

# Teori IPO<sup>1</sup>

Oleh: Prof. Dr. Adler Haymans Manurung<sup>2</sup>

## Pendahuluan

Sesuai dengan uraian sebelumnya, Perusahaan yang melakukan penawaran saham ke publik merupakan sebuah tindakan perusahaan untuk mendapatkan dana dari eksternal dalam rangka going concern perusahaan. Bila perusahaan melakukan penawaran pertama kali dikenal dengan IPO (Unseasoning Offering) dan bila melakukan penawaran setelah IPO dikenal dengan penawaran musiman (seasoning offering). Biasanya, perusahaan yang telah melakukan IPO akan melakukan penawaran musiman, tetapi ada juga yang melakukan penawaran kedua seperti yang dilakukan BNI. Tindakan ini dilakukan dikarenakan perusahaan merasakan biaya yang dikeluarkan mendapatkan dana sangat murah, tetapi biaya ekuitas sangat lebih jauh dari biaya hutang. Perbedaan ini dikarenakan biaya ekuitas sangat tidak terbatas dikarenakan seluruh pendapatan merupakan milik dari pemegang saham. Pendapatan perusahaan sebenarnya tidak terbatas tergantung dari kemampuan perusahaan untuk mendapatkannya, sehingga biaya ekuitas cukup tinggi.

Harga IPO yang diterima investor merupakan harga kesepakatan antara perusahaan yang melakukan penawaran saham dengan perusahaan sekuritas atau Bank Investasi yang melakukan penjaminan terhadap IPO saham tersebut. Biasanya, emiten meminta harga yang tinggi dan sekuritas memberikan argumentasi untuk harga lebih rendah. Permintaan harga lebih rendah agar ada pemanis kepada investor sehingga investor tidak kapok membeli saham IPO dari sekuritas tersebut. Reputasi sekuritas bertambah bila investor mendapatkan keuntungan ketika membeli saham dari perusahaan sekuritas tersebut.

Gambar berikut ini memperlihatkan penentuan underpricing dimana dapat dilakukan dengan dua pendekatan. Pendekatan pertama yaitu pendekatan yang membandingkan harga IPO dengan harga intrinsik dari saham yang bersangkutan. Bila harga IPO saham tersebut dibawah harga intrinsik maka harga saham tersebut dikatakan underpricing. Persoalan yang timbul

---

<sup>1</sup> Materi ini merupakan perbaikan dari Bab7 Teori IPO pada buku “Teori Investasi: Konsep dan Empirisnya” dikarang oleh Prof. Dr. Adler Haymans Manurung

<sup>2</sup> Penulis adalah Guru Besar Pasar Modal dan Perbankan, Sampoerna School dan Business dan President Direktur PT Valuasi Investindo dan PT Finansial Bisnis Informasi.

adalah penentuan harga intrinsik. Harga intrinsic ini bisa juga sebagai harga sebenarnya dimana tak satupun investor yang bisa tahu berapa harganya (Ritter, 1984). Penentuan harga intrinsik ini dilakukan dengan menggunakan informasi yang diperoleh dari perusahaan<sup>3</sup>. Harga intrinsik ini bisa berbeda dari setiap orang yang melakukan perhitungan dikarenakan informasi yang dimiliki orang bisa berbeda dari yang satu ke yang lain. Perbedaan informasi ini dikarenakan persepsi atau dikarenakan tidak melakukan interview dengan perusahaan yang melakukan IPO.

Gambar 1: Dua Pendekatan Underpricing



Pendekatan kedua dikenal dengan pendekatan perbandingan harga IPO dan harga penutupan pada hari pertama saham diperbandingkan. Banyak pihak menggunakan pendekatan ini dalam menentukan harga IPO. Bila harga IPO saham lebih rendah dari harga penutupan saham pada hari pertama diperdagangkan maka harga IPO saham tersebut disebutkan underpricing. Adapun underpricing ditulis secara matematis sebagai berikut:

$$UP_1 = CP_{FD} - P_{IPO} \quad (1)$$

$$UP_2 = P_{Ints} - P_{IPO} \quad (2)$$

$UP_1$  dan  $UP_2$  merupakan underpricing harga saham dan  $P_{IPO}$  merupakan harga IPO.  $CP_{FD}$  merupakan harga saham pada penutupan hari pertama dan  $P_{Ints}$  merupakan harga intrinsik. Berdasarkan uraian dan persamaan (1) maka pendekatan yang digunakan dalam underpricing merupakan pendekatan permintaan dan penawaran. Harga saham akan mengalami peningkatan yang tajam dari harga IPO dikarenakan investor tidak mendapatkan sahamnya pada saat periode penawaran IPO. Saham ini juga bisa dikategorikan saham dengan hot issue dalam IPO tersebut. Bila kenaikan harga tidak tajam atau normal saja maka saham tersebut termasuk saham yang biasa saja. Pendekatan kedua dan persamaan (2) menjadi pengukuran

<sup>3</sup> Metode perhitungan harga intrinsik akan diuraikan pada bab tersendiri.

underpricingnya maka pendekatan ini bukanlah pendekatan permintaan dan penawaran merupakan pendekatan keinginan penjamin emisi. Selisih harga ini diharapkan cukup besar agar investor perusahaan sekuritas mengalami keuntungan dan pada penawaran saham berikutnya investor mau membeli karena mempunyai pengalaman mendapatkan keuntungan. Perusahaan sekuritas akan terus melakukan penekanan kepada perusahaan yang melakukan IPO untuk mau menerima harga yang ditawarkannya. Selanjutnya, beberapa penelitian menyatakan underpricing dengan membuat rumusan sebagai berikut:

$$R = \frac{CP_{FD} - R_{IPO}}{R_{IPO}} \quad (3)$$

Bila R ini mempunyai nilai positif maka harga IPO dianggap underpricing dan bila tidak (negatif) maka harga IPO dianggap kemahalan.

Dalam rangka melakukan pengujian terhadap kinerja IPO sebuah saham maka diperlukan ukuran dimana ukuran ini telah memperhatikan pasar. Logue (1973) memberikan sebuah rumusan untuk melihat kinerja saham IPO sebagai berikut:

$$K_{IPO,i} = \frac{\frac{CP_{FD}}{P_{IPO}}}{\frac{IHSG_{FD}}{IHSG_{IPO}}} - 1 \quad (4)$$

Bila harga  $K_{IPO,i} > 0$  maka saham mempunyai kinerja yang baik dan selainnya dikatakan belum berkinerja baik.

## Teori IPO

Ketika Ibbotson (1975) menerbitkan hasil penelitiannya mengenai IPO maka teori IPO mulai dikenal para akademisi dan peneliti dimana menyebutkan bahwa murahya harga saham pada IPO dikarenakan keinginan penjamin emisi agar investornya memperoleh keuntungan dan tetap membeli saham IPO pada penawaran saham berikutnya. Sebenarnya, empiris<sup>4</sup> mengenai

---

<sup>4</sup> Berdasarkan studi literatur mengenai tulisan yang membahas harga IPO pada berbagai Jurnal.

IPO sebelum Ibbotson (1970) menerbitkan penelitiannya dilakukan oleh Reilly dan Hatfield (1969) lalu dilanjutkan Stoll dan Curley (1970) dan Logue (1973). Reilly dan Hatfield (1969) belum memberikan definisi tentang underpricing tetapi memberikan data perusahaan yang harga sahamnya di atas harga IPO. Harga IPO diperbandingkan kepada harga pada hari Jumat terdekat setelah saham ditransaksikan. Penelitiannya memberikan kontribusi bahwa hipotesis harga saham IPO lebih murah secara signifikan didukung hasil empiris yang dilakukannya. Stoll dan Curley (1970) melakukan penelitian untuk perusahaan kecil dalam rangka mendapatkan dana dengan penawaran saham. Hasil penelitian ini memberikan kesimpulan bahwa peningkatan harga dalam jangka pendek untuk perusahaan kecil yang menawarkan saham lebih tinggi dari kenaikan indeks. Akibatnya, tidak ada gap untuk mendapatkan kapital baru bagi perusahaan kecil. Brown (1970) melakukan penelitian terhadap perusahaan yang melakukan penawaran saham dan memberikan hasil bahwa perusahaan akan berhasil melakukan IPO bila jumlah yang kecil. Disamping itu ditemukan juga bahwa perusahaan akan lebih menemukan kegagalan dengan membuat biaya modal yang tinggi pada saat penawaran saham di pasar yang tidak-receptive dibandingkan membuat biaya rendah pada pasar yang receptive. Shaw (1971) melakukan penelitian mengenai kinerja saham IPO untuk Negara Kanada. Hasilnya menyatakan bahwa tingkat pengembalian saham IPO di Kanada berbeda dari yang lain yaitu negative. McDonald dan Fisher (1972) telah memulai penelitian mengenai tingkat pengembalian dari saham yang ditawarkan melalui IPO. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa tingkat pengembalian yang tinggi terjadi pada awal pembelian dan minggu pertama setelah ditransaksikan di bursa. Penelitian ini menjadi pendukung adanya efisiensi pasar. Logue (1973) melakukan penelitian untuk melihat kinerja dari harga saham IPO dan penjamin emisi (underwriter). Dalam menilai kinerja harga saham IPO sudah ikut mempertimbangkan situasi pasar. Hasil yang diperoleh masih beragam dan sangat mendukung dari variabel lainnya perlu juga melakukan penelitian selanjutnya. Rely (1973) melakukan penelitian untuk melihat tambahan dari penelitian Stoll dan Curley (1970). Hasil yang diperoleh juga mendukung penelitian dari Stoll dan Curley (1970). Neuberger dan Hamond (1974) melakukan penelitian yang berbeda dengan memasukkan peranan perusahaan sekuritas yang menjamin IPO sehingga terjadi tingkat pengembalian yang tinggi pada hari pertama. Hasil diperoleh bahwa adanya peranan perusahaan sekuritas dalam IPO sehingga investor harus memperhatikan perusahaan sekuritas dalam membeli saham pada IPO. Bear dan Curley (1975) melakukan penelitian yang mulai memasukkan peranan perusahaan

sekuritas dan membuat market model dalam menilai return saham yang dibeli pada saat IPO dan juga dibeli pada hari pertama saham tersebut ditransaksikan Hasil penelitian ini tetap mendukung penelitian sebelumnya dan perusahaan sekuritas tetap memiliki risk averse dalam melakukan aktifitasnya serta melakukan kepentingan nasabahnya.

Ibbotson (1975) melakukan penelitian mengenai kinerja harga saham IPO dan setelah IPO untuk perusahaan yang menawarkan saham ke Publik pada tahun 1960 samapai tahun 199. Penelitian ini merupakan penelitian yang pertama cukup luas dan memberikan konsep arti initial return serta pembahasan yang lebih luas termasuk metodologinya. Dalam paper ini dikembangkan sebuah model yang dikenal dengan RATS Model, dimana model ini mengkombinasikan tingkat pengembalian sesuai waktu dan sekuritasnya. Penelitian ini memberikan hasil bahwa initial return positif dimana distribusinya skewness positif dan ekor yang fat. Tidak ada yang menjauh dari efisiensi pasar ketika ditransaksikan setelah IPO yang menyebabkan initial return positif.

Ibbotson dan Jaffe (1975) memperkenalkan adanya “hot issue” dalam IPO dimana ditunjukkan oleh kenaikan harga yang spektakuler dalam dua bulan setelah IPO. Data penelitian yang dipergunakan yaitu perusahaan melakukan IPO pada periode 1960 sampai dengan 1970. Hasil yang diperoleh menyatakan bahwa tingkat pengembalian pertama dapat diramalkan sehingga tingkat pengembalian bulan kedua sangat tergantung kepada bulan pertama. Reilly (1977) melakukan penelitian dan memberikan perbaikan atas penelitian sebelumnya. Hasilnya menyatakan bahwa initial return yang diperoleh lebih tinggi dari kinerja pasar dan penerbitan saham baru merupakan investasi yang mempunyai risiko tinggi. Harga saham langsung mendapat penyesuaian dari pasar walaupun saham baru tersebut ditawarkan pada saat IPO dengan harga murah (underpricing).

Baron dan Holmstrom (1980) mengemukakan secara matematis mengenai peranan perusahaan penjamin emisi dalam rangka proses IPO. Perusahaan sekuritas (investment banker) mempunyai kesempatan paling besar dalam hal mendapatkan seluruh informasi perusahaan. Kesempatan ini menyebabkan adanya perbedaan informasi yang dikenal dengan Asimetris informasi dan memberikan insentif kepada perusahaan sekuritas serta bisa dimanfaatkan untuk kepentingan perusahaan sekuritas. Adanya perbedaan informasi ini menyebabkan terjadinya underpricing pada harga saham IPO. Ritter (1984) kembali menyampaikan mengenai hot issue yang terjadi pada tahun 1980, dimana terjadi tingkat pengembalian saham pada periode tersebut

senilai 48,4 persen dibandingkan pada periode cold issue senilai 16,3 persen. Penelitian ini menemukan bahwa terjadi tingkat pengembalian yang cukup tinggi pada industri pertambangan dan juga non pertambangan. Terjadi korelasi yang cukup kecil pada industri non-pertambangan dan sangat kecil terjadi pasar hot issue. Selanjutnya, Rock<sup>5</sup> (1986) membagi investor menjadi dua kelompok dalam teori ini yaitu investor yang memiliki informasi dan investor yang tidak memiliki informasi. Bahkan Rock mempunyai model untuk saham yang IPO, dimana model ini menjadi acuan dalam menentukan harga saham pada periode berikutnya. Michaely dan Shaw (1994) melakukan penelitian tentang harga dari IPO terjadi berdasarkan Adverse selection dan teori signal. Penelitian ini mendukung adverse selection bahwa underpricing terjadi dikarenakan terjadinya perbedaan informasi antara investor yang tidak terinformasi dan orang luar yang terinformasi. Pada penelitian ini sangat sedikit mendukung bahwa underpricing merupakan signal atas kualitasnya karena investor cenderung kembali pada penerbitan kedua kalinya.

Ritter dan Welch (2002) mendokumentasikan mengenai tiga pertanyaan dalam aktifitas IPO yaitu kenapa perusahaan melakukan go public; kenapa investor mendapatkan reward pada hari pertama melalui initial return yang dikenal dengan underpricing dan bagaimana kinerja IPO dalam jangka panjang. Jawaban untuk pertanyaan pertama disebutkan bahwa perusahaan go publik dikarenakan keinginan untuk mendapatkan dana modal saham bagi perusahaan dan juga menciptakan sebuah pasar publik dimana pendiri dan pemilik saham lainnya dapat menukar beberapa saham kekayaannya ke dalam bentuk tunai di masa mendatang. Alasan non-finansial yaitu meningkatkan publisitas; mempunyai peranan kecil untuk beberapa perusahaan serta pertimbangan tidak adanya tunai. Penjelasan juga dilakukan dengan mengemukakan adanya empat teori mengapa perusahaan melakukan go publik. Pertama, Teori Siklus Kehidupan (Life Cycle Theories) yang menyatakan bahwa perusahaan ingin terus berlangsung dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan. Akademisi yang membahas teori ini dimulai Zingales (1995), selanjutnya Black dan Gilson (1998); Chemmanur dan Fulghieri (1999); Maksimovic dan Pichler (2001); Schultz dan Zaman (2001). Kedua, Teori Market Timing yang membahas kapan perusahaan menerbitkan saham untuk mendapatkan dana dimana perusahaan akan menahan menjual sahamnya bila diketahui pasar menilainya sangat murah terutama pasar sedang drop atau kondisi bearish. Adapun akademisi yang dikutip untuk menyatakan teori ini yaitu Lucas dan

---

<sup>5</sup> Hasil ini merupakan hasil penelitian untuk disertasinya pada tahun 1982 di Universitas of Chicago, dimana banyak akademisi selalu mengutipnya walaupun dipublikasikan pada tahun 1986.

McDonald (1990); Choe, Masulis dan Nanda (1993); Subrahmanyam dan Titman (1999) dan Schultz (2000). Ketiga, fakta yang terjadi (evidence) yang menyatakan fakta bahwa masih banyak perusahaan yang ingin go publik tapi tidak pernah didokumentasikan dimana umumnya perusahaan yang memiliki harga pasar dengan nilai buku yang tinggi yang ingin go publik dalam rangka mengurangi biaya kreditnya. Adapun akademisi yang dinyatakan sebagai pelopor dalam persoalan ini Pagano, Panetta dan Zingales (1998); Lerner (1994); Baker dan Wurgler (2000); Lowry (2002); Lowry dan Schwert (2002) serta Ljungqvist dan Wilhelm (2002). Keempat; perubahan komposisi dari penerbit IPO dimana adanya perubahan industri yang melakukan IPO sehingga keberhasilan industri perusahaan pada periode tertentu yang ditunjukkan jumlah yang melakukan IPO. Akademisi yang membahasnya yaitu Helwege dan Liang (2001); dan Loughran dan Ritter (2001).

Pertanyaan kedua mengenai underpricing harga saham yang dikenal adanya initial return saham pada hari pertama sehingga harga saham tersebut dikatakan underpricing. Stoll dan Curley (1970); Logue (1973), Reilly (1973) dan Ibbotson (1975) yang mendokumentasikan terjadinya kenaikan harga saham pada hari pertama dibandingkan dengan harga IPO. Adanya undepricing harga saham dijelaskan dengan menggunakan yaitu pertama, penjelasan secara teoritis tentang underpricing dalam jangka pendek. Kedua, teori yang memfokuskan pada alokasi saham. Ketiga, valuasi harga saham dimana kebiasaan menggunakan metoda perbandingan relatif dalam rangka menilai harga saham tersebut. Akademisi yang dikutip membahas ini Kim dan Ritter (1999) dan Purnanandam dan Swaminathan (2001).

Pertanyaan ketiga mengenai kinerja jangka panjang (long-run performance) dari IPO tersebut. Pembahasan yang dilakukan fakta kinerja jangka panjang dan sumber terjadinya dibawah tidak baik dari IPO dalam jangka panjang. Hasil penelitian dengan model juga dikemukakan untuk menyatakan fakta kinerja jangka panjang IPO. Akademisi yang dikutip untuk menyatakan terjadinya kinerja kurang bagus Miller (1997) yang menyatakan adanya konstrain pemilihan dikarenakan beragamnya ekspektasi investor tentang penilaian pada perusahaan. Bradley dkk (2001); Field dan Hanka (2001); Brav dan Gompers (2002) juga dikutip dalam kasus ini.

Pada uraian sebelumnya, semua hasil penelitian mendapatkan dan menyatakan bahwa harga saham IPO underpricing. Tetapi Purnanandam dan Swaminathan (2004) menemukan sebaliknya bahwa harga saham bukan underpricing tetapi overpricing. Penelitian ini menemukan

bahw median IPO secara signifikan overvalued pada harga penawaran relative terhadap valuasi yang didasarkan pada industrinya dengan metode relative harga ( Relative Price Multiples).

### **Lima Pendekatan**

Pembahasan mengenai IPO ini dapat dikelompokkan menjadi beberapa pendekatan oleh Anderson dkk (1995); Karlis (2000); Ritter dan Welch (2002) dan He (2007); serta Agrawal (2011) 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 meminta harga lebih rendah.

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); Grinbalt 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.

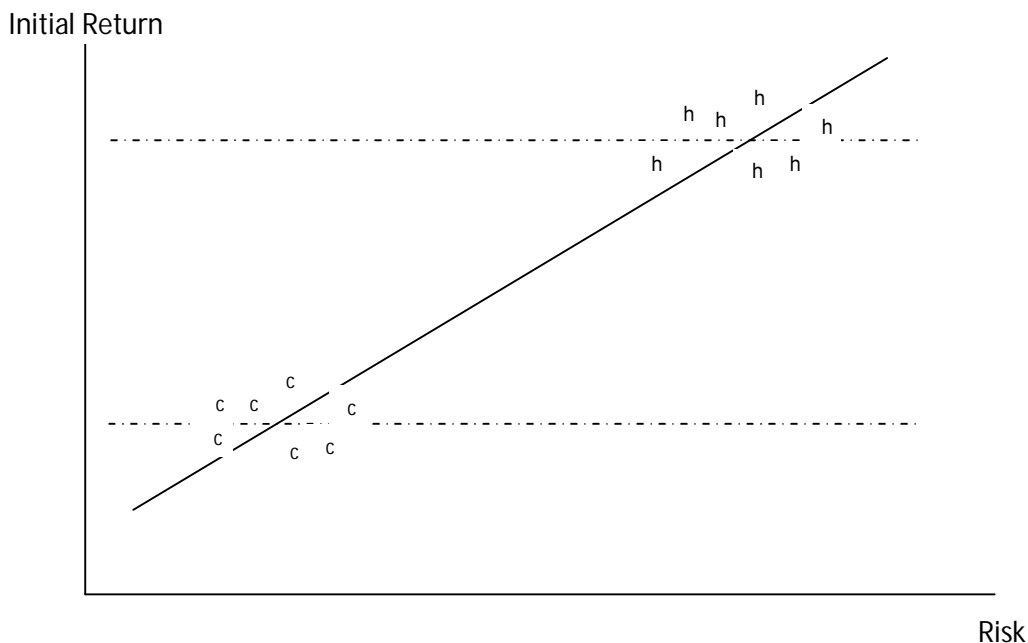
Pendekatan kelima yang dikenal pendekatan model IPO lainnya dimana pendekatan ini sedikit berdeda dalam membahas underpricing IPO tersebut. Pendekatan ini membahas tentang pilihan jenis penawaran (best effort vs firm commitment); penentuan provisi penawaran seperti pembagain alokasi saham dan minimum penjualan, level spread bid-ask untuk saham IPO; venture 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).

## **Model Pricing IPO**

Setelah pemahaman mengenai teori IPO maka selanjutnya dibahas mengenai model harga untuk saham IPO. Ada beberapa pendekatan yang dijumpai secara empiris yang mengemukakan model harga IPO ini, tetapi tidak seluruh model tersebut akan diuraikan secara terperinci untuk kepentingan pembaca melainkan sebagai latihan melihat model IPO. Model Rock yang pertama muncul dan menjadi bahan diskusi berbagai akademisi dalam rangka pembahasan harga IPO yang underpricing. Model ini menyatakan adanya dua aset yang tersedia untuk investasi dimana aset pertama yang dianggap aman dengan tingkat pengembalian satu, dan aset kedua dengan nilai sebenarnya  $v$  tidak pasti (tru value), dimana

aset ini yang akan diterbitkan sebuah perusahaan. Perusahaan penerbit saham tersebut menawarkan dengan harga  $p$  dan jumlah  $Z$  saham. Selanjutnya, investor dikelompokkan menjadi dua kelompok besar yaitu investor yang memiliki informasi dan investor yang tidak memiliki informasi. Ketika harga saham lebih tinggi dari nilai sebenarnya ( $v < p$ ) maka order pembelian yang datang hanya dari investor yang tidak memiliki informasi (uniformed investor), sementara investor yang sangat pintar (informed investor) tidak menyampaikan order pembelian. Tetapi, kedua investor akan menyampaikan order pembelian bila harga IPO underpricing ( $v > p$ ), bahkan seringkali investor yang pintar melipatgandakan ordernya sehingga alokasi saham kepada investor yang tidak memiliki informasi akan sangat kecil. Dalam model ini maka terjadi risiko semakin tinggi maka return yang diinginkan investor juga semakin tinggi sehingga dikenal dengan high risk high return. Adapun grafik Model Rock ini untuk membedakan pasar sedang hot atau cold diperlihatkan Gambar berikut dibawah ini.

Gambar 2.1: Hubungan Risiko dan Initial Return pada IPO



Sumber: Ritter (1984)

Michaely dan Shaw (1994) menyampaikan sebuah model untuk initial return sebagai berikut:

$$IR = -0.0312 + 0.0012 * BROK + 0.021 * Size + 0.0219SHOLD + IND$$

(6.566)
(3.019)
(4.622)

$$R^2 = 0.111 \text{ (jumlah observasi 881)}$$

dimana

Size = log nilai IPO

BROK = variabel pretise berdasarkan modal perusahaan sekuritas, nilai ranking pertama merupakan prestise tertinggi dan nilai ranking terakhir merupakan prestise paling rendah

SHOLD = jumlah pemegang saham dikaitkan dengan Size IPO

IND = industri dan tahun sebagai variabel boneka.

Model diatas memperlihatkan bahwa initial return dipengaruhi size IPO, prestise dari perusahaan sekuritas dan jumlah pemegang saham. Semua variabel penjelas (size, BROK, SHOLD dan IND) mempunyai hubungan positif dengan variabel initial return yang memberikan arti kenaikan nilai variabel penjelas akan menaikkan initial return.

Purnanandam dan Swaminathan (2004) melakukan sebuah penelitian untuk mendapatkan model initial return. Model yang disampaikan penelitian ini sebagai berikut:

$$IR_i = a + b \ln PV_i + c \ln BM_i + d \ln Grwth_i + e Accru_i + f \ln Sales_i + g MEBITDA_i + \mu_i$$

Konsep definisi dari masing-masing variabel dapat diperhatikan pada catatan pada tabel berikut. Metode estimasi yang dilakukan dengan metode pool time series dan cross-section regression.

**Cross-sectional regressions of IPO valuation and first-day returns**

Independent variable	Coefficients	
lnPV	2.36 (5.49)	2.35 (4.98)
lnBM	-5.05 (-2.96)	-6.43 (-4.13)
lnGrowth	—	5.53 (1.89)
accruals	-0.60 (-0.22)	-1.31 (-0.48)
lnSales	-1.38 (-4.28)	-1.59 (-4.17)
EBITDA margin	0.06 (2.06)	0.07 (2.27)
NOBS	2057	1686

This table reports the results of the following cross-sectional regression:

$$R(1stDay) = a + b \times \ln PV + c \times \ln BM + d \times \ln Growth + e \times accruals + f \times \ln Sales + g \times EBITA \text{ margin} + u$$

The first-day return is simply the NYSE/AMEX/NASDAQ value-weighted market adjusted return.  $\ln PV$  and  $\ln BM$  are the natural logs of  $P/V$  ratio and book-to-market ratio,  $\ln Growth$  is the natural log of one plus analyst consensus growth rate over the next five years or one year, whichever is available, emphasize is the ratio of accruals to total assets based on the first annual statement after the IPO goes public, and  $EBITDA \text{ margin}$  is the ratio of EBITDA to sales for the fiscal year ending at least three months before the IPO goes public. Book value of equity is for the fiscal year after the firm goes public. Thus these variables are not necessarily available as of the IPO date. Analyst growth rates are also available only after the firm goes public. Accounting variables are from Compustat and growth rates are from IBES. Market value is based on first-day closing price. The regression is estimated as a pooled time-series, cross-section regression. The numbers in parentheses are White (1980) heteroscedasticity consistent  $t$ -statistics.

Pada Tabel diatas dapat diperhatikan bahwa pada model time series bahwa LnPV, LnBM, LnSales, dan Margin EBITDA signifikan mempengaruhi initial return dengan tingkat signifikansi 5 persen bahkan ada yang level 1 persen. Variabel LnPV dan EBITDA Margin mempunyai hubungan positif dengan initial return dimana memberikan arti bila kedua variabel ini mengalami peningkatan maka initial return juga meningkat sebesar koefisien yang masing-masing 2,36 unit untuk LnPV dan 0,06 unit untuk EBITDA Margin. Sementara, variabel LnBM

dan Accruals serta LnSales mempunyai hubungan negatif yang memberikan arti kenaikan ketiga variabel ini akan membuat turun initial return. Hasil penelitian ini mendukung teori mengenai hubungan variabel tersebut dengan initial return. Estimasi yang menggunakan metode cross-section regression memberikan hasil bahwa LNPV, LnBM, LnGrowth dan LnSales serta EBITDA Margin signifikan mempengaruhi initial return pada level signifikansi 10 persen, dimana sebenarnya signifikan pada level 1 persen terkecuali LnGrowth. Variabel LNPV, LnGrowth dan EBITDA Margin mempengaruhi secara positif terhadap initial return, sementara LnBM dan LnSales sebaliknya mempengaruhi negatif.

Dalam bagian ini tidak dibahas mengenai model IPO underpricing dengan perspektif dari perusahaan sekuritas sebagai penjamin emisi. Uraian tersebut akan dilakukan pada Bab tersendiri dalam buku ini.

## Daftar Pustaka

Agrawal, Depak (2011); IPO Underpricing: A Literature Review; Working Paper <http://ssrn.com.abstract=1724762>

Baron, David P. (1980); The Incentive Problem and the Design of Investment Banking Contracts; *Journal of Banking and Finance*, Vol. 3; pp 157 – 175

Baron, D. P. and B. Holmstrom (1982); The Investment Banking Contract for New Issues Under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem; *Journal of Finance*, Vol. 35, No. 5; pp. 1115 – 1138.

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

Bear, R. M and Anthony J. Curley (1975); Unseasoned Equity Financing; *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 10, No.2; pp. 311 – 325.

Brown, J. Michael (1970); Post-Offering Experience of Companies Going Public; *Journal of Business*, Vol. 43, No. 1; pp. 10 – 18.

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.

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

Ibbotson, Roger G. (1975); Price Performance of Common Stock New Issues; *Journal of Financial Economics*, Vol. 2; pp. 235 – 272.

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

Karlis, Peter L (2000); IPO Underpricing; The Park Place Economicist Volume 8; [www.iwu.edu/Economics/ppe08/peter.pdf](http://www.iwu.edu/Economics/ppe08/peter.pdf)

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

Logue, Dennis E. (1973); On the Pricing of Useasoned Equity Issues: 1965 – 1969; Journal of Financial and Quantitative Analysis; Vol. 8, No. 1; pp. 91 – 103.

McDonald, J. G. and A. K. Fisher (1972); New-Issue Stock Price Behaviour; Journal of Finance, Vol. 27, No. 1; pp. 97 – 102.

McStay, K 91992); The Efficiency of New Issue Market; New York Garland Publishing, Inc.

Michaely, Roni and W. H. Shaw (1994); The Pricing of Initial Public Offering: Tests of Adverse-Selection and Signaling Theories; Review of Financial Studies, Vol. 7, No. 2; pp 279 – 319.

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

Neuberger, B. M. and C. T. Hammond (1974); A Study of Underwriter' Experience with Unseasoned New Issues; Journal of Financial and Quantitative Analysis; Vol. 9, No. 2; pp. 165 – 177.

Purnanandam, A. K. and B. Swaminathan (2004); Are IPOs Really Underpriced ?; Review of Financial Studies, Vol. 17, No. 3; pp. 811 – 848.

Reilly, Frank K. and K. Hatfield (1969); Investor Experience with New Stock Issues; Financial Analysts Journal, Vol. 25, No. 5; pp. 73 - 80.

Reilly, Frank K. (1973); Further Evidence on Short-Run Results fo New Issue Investors; Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 8, No.1; pp. 83 – 90.

Reilly, Frank K. (1977); New Issues Revisited; Financial Management, Vol 6, No. 4; pp. 28 -42.

Ritter, J. R. (1984); The "Hot Issue" Market of 1980; Journal of Business, Vol. 52, No. 2; pp. 215 – 240.

Ritter, Jay R. and Ivo Welch (2002); A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations; Journal of Finance, Vol. 57, No. 4; pp. 1795 – 1828.

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

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.

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.