umum. Penjamin emisi pada masa penawaran umum bekerja sama dengan agen penjual (*investment banker*) melakukan *marketing function* untuk menjaring investor potensial dan mengumpulkan informasi untuk penetapan harga dan mengalokasikan IPO.

Dengan *underwriter function*, penjamin emisi harus menentukan *offering price* (harga penawaran pada pasar perdana). Mengacu pada teori *asymetry information*, ketidakpastian masa lalu (*adverse selection*) dan ketidakpastian masa depan (*moral hazard*) maka penentuan *offering price* merupakan hal yang tidak mudah bagi penjamin emisi dan emiten.

Pagano, Panetta dan Zingales (1998) dalam Ritter (2003) menyatakan 2 hal yang secara teori tidak dapat dijelaskan secara lengkap tentang IPO. Dua hal tersebut adalah i) pada tahap mana siklus hidup perusahaan optimal untuk melakukan *go public*, ii) mengapa volume IPO bervariasi secara dramatis antar waktu dan antar negara. Sedangkan dalam diungkapkan Chemmanur dan Fulghieri (1999) dalam Ritter (2003) yang menyatakan bahwa *go public* dilaksanakan untuk memperluas kepemilikan atas perusahaan dan jika perusahaan mempunyai kebutuhan yang besar terhadap modal eksternal. Alasannya bursa merupakan sumber dana yang lebih murah karena kurangnya *liquidity discount* yang diinginkan oleh investor pada perusahaan dan beragamnya investor juga akan memiliki beragam sudut pandang pada satu perusahaan (Ritter, 2003). Hal ini akan menciptakan "windows of opportunity" bagi perusahaan yang tercatat di Bursa.

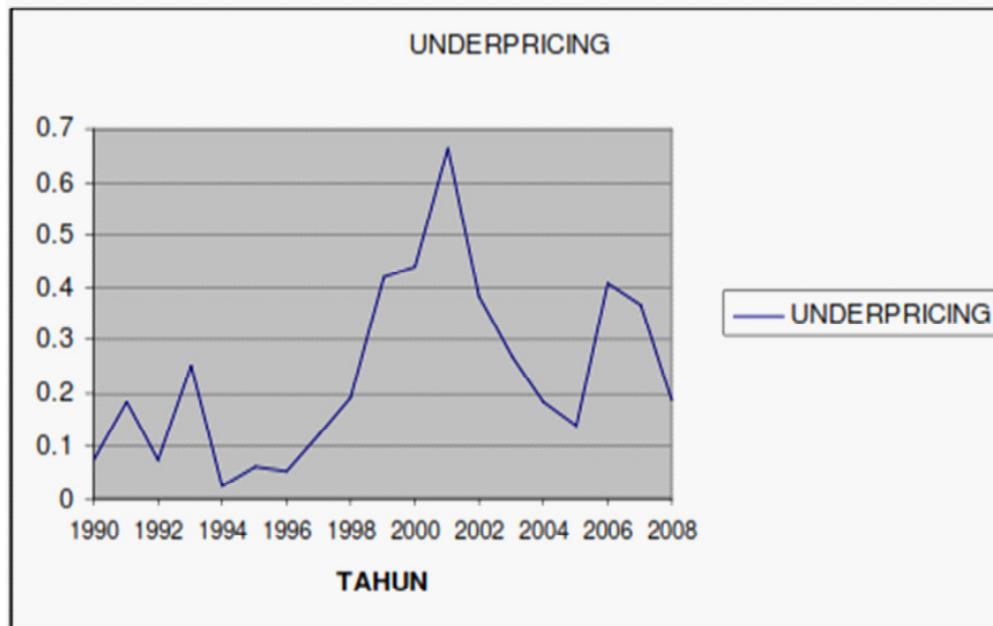
Peran penjamin emisi sangat besar dalam menciptakan *windows of opportunity*. Hal tersebut karena dalam hal mendapatkan dana dari publik (*go public*) perusahaan (emiten=perusahaan yang tercatat di bursa) hanya akan menerima nilai bersih dari hasil penjualan ketika surat berharga tersebut diterbitkan. Sedangkan penentuan nilai saham yang akan diterbitkan (yang akan dijual) adalah penjamin emisi. Berdasarkan survey literatur terkait fenomena IPO yang dilakukan Ritter (2003), terdapat 3 fenomena empiris, yaitu: i) *short-run underpricing*, ii) siklus pasar dalam perolehan jumlah rata-rata return hari pertama (*average initial return*), dan iii) *long-run underperformance*. Masalah yang banyak dibahas dalam literatur IPO adalah *Short-run underpricing* atau banyak dijelaskan dalam literatur dengan istilah *underpricing*.

Underpricing IPO adalah rata-rata harga pasar penutupan pada hari pertama perdagangan IPO lebih tinggi daripada harga penawaran Ritter (2003). Fenomena *underpricing* ini terjadi karena harga saham pada waktu penawaran perdana relatif lebih rendah dibanding pada saat diperdagangkan di pasar sekunder (Handayani, 2008). Harga saham yang dijual pasar perdana ditentukan berdasarkan kesepakatan antara perusahaan emiten dan penjamin emisi (*underwriter*), sedangkan harga yang terjadi di pasar sekunder ditentukan oleh mekanisme pasar yang telah ada melalui kekuatan permintaan dan penawaran saham tersebut di pasar modal. Seperti yang telah diungkap di awal penentuan nilai saham yang akan diterbitkan (yang akan dijual) adalah penjamin emisi, maka fenomena *underpricing* IPO adalah usaha penjamin emisi untuk meminimalkan resiko penjaminan yang menjadi tanggung jawabnya. Ketika terjadi *underpricing* penjamin emisi berharap akan dapat menjual semua saham yang dijaminnya.

Perihal perolehan rata-rata *return* pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder (*average initial return*), Ritter (2003) mensarikan bahwa jumlah tertinggi berasal dari bursa dimana regulatornya mensyaratkan salah satu formula dalam menentukan *offering price* saham adalah informasi akuntansi (laporan keuangan). Fenomena siklus pasar dalam *average initial return* juga dikenal dengan istilah *hot and cold IPO* (mengacu pada Ibbotson dan Jaffe, 1975). Dalam periode selanjutnya, siklus pasar dalam *average initial return* dan *long-run underperformance* adalah hasil *off-sided* dari *short-run underpricing*. Hal ini mengidentifikasi bahwa investor telah realistis sehingga harga saham kembali pada *fair value*.

Underpricing IPO: Antara Peran Penjamin Emisi, Anomali Pasar, dan Teori Behavioral

Dari penjelasan 3 fenomena empiris IPO berdasarkan Ritter (2003) diatas, fenomena utamanya adalah *underpricing*. Dalam periode selanjutnya, *abnormal return* yang dihasilkan dari *hot and cold IPO* dan *short-run underpricing* akan di *offset* oleh *long-run underperformance*. Sehingga kajian ini akan memfokuskan pada fenomena *underpricing*. Arifin (2010) telah membuktikan secara empiris bahwa rata-rata terjadi *underpricing* IPO di Pasar Modal Indonesia dari tahun 1990-2008. Hasil pengujian Arifin (2010) dapat dilihat di Gambar 4.



Gambar 4: Rata-rata *Underpricing* Perusahaan IPO di Indonesia Tahun 1990-2008
Sumber: Arifin (2010)

Fenomena *underpricing* merupakan hal yang merugikan emiten. Dengan IPO, emiten bertujuan mendapatkan pendanaan (modal) dari publik. Tentu saja emiten berharap arus kas masuk semaksimal mungkin dari IPO. Tetapi emiten hanya akan mendapatkan nilai bersih dari hasil penjualan ketika surat berharga tersebut di terbitkan dan harus membayar komisi atau *gross spread* kepada penjamin emisi. Dengan tiga fungsi penjamin emisi yang telah dijelaskan diatas (*advisory function*, *underwriter function* dan *marketing function*), penentuan harga saham di Pasar Perdana merupakan hasil negosiasi antara penjamin emisi dan emiten. Sedangkan harga saham di Pasar sekunder telah mencerminkan reaksi pasar akan penawaran dan pembelian saham tersebut (Razafindrambinina dan Kwan, 2013).

Penjamin emisi adalah salah satu pihak eksternal yang berperan besar dalam menyusun perpektus emeten yang menjadi salah satu syarat *go public*. Sehingga dengan bekerja sama dengan penjamin emisi yang bereputasi baik diharapkan dapat mengurangi *underpricing* IPO yang akan merugikan emiten. Dengan sampel pasar modal Indonesia periode 2004-2009, Razafindrambinina dan Kwan (2013) membuktikan secara empiris bahwa reputasi penjamin emisi berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. *Underpricing* dapat dijadikan strategi pemasaran untuk meningkatkan minat investor berinvestasi dalam saham IPO dengan memberikan *initial return* yang tinggi (Kristiantari, 2012). Kemungkinan terjadinya *underpricing* disebabkan karena kesengajaan *underwriter* untuk menetapkan harga penawaran jauh dibawah harga pasar untuk meminimalkan kerugian yang harus ditanggung atas saham yang tidak terjual (Kristiantari, 2012).

Underpricing merupakan salah satu bentuk anomali pasar. Anomali pasar adalah suatu bentuk penyimpangan dari *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Yang dimaksud dengan anomali pasar adalah tindakan irrasional dari pelaku pasar sehingga menimbulkan penyimpangan harga dan pola yang dapat diprediksi muncul dari suatu waktu dan bertahan dalam rentang waktu yang singkat (Malkiel, 2003). Penjelasan anomali pasar ini mengacu pada Teori *behavioral finance*. Berdasarkan *behavioral finance*, investor memang selalu bertindak rasional dalam bertindak dan pengambilan keputusan terdistorsi oleh *limits arbitrage* (batasan arbitrase) dan psikologi kognitif, sehingga dapat menimbulkan kesalahan sistematis (Ritter, 2003a).

Jika mengacu pada *signalling theory* dan *asymmetric information*, *underpricing* IPO adalah sebab dari *moral hazard* dan *adverse selection* dari emiten, penjamin emisi dan investor. Terdapat banyak faktor spesifik yang menjelaskan fenomena *underpricing*. Adapun penjelasan spesifik dari faktor-faktor tersebut adalah:

1) **The winner's curse**

Berdasarkan teori asimetri informasi, Rock (1986) membagi pelaku pasar menjadi 2 kategori, yaitu: investor reguler (*will informed investors* atau investor institusional) dan investor lugu (*uninformed investors*). Masalah asimetri informasi menyebabkan investor potensial menghadapi masalah *adverse selection* yang lebih dikenal dengan "*winner's curse*" (kutukan pemenang). *Uninformed investors* akan menghadapi *winner's curse* jika mengambil semua saham yang diinginkan, tetapi tidak memiliki cukup informasi yang lengkap mengenai perusahaan yang akan IPO (Yong 2007). Sehingga walaupun *uninformed investors* dapat memperoleh saham pada pasar perdana (memperoleh apa yang diharapkan = winner) kemungkinan *uninformed investors* menghadapi *overvalue* saham di pasar perdana (*curse's* = kutukan).

2) **Dynamic information acquisition**

Mekanisme yang digunakan untuk menetapkan harga dan mengalokasikan IPO dapat dikategorikan sebagai *auctions*, *fixed-price offer* dan *book building* (Ritter, 2003). Dalam *auctions* (lelang), harga ditetapkan setelah penyelesaian penawaran dan pengalokasian saham diberikan kepada investor dengan harga penawaran yang sesuai. Sedangkan *fixed-price offer* (penawaran tetap), investor menyerahkan uang untuk membeli saham tanpa mengetahui berapa banyak saham yg diterima. *Book building* adalah mekanisme dimana penjamin emisi mengumpulkan pembeli potensial dan kemudian menetapkan harga penawaran, sehingga penjamin emisi yang menentukan kebijakan dalam pengalokasian saham. Bursa efek Indonesia menggunakan mekanisme *Book building*. *Book building* sebagai *auction* (aksi) dinamis yg dilakukan penjamin emisi untuk memberikan *reward* bagi investor reguler. Menurut Benveniste and Spindt (1989) dalam Ritter (2003), penjamin emisi (dimana *book building* dalam IPO digunakan) akan *underprice* IPO untuk mengurangi investor reguler mengungkapkan penilaian selama periode pra-penjualan, yang kemudian akan digunakan untuk menentukan harga saat penawaran di Pasar Perdana. IPO *offer price* akan mengalami revisi kebawah sedangkan yang *underprice* akan mengalami revisi ke atas; fenomena ini juga dikenal sebagai *partial adjustment phenomenon* (Yong 2007).

3) **Signaling**

Dasar fundamental dari teori ini adalah perusahaan yang baik atau bagus dapat memberikan *signal* (tanda) tentang kondisinya 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. Hal ini berdasarkan bahwa *underpricing* IPO meninggalkan "*leave a good taste*" bagi investor dan memberikan kemungkinan bagi *issue* untuk melakukan *seasoned equity offerings* (SEOs) dimasa yang akan datang (Yong, 2007).

4) **Informational Cascades**

Informational Cascades mengacu pada efek domino yang timbul pada investor potensial pada saat IPO. Penjelasan adalah yang menjadi dasar pertimbangan keputusan investor potensial IPO tidak hanya informasi yang dimilikinya tetapi juga tindakan investor lain. Sehingga muncul efek saling mempengaruhi keputusan antar investor dan dapat mempengaruhi kesuksesan IPO. Dalam menghadapi situasi seperti ini emiten dan penjamin efek akan menurunkan harga pada IPO sebagai kompensasi bagi investor potensial untuk pembeli dan kemudian akan mendorong investor berikutnya untuk membeli dengan informasi yang mereka miliki (Welch, 1992 dalam Yong, 2007). Sehingga *underpricing* digunakan sebagai alat untuk mengantisipasi efek domino yang dapat menggagalkan IPO (Ritter, 2003).

5) **The IPO as a marketing event**

Identifikasi kejadiannya hampir mirip dengan *signaling theory* (Ritter, 2003). Fenomena *initial return* yang tinggi menarik perhatian investor untuk mendapatkan *abnormal return*. Sehingga bagi perusahaan

yang baru berkembang dan berencana mendapatkan pendanaan dari publik, IPO mampu memberikan hal tersebut kadang kala dengan jumlah yang lebih besar dari nilai *brand* mereka sendiri (Yong, 2007).

6) Prospect theory

Prospect theory, dikembangkan oleh Kahneman and Tversky (1979) dalam Ritter (2003). Hal ini berdasarkan bahwa dengan IPO, minoritas emiten bertindak "*money left on the table*", artinya emiten percaya bahwa harga yang ditawarkan akan cenderung untuk meningkat selama proses *book-building*. Para eksekutif dari emiten juga percaya bahwa kekayaan mereka meningkat melalui IPO. Hal ini menimbulkan akibat walaupun mereka bisa menawarkan harga lebih tinggi pada saat *book-building*, mereka tidak melakukan hal tersebut. Emiten dan eksekutifnya menganggap *underpricing* IPO adalah hal yang tidak merugikan dan penjamin emisi sebagai *underwriter function* juga senang cenderung menyukai fenomena *underpricing* IPO, dua hal inilah yang menjadi dasar *prospect theory* (Ritter, 2003).

7) Lawsuit avoidance

Underpricing dianggap salah satu cara untuk mengurangi tuntutan hukum, walaupun itu bukan suatu yang murah (Yong, 2008). Hal ini tergambar dalam *underpricing* yang sangat besar pada perusahaan dibidang internet pada tahun 1999-2000 (Ritter, 2003). Pada periode tersebut investasi pada perusahaan internet adalah investasi pada bidang usaha yang berada pada masa pengenalan. Frekuensi dan kemungkinan gugatan hukum *class action* dimasa yang akan datang dapat dikurangi dengan *underpricing*, karena hanya investor yang kehilangan uang yang dianggap merugi.

8) Withdrawn IPO (WIPO)

Sembel (1996) menjelaskan anomali IPO berbeda total dari apa yang dijelaskan teori-teori sebelumnya. Model penjelasan Sembel (1996) dikenal dengan *Withdrawn IPO* (WIPO) Model. Ronni B (2003) menjelaskan model WIPO Sembel (1996), penjamin emisimenetapkan harga saham di IPO berdasarkan keseluruhan informasi yang dimilikinya. Hal tersebut dilakukan, karena penjamin emisi hendak menjaga reputasinya terhadap investor dan juga perusahaan (*issuing firms*). Jadi, harga IPO merupakan harga wajar di mana penjamin emisi tidak melakukan manipulasi harga melalui teknik *underpricing* atau *overpricing*. Pada saat menetapkan harga final IPO, penjamin emisi 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 *initial return* yang positif. Sehingga secara garis besar WIPO Model Sembel (1996) mengatakan bahwa *underpricing* terjadi karena adanya permintaan saham yang lebih besar dari penawaran dan penilaian investor yang heterogen.

9) Fenomena Hot dan Cold IPO

Ibbotson dan Jaffe (1975) dalam Ritter (2003) mendefinisikan 'hot issue market' sebagai periode dimana rata-rata return hari pertama lebih tinggi dibandingkan mediannya. Mengikuti alasan model WIPO Sembel (1996), Ronni B (2003) menjelaskan *initial return* 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 WIPO Sembel (1996) menunjukkan dengan faktor lainnya tetap- probabilitas IPO yang gagal (IPO yang mempunyai *excess demand* yang negatif) lebih rendah selama periode *Hot*. 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*).

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Fenomena *underpricing* IPO merupakan anomali dari *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Tetapi jika dikaji hasil *underpricing* IPO akan di *off-side* oleh siklus pasar dalam *average initial return* dan *long-run underperformance*. Yang menarik dari fenomena IPO adalah tidak dapat dijelaskan secara pasti seberapa besar dan kapan *underpricing* IPO tersebut akan kembali ke *fair value*. Hal itu menggambarkan istilah dalam keuangan dan investasi bahwa “tidak ada makan siang yang gratis”, yang maksudnya bahwa dalam pandangan keuangan dan investasi selalu ada resiko jika mengharapkan return (tetap mengacu pada teori keuangan konvensional). Sehingga informasi yang akurat dan tercepat adalah hal penting dalam pengambilan keputusan untuk mendapatkan *return* dan menghindari kerugian.

DAFTAR RUJUKAN

- Arifin, Zainal (2010), *Potret IPO di Bursa Efek Indonesia*, Jurnal Siasat Bisnis Vol. 14 No. 1, April 2010 Hal: 89–100
- Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (2010) , *Laporan Studi Peran Regulator Dan Pihak Terkait Dalam Mendorong Perusahaan Melakukan Initial Public Offering (IPO) Di Pasar Modal Indonesia*, Kementerian Keuangan Republik Indonesia
- Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (2009) , *Laporan Studi Potensi Jumlah Perusahaan yang Dapat Melakukan Go Public Di Pasar Modal Indonesia*, Kementerian Keuangan Republik Indonesia
- Benveniste, L.M., and P.A. Spindt (1989), *How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues*, Journal of Financial Economics 24:343-361.
- Bursa Efek Indonesia (n.d), Panduan Go Public, PT. Bursa Efek Indonesia
- Chemmanur, T.J., and P. Fulghieri (1999), *A theory of the going-public decision*, Review of Financial Studies 12:249-279.
- Handayani, Sri Retno (2008), *Analisis Faktor yang Mempengaruhi Underpricing pada Penawaran Umum Perdana (Studi Kasus Pada Perusahaan Keuangan yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta Tahun 2000-2006)*, Tesis Program Magister Manajemen Pascasarjana Universitas Diponegoro
- Ibbotson, R. G. and J. F. Jaffe (1975), *“Hot Issue” Markets*; Journal of Finance, Vol. 30, No. 4; pp. 1027 – 1042
- Kahneman, D., and A. Tversky (1979), *Prospect theory: an analysis of decision under risk*, Econometrica 47:263-291
- Kartawijaya, Tb Mh Idris (nd), *IPO Underwriter*, Tugas Proposal Riset Mata Kuliah Seminar Investasi dan Pasar Modal, Program Pascasarjana Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia
- Kristianti, Dewi Ayu (2012), *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham pada Penawaran Perdana di Bursa Efek Indonesia*, Tesis, Program Studi Akuntansi Program Pascasarjana Universitas Udayana
- Malkiel, B (2003), *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, CEPS Working Paper No. 91, Princeton University
- Mutiara, Milka (2012), *Analisis Return Portofolio Saham Berdasarkan Tingkat Mispricing*, Tesis, Fakultas Ekonomi Program Studi Magister Manajemen Universitas Indonesia
- Pagano, Panetta dan Zingales (1998), *Why do firms go public? An empirical analysis*, Journal of Finance 53:27-64.

- Prastowo, Nugroho Joko dan Chawwa Tevy (2009), *Kondisi Pasar Keuangan dan Implikasinya Terhadap Animo Penerbitan Saham dan Obligasi Korporasi*, Working Paper
- Razafindrabinina, Dominique dan Tiffany Kwan (2013), *The Influence of Underwriter and Auditor Reputations on IPO Underpricing*, *European Journal of Business and Management* Vol.5, No.2, 2013
- Ritter, J.R., (2003). *Investment banking and securities issuance*, Chapter 5. In: Constantinides, G., Harris, M., Stulz, R.(Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*. Elsevier B.V., Amsterdam, pp. 255–304
- Ritter, Jay R. (2003a), *Behavioral Finance*, *Pacific-Basin Finance Journal* Vol. 11, No. 4, (September 2003) pp. 429-437
- Ronni B, Sautma (2003), *Problema Anomali Dalam Initial Public Offering (IPO)*, *Jurnal Manajemen & Kewirausahaan* Vol. 5, No. 2, September 2003: 181 – 192
- Ruslim, Herman (2010), *Anomali Ininitial Public Offering*, *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis* Vol.10 No. 2 Mei 2010 115-122
- Sembel,RoyH M.1996. *“IPOAnomalies,TruncatedExcessSupply,andHeterogeneous Information”*,Unpublished Dissertation,J. M.KatzGraduateSchoolofBusiness, UniversityofPittsburgh,Pennsylvania
- Sulistiawan, Dedhy (2010), *Pengujian Fenomena Underpricing dengan Studi Eksperimen*, *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*, Tahun 3, No.1, April 2010
- Tandellilin, Eduardus (2001), *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio ed 1*, Yogyakarta: BPFE
- Yong, Othman, (2007)*A review of IPO research in Asia: What’s next?*, *Pacific-Basin Finance Journal* 15 253–275

