

Teori IPO¹

Oleh: Prof. Dr. Adler Haymans Manurung²

Pendahuluan

Initial Public Offering (IPO) adalah sebuah aksi korporasi perusahaan dalam rangka mendapatkan dana dari masyarakat untuk kepentingan perusahaan going concern. Perusahaan yang melakukan penawaran saham ke publik bisa dilakukan beberapa kali, tetapi di Indonesia hanya baru BNI yang melakukan IPO kedua (secondary IPO). Sementara di beberapa negara yang memiliki bursa telah maju melakukan IPO beberapa kali. Perusahaan yang melakukan penawaran saham ke publik dengan menggunakan right issue dikenal dengan penawaran secara musiman (seasoning offering) dan yang melakukan IPO dikenal dengan penawaran bukan musiman (useasoning offering).

Perusahaan yang melakukan IPO harus dibantu oleh perusahaan sekuritas atau dikenal dengan Investment Banking. Tanpa bantuan perusahaan sekuritas perusahaan tersebut tidak mungkin bisa IPO. Persoalan utama yaitu investor yang akan membeli saham tersebut dan mekanisme pendaftaran di regulator. Amerika telah membuat peraturan untuk melakukan IPO tanpa menggunakan perusahaan sekuritas yang dikenal dengan self registration. Bila tindakan ini yang dilakukan maka perusahaan yang menerbitkan saham ke publik harus laku menjualnya dalam tempo dua tahun.

Investor yang membeli saham pada IPO selalu menginginkan harga sahamnya mengalami peningkatan di pasar sekunder terutama pada hari pertama. Tingkat pengembalian saham pada hari pertama dikenal dengan tingkat pengembalian awal (*initial return*). Berbagai penelitian dilakukan untuk melihat apakah investor mendapatkan tingkat pengembalian awal. Hasil penelitian di berbagai negara menyebutkan bahwa tingkat pengembalian awal selalu positif bahkan tingkat pengembalian tersebut secara rata-rata diatas 10% yang dapat diperhatikan pada Tabel 2. Tingkat pengembalian awal positif ini karena harga saham IPO dianggap terlalu murah (*underpricing*).

Penelitian terhadap IPO telah banyak dilakukan para akademisi maupun peneliti. Ibbotson (1975) memulai penelitian ini, Baron dan Holmstrom (1980) yang mengembangkan asimetris informasi, lalu dikembangkan Rock (1986) dengan pengelompokkan investor menjadi investor yang memiliki informasi dan tidak memiliki informasi. Penelitian Rock ini menjadi dasar penelitian selanjutnya dan berkembangnya beberapa pendekatan teori IPO ini.

Teori IPO

Teori IPO menyatakan perusahaan menawarkan saham ke publik untuk mendapatkan dana dalam rangka going concern perusahaan. Perusahaan menawarkan saham ke publik dengan harga tertentu. Harga IPO awalnya ditentukan oleh perusahaan dengan perhitungannya sendiri karena informasi perusahaan hanya dimiliki perusahaan. Tetapi, harga IPO kemudian ditentukan oleh perusahaan bersamaan dengan perusahaan sekuritas yang menjamin penerbitan saham tersebut. Akibatnya, harga yang terjadi menjadi harga kesepakatan antara perusahaan sekuritas dan perusahaan yang menerbitkan saham.

¹ Paper ini merupakan salah satu bab dari buku “Teori Investasi: Konsep dan Empiris” yang akan terbit tahun 2012 ini

² Guru Besar Pasar Modal dan Perbankan, Universitas Tarumanagara, Jakarta dan President Direktur PT Valuasi Investindo.

Pembahasan teori IPO sebenarnya membahas underpricing harga saham IPO. Underpricing bisa dilihat dari dua pendekatan yaitu, pertama, pendekatan non-permintaan dan penawaran. Pada pendekatan ini, harga saham dijual lebih murah dari harga intrinsiknya atau harga wajarnya. Bila sebuah saham dijual seharga Rp. 750 per saham disimbol dengan p_s sementara harga wajarnya p_w sebesar Rp. 900 per saham. Biasanya, penjamin emisi melakukan ini agar saham tersebut bisa dijual oleh penjamin emisi. Adanya harga saham dibawah harga wajar maka harga saham tersebut nantinya diperdagangkan akan menuju harga wajar tersebut ketika di pasar sekunder. Oleh karenanya, underpricing dapat dituliskan sebagai berikut:

$$U_g = p_w - p_s \quad t < t+$$

Kejadian ini bisa terjadi bila kesepakatan antara perusahaan penerbit saham setuju dengan penjamin emisi. Tindakan penjualan dibawah harga wajar dikarenakan penjamin emisi tidak menginginkan investornya rugi bila berinvestasi pada saham yang ditawarkan penjamin emisi. Tindakan penjamin emisi pasti menekan perusahaan penerbit agar harga saham yang ditawarkan ke publik dibawah harga wajar.

Pendekatan kedua yaitu pendekatan initial return atau bisa juga disebut permintaan dan penawaran. Underpricing harga saham tergantung dari permintaan dan penawaran pada hari pertama saham tersebut ditransaksikan di Bursa. Harga yang dipergunakan bisa menggunakan opening price atau closing price pada transaksi hari pertama. Bila harga yang ditawarkan ke publik pada pasar perdana, p_s , sebesar Rp. 750 per saham dan pada hari pertama saham tersebut ditransaksikan dengan harga penutupan sebesar Rp. 1.000 per saham maka harga saham ini dianggap underpricing. Artinya, harga wajar perusahaan adalah harga permintaan dan penawaran, p_m , sebesar Rp.1.000,- yang terjadi pada penutupan harga pasar. Adapun underpricing saham tersebut sebagai berikut:

$$IR = \frac{P_m - P_s}{P_s}$$

Pendekatan kedua ini yang sering menjadi bahan penelitian para akademisi dan peneliti dan dipublikasikan di berbagai jurnal. Pendekatan pertama jarang dipergunakan dikarenakan kesulitan mendapatkan harga wajar perusahaan.

Pembahasan mengenai IPO ini dapat dikelompokkan menjadi lima pendekatan oleh Anderson dkk (1995) yaitu Pendekatan Adverse Selection, Principal-Agent; Signaling; Heterodox Explanations dan IPO Model lainnya. Pendekatan Adverse Selection menyatakan bahwa underpricing merupakan konsekuensi dari tingkah laku rasional oleh penerbit saham pada karakteristik lingkungan oleh adanya asimetris informasi diantara investor yang potensial. Investor memiliki perbedaan informasi mengenai perusahaan sehingga biasanya kompetisi investor sangat ketat pada saham yang sangat bagus dikarenakan investor yang memiliki informasi akan memesan saham lebih besar (menggandakan pemesanan) sementara pada saham bisa memperkecil pemesanan. Adapun penelitian kelompok pendekatan ini seperti Rock (1986); Beatty and Ritter (1986), Carter and Manaster (1990), Koh and Walter (1989), Ritter (1984) dan McStay (1982) dan yang lainnya.

Pendekatan Principal-Agent ini dimulai dengan berkembangnya teori principal-agent untuk menganalisa pembuat keputusan finansial. Baron (1982) menggunakan metoda analisis principal-agent dalam menganalisis underpricingnya harga saham IPO dimana model ini yang pertama didiskusikan para akademisi dan peneliti. Perusahaan sekuritas sebagai partner (disebut agent) untuk menjual saham ke publik yang dimiliki perusahaan (principal), maka informasi yang paling lengkap dimiliki oleh perusahaan sekuritas. Akibatnya,

perusahaan sekuritas akan meminta harga saham yang dijual menjadi underpricing agar bisa laku dijual sebagai salah satu alasan agent.

Pendekatan Signaling merupakan pendekatan yang berbeda dengan dua pendekatan sebelumnya dimana adanya asimetris informasi merupakan pokok utama pembahasan. Pada pendekatan ini menyatakan bahwa orang-orang di dalam perusahaan lebih banyak mengetahui informasi perusahaan sehingga tindakan perusahaan merupakan signal kepada pihak diluar perusahaan. Analisis ini dilakukan dikarenakan mengikuti analisis Spence(1973) dalam kerangka perekonomian dan hubungannya kepada ketenagakerjaan. Signal yang diberikan yaitu saham yang dijual mempunyai kualitas yang bagus dan harga yang bagus dimana investor mendapat untung membelinya. Oleh karenanya, tugas perusahaan menyampaikan signal tersebut agar diingat oleh investor. Adapun penelitian yang mengemukakan model signal ini yaitu Allen and Faulhaber (1989); Gribalt and Hwang (1989), Welch (1989), Nanda (1988) dan yang lainnya.

Pendekatan Heterodox merupakan sebuah pendekatan yang berbeda dari pendekatan yang diuraikan sebelumnya. Pendekatan ini banyak menyampaikan persoalan teori penghindaran gugatan hukum (Lawsuit Avoidance Theory) yang diperkenalkan Tinic (1988), pengumpulan informasi sebelum penjualan; argumen kekuatan monopoli dan divergennya opini yang terjadi. Berbagai variasi dari pendekatan yang dipergunakan menjadi adanya uraian heterodox untuk underpricing. Adapun penelitian yang menggunakan pendekatan ini yaitu Tinic (1988), Mauer and Senbet (1992); Benveniste and Spindt (1989), Welch (1992) dan Miller (1977) serta yang lainnya.

Pendekatan kelima yang dikenal pendekatan model IPO lainnya dimana pendekatan ini sedikit berdeda dalam membahas underpricing IPO tersebut. Pendekatan ini membahas tentang pilihan jenis penawaran (best effort vs firm commitment); penentuan provisi penawaran seperti pembagain alokasi saham dan minimum penjualan, level spread bid-ask untuk saham IPO; ventur capital dan pola intemporal tingkat pengembalian IPO. Pilihan jenis penawaran merupakan penelitian yang paling banyak dibahas terutama melihat kinerja IPO saham yang ditawarkan. Biasanya, penawaran dengan best effort cenderung menawarkan jumlah yang besar, lebih berisiko dan secara rata-rata harganya pasti underpricing. Teori Permainan yang sering dipergunakan dalam menganalisis undepricing harga saham yang ditawarkan (Bower, 1989).

Empiris

Ibottson (1975) menyatakan murah nya harga saham tersebut karena beberapa faktor yaitu adanya keinginan penjamin emisi saham (*underwriter*) untuk membuat harga semurah mungkin supaya investornya mengalami keuntungan sehingga penjualan saham berikutnya laku terjual, adanya kolusi antar penjamin emisi untuk membuat harga sangat murah dalam rangka mengeksploitasi penerbit saham (*issuer*), adanya kesepakatan antara issuer dengan *underwriter* membuat harga lebih murah supaya investor tertarik, adanya full commitment dari *underwriter* sehingga risiko yang dihadapinya ditutupi dari hasil harga yang murah tersebut. Baron dan Holmstrom (1980) menyatakan bahwa adanya *underpricing* pada saham IPO karena telah terjadi perbedaan informasi di antara berbagai pihak yang dikenal dengan asimetris information.

Rock (1986) yang melakukan penelitian mengenai *underpricing* dengan memperkenalkan *winner's curse*. Terjadinya *winner's curse* disebabkan adanya perbedaan informasi di antara investor karena beberapa pihak investor dapat mempunyai akses untuk mendapatkan informasi sementara investor lain tidak mempunyai akses. Pada sisi lain, issuer melakukan kesalahan acak (*random error*) dalam menentukan harga saham dan *underwriter* tidak mengetahui secara pasti berapa sebenarnya harga saham tersebut. Oleh karena itu para

investor yang tidak mempunyai akses informasi sangat susah memperoleh saham yang *underpricing* dan investor yang mempunyai akses informasi akan selalu membeli saham yang *underpricing* dan menghindari saham yang tidak *underpricing*.

Allen dan Faulhaber (1989), Grinbaltt dan Hwang dan Welch (1989) menyatakan bahwa *underpricing* IPO merupakan sebuah *signal* kepada investor bahwa perusahaan tersebut merupakan perusahaan bagus dan perusahaan yang jelek tidak memberikan *underpricing*. *Signal* yang diberikan oleh *underpricing* ini yaitu bahwa perusahaan tersebut akan memberikan keuntungan pada masa mendatang.

Beatty and Ritter (1986), Carter (1992) dan Carter and Manaster (1990) memberikan argumentasi bahwa *underpricing* oleh reputasi dari *underwriter*. *Underwriter* yang mempunyai reputasi bagus tidak membuat investornya rugi sehingga harga saham IPO ditekan semurah mungkin. Sedangkan *underwriter* yang belum mempunyai reputasi belum memikirkan harga saham IPO untuk *underpricing*.

Tabel 2: Bukti Empiris IR Positif untuk Saham IPO

| Sumber | Negara | Periode | IR (%) |
|---------------------------|---------------|---------|--------|
| McDonald & Fisher 1972 | AS | 1969 | 28,5 |
| Ritter (1984) | AS | 1960-82 | 18,8 |
| Ibbotson (1975) | AS | 1960-69 | 11,4 |
| Ibbotson et.al (1993) | AS | 1960-92 | 15,3 |
| Hwang & Jayaratnan (1992) | Jepang | 1974-89 | 20,3 |
| Levis (1992) | Inggris | 1980-88 | 14,3 |
| Mc Guinness (1992) | Hongkong | 1980-90 | 17,6 |
| Dawson (1987) | Malaysia | 1978-83 | 166,6 |
| Koh & Walter (1989) | Singapura | 1973-87 | 27,0 |
| Finn & Higham (1988) | Australia | 1966-78 | 29,2 |
| Keloharju (1992) | Finlandia | 1984-92 | 9,6 |
| Jog & Riding (1987) | Kanada | 1971-83 | 9,3 |
| Kim & Lee (1990) | Korea Selatan | 1984-86 | 37,0 |
| Wessel (1989) | Belanda | 1982-87 | 5,1 |
| Uhlir (1989) | Jerman | 1977-87 | 21,5 |
| Aggarwal et.al (1993) | Brazil | 1980-90 | 90,2 |
| Aggarwal et.al (1993) | Chili | 1982-90 | 19,1 |
| Aggarwal et.al (1993) | Mexico | 1987-90 | 33,0 |

Sumber: Roy Sempel (1996); IPO Anomalies, Truncated Excess Supply and Heterogeneous Information, Unpublished Dissertation, University of Pittsburgh

Tabel 3 memperlihatkan *initial return* untuk perusahaan di BEJ. *Initial return* adalah tingkat pengembalian yang diperoleh investor selama periode dari saat saham yang dibeli pada pasar perdana dengan harga penutupan pada hari pertama. Periode ini biasanya paling lama sekitar 3 minggu, bahkan ada hanya 1 minggu. Rata-rata tingkat pengembalian awal paling kecil 9,45% pada tahun 1995. Tingkat pengembalian awal paling tinggi terjadi pada tahun 2001 yaitu sebesar 83,15%. Tiga tahun terakhir tingkat pengembalian awal lebih rendah dari tahun-tahun sebelumnya sekitar 32,18% pada tahun 2002, 11,59% pada tahun 2003 dan 18,28% pada tahun 2004.

Bila ditelusuri tingkat pengembalian awal tersebut maka ditemukan juga tingkat pengembalian awal yang negatif yang memberikan arti bahwa investor mengalami kerugian. Jumlah perusahaan yang memberikan tingkat pengembalian awal negatif hanya sekitar 7,5% sampai dengan 15% perusahaan yang melakukan IPO terkecuali pada tahun 1995 sebesar 27,27% dan tahun 1998 sekitar 33,33%.

Dalam tiga tahun terakhir hanya di tahun 2002 investor memperoleh tingkat pengembalian awal negatif sebanyak 10% (2 perusahaan) dari perusahaan yang melakukan IPO pada tahun tersebut sementara untuk tahun 2003 dan tahun 2004 tidak ada perusahaan

yang melakukan IPO yang memberikan tingkat pengembalian awal negatif. Tetapi, pengelompokan tingkat pengembalian awal dibuat menjadi kelompok pertama nol % sampai 10% dan kelompok kedua diatas 10%. Saham-saham yang memberikan tingkat pengembalian awal dibawah 10% umumnya paling banyak terjadi pada tahun-tahun sebelum tahun 1998.

Perusahaan yang memberikan tingkat pengembalian awal di bawah 10% semakin kecil setelah tahun 1998. Kebanyakan perusahaan memberikan tingkat pengembalian awal diatas 10% setelah tahun 1998. Artinya, investor selalu mengalami keuntungan yang tinggi setelah tahun 1998 bila membeli saham-saham IPO.

Tabel 3: Jumlah Perusahaan sesuai Initial Return

| Tahun | < 0% | >=0 - 10% | > 10% | Total | Average (%) |
|-------|------|-----------|-------|-------|-------------|
| 1995 | 6 | 13 | 3 | 22 | 9.45 |
| 1996 | 1 | 7 | 5 | 12 | 13.01 |
| 1997 | 3 | 7 | 20 | 30 | 13.18 |
| 1998 | 2 | 1 | 3 | 6 | 20.71 |
| 1999 | 0 | 5 | 0 | 5 | 28.49 |
| 2000 | 3 | 4 | 14 | 21 | 42.40 |
| 2001 | 2 | 8 | 21 | 31 | 83.15 |
| 2002 | 2 | 5 | 15 | 22 | 32.18 |
| 2003 | 0 | 3 | 3 | 6 | 11.59 |
| 2004 | 0 | 6 | 6 | 12 | 18.28 |

Sumber: Diolah dari Data BEJ

Tabel 4 memperlihatkan tingkat pengembalian awal selama periode 1992 sampai dengan 2002 dengan pengelompokan saham menjadi saham-saham sektor riil, saham perbankan dan saham keuangan non-bank. Pada periode 1992 sampai dengan tahun 1996 terjadi tingkat pengembalian awal paling tinggi pada sektor bank dan kemudian pada sektor keuangan non-bank baru kemudian pada sektor riil. Tingkat pengembalian awal tersebut sebesar 6,86% untuk saham sektor riil, sektor bank 8,68% dan sektor keuangan non-bank sebesar 8,49%. Bila saham tersebut dipegang enam bulan maka tingkat pengembalian saham sektor riil paling tinggi bahkan lebih tinggi dari tingkat pengembalian awal.

Sedangkan sektor bank dan sektor keuangan non-bank lebih kecil dari tingkat pengembalian awal bahkan untuk sektor keuangan non-bank investor mengalami kerugian bila ditahan sampai enam bulan. Bila saham tersebut ditahan sampai satu tahun maka tingkat pengembaliannya lebih rendah untuk seluruh sektor tetapi sektor riil memberikan tingkat pengembalian sekitar 2,76% sementara sektor bank dan sektor keuangan non-bank memberikan tingkat pengembalian sekitar nol % tetapi sektor keuangan non-bank memberikan tingkat pengembalian yang negatif.

Tabel 4: Initial Return IPO di BEJ

| | Finance | | |
|-------------|---------|-------|----------|
| | Riil | Bank | Non-Bank |
| 1992 – 1996 | | | |
| Return Awal | 6.86 | 8.68 | 8.49 |
| BHRS | 8.65 | 3.56 | -8.41 |
| BHRT | 2.76 | 0.02 | -0.99 |
| ABHRS | -1.91 | 3.45 | -12.43 |
| ABHRT | -13.47 | -2.08 | -28.65 |

| | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|
| 1997 – 1999 | | | |
| Return Awal | 11.44 | 11.29 | 9.48 |
| BHRS | -19.91 | -26.49 | -16.80 |
| BHRT | -42.36 | -55.48 | -40.20 |
| ABHRS | -8.68 | -22.53 | -21.12 |
| ABHRT | -22.69 | -34.38 | -14.22 |
| 2000 -2002 | | | |
| Return Awal | 81.49 | 51.14 | 79.27 |
| BHRS | -8.99 | -18.16 | -22.41 |
| BHRT | -25.96 | -34.98 | -39.62 |
| ABHRS | -7.21 | -10.22 | -17.93 |
| ABHRT | -22.90 | -12.71 | -53.62 |
| Ket: BHRS = Return 6 bulan | | | |
| BHRT = Return satu tahun | | | |
| A = adjusted dgn IHSG | | | |
| Sumber: Suroso (2004) | | | |

Periode 1997 sampai dengan 1999 memberikan hasil yang berbeda dengan periode 1992 s/d 1996. Selama periode ini tingkat pengembalian awal lebih tinggi dari periode sebelumnya baik untuk masing-masing sektor. Sektor riil memberikan tingkat pengembalian di atas 10% tepatnya 11,44 dan sector keuangan non-bank sebesar 11,29 % serta sebesar 9,48% untuk sektor keuangan non-bank. Bila saham dipegang sampai dengan enam bulan hasil yang diperoleh investor adanya penurunan nilai prinsipal investasi.

Tingkat pengembalian yang diperoleh sekitar 19,91% untuk sector riil dan sebesar 26,49% untuk setor bank dan merupakan tingkat pengembalian negatif yang terbesar serta sebesar 16,8% untuk sector keuangan non-bank dan merupakan tingkat pengembalian negatif terendah dari semua sektor perusahaan yang *go public*. Bila investor memegang saham lebih lama misalnya setahun maka tingkat pengembalian yang diterima investor semakin *drop* lebih jauh, artinya prinsipal investor semakin tinggi.

Untuk periode 2000 sampai dengan 2002 memberikan hasil yang berbeda dengan periode sebelumnya. Tingkat pengembalian awal yang diperoleh investor secara rata-rata lebih tinggi dari 50%. Sektor riil mempunyai tingkat pengembalian awal sebesar 81,49% sementara sector bank hanya 51,14% dan terendah dibandingka sektor lain. Sektor keuangan non-bank mengikuti sektor riil karena sector ini membantu sektor rii l dalam membiayai usahanya melalui leasing dan *multifinance* lainnya. Bila saham dipegang lebih lama maka tingkat pengembaliannya semakin tinggi negatifnya atau investor mengalami kerugian yang cukup besar.

Daftar Pustaka

Agrawal, Deepak (2011); IPO Underwriting: A Literature Review; <http://ssrn.com/abstract=1724762>

Allen, F and G. Faulhaber (1989); Signaling by Underpricing in the IPO Market; Journal of Financial Economics; Vol. 23, No. 2; pp. 303 – 323.

Anderson, S. C.; Beard, T. R. and J. A. Born (1995); Initial public offering: Findings and Theories; Kluwer Academic Publishers., London

Baron, D (1982); A Model of Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues; Journal of Finance, Vol. 37, No. 4; pp. 955 – 976.

Basana, Sautma Ronni (1998); Kondisi Anomali pada Emisi Saham Perdana (IPO) di Pasar Modal Indonesia Serta Faktor-faktor Yang Mempengaruhinya (Pendekatan WIPO Model); Tesis Magister Program Pascasarjana – Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

Beatty, R. And J. Ritter (1986); Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offering; Journal of Financial Economics, Vol. 15, No. 1; pp. 213 – 232.

Benveniste, L. And P. Spindt (1989); How Investment Bankers Determine Offer Price and Allocate New Issues; Journal of Financial Economics; pp. 343 – 361.

Brown, Norman (1998); Profiting from IPOs & Small Cap Stocks; New York Institute of Finance

Carter, R. (1992); Underwriter Reputation and Repetitive Public Offering; Journal of Finance; Vol. 15, No. 4; pp. 341 – 354.

Carter, R. Adn S. Manaster (1990); Initial Public Offering and Underwriter Reputation; Journal of Finance, Vol. 45, No. 4; pp. 1045 – 1067.

Chemmanur, T. (1993); The Pricing of Initial Public Offering: A Dynamic Model with Information Production; Journal of Finance; Vol. 48, No. 1; pp 285 – 304.

Chemmanur, Thomas J. and Paolo Fulghieri (1999); A Theory of the Going-Public Decision; Review of Financial Studies; Vol. 12, No. 2; pp. 249 – 279.

Dittmar, Amy and Anjan Thakor (2007); Why do Firm Issue Equity ?; Journal of Finance 62, No. 1; pp. 1 – 54.

Draho, Jason (2004); The IPO Decision: Why and How Companies Go Public; Edward Elgar, Cheltenham, UK.

Ferdiandy, L (1995); Right Issue Perusahaan terdaftar di BEJ tahun 1994; Skripsi S1, Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Indonesia, Tidak Publikasikan.

Geddes, Ross (2003); IPOs & Equity Offering; Butterworth and Heinemann, Singapore

Prof. Dr. Adler H. Manurung; Teori IPO – Buku Teori Investasi: Konsep dan Empiris

Grinblatt, M. And C. Hwang (1989); Signalling and Pricing of New Issues; Journal of Finance; Vol. 44, No. 2; pp. 393 – 420.

Husnan, Suad (1990); Perilaku Saham di BEJ Selama Tahun 1989: Perbandingan dengan Tahun-Tahun Sebelumnya; Manajemen dan Usahawan Indonesia, Mei; pp. 23 – 28.

Husnan, Suad (1991); Pasar Modal Indonesia Makin Effisienkah?: Pengamatan Selama Tahun 1990; Management Usahawan Indonesia; Juni.; pp. 36 –39.

Husnan, Suad (1992); Efisiensi Pasar Modal Indonesia; Jurnal Ekonomi Indonesia, April; pp. 24 – 34.

Husnan, S. and M. Theobald (1993); Thin Trading and Index Sensitivity in Events Studies: The Case of the Indonesian Stock Market; Research in Third World Accounting, Vol. 2; pp. 353 - 367.

Ibbotson, R. (1975a); Price Performance of Common Stock New Issues; Journal of Financial Economics; No. 2; pp. 235 – 272.

Ibbotson, R. And J. Jaffe (1975b); Hot Issue Markets; Journal of Finance, Vol. 30, No. 4; pp. 1027 – 1042.

Kleeburg, Richard P. (2005); Initial Public Offering; Thomson, Singapore

Killian, Linda; Smith, Kathleen and William Smith (2001); IPOs for Everyone: The 12 Secrets of Investing in IPOS; John Wiley & Sons.

Koh, F. And T. Walter (1989); A Direct Test of Rock's Model of the Pricing of Unseasoned Issues; Journal of Financial Economics, Vol. 32, No. 2; pp. 251 – 272.

Lipman, Frederick D. (1997); Going Public; Prima Publishing

McStay, K (1992); The Efficiency of New Issue Market; New York Garland Publishing, Inc.

Nanda, V. (1988); Why Firms Go Public; Unpublished Working Paper, University of Chicago.

Pagano, Marco; Panetta Fabio and Luigi Zingales (1998); Why Do Companies Go Public: An Empirical Analysis; Journal of Finance; Vol. 53; No. 1; pp. 27 – 64.

Peterson, Richard J. (2001); Inside IPOs: The Secrets to Investing in Today's Newset Company; McGraw Hill, Singapore

Rock, Kevin (1986); Why New Issues are Underpriced; Journal of Financial Economics; Vol. 15, No. 1; pp. 187 – 212.

Sembel, Roy H (1996); IPO Anomalies, Truncated Excess Supply and Heterogeneous Information, Unpublished Dissertation, University of Pittsburgh

Prof. Dr. Adler H. Manurung; Teori IPO – Buku Teori Investasi: Konsep dan Empiris

Spence, A. (1973); Job Market Signalling, Quarterly Journal of Economics; Vol. 87; pp. 355 – 379.

Tinic, S. (1988); Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock; Journal of Finance, Vol. 43, No. 4; pp. 789 – 822.

Taulli, Tom (1999); Investing in IPOs: New path to Profit with Initial Public Offering; Blommborg Press.

Welch, I. (1989); Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offering; Journal of Finance; Vol. 44, No.2; pp. 421 – 449.

Welch, I. (1991); An Empirical Examination of Models of Contract Choice in Initial Public Offerings; Journal of Financial and Quantitative Analysis; Vol. 26, No. 4; pp. 497 – 518.

Welch, I. (1992)' Sequential Sales, Learning and Cascades; Journal of Finance, Vol. 47, No. 2; pp.695 – 732.