

POTRET IPO DI BURSA EFEK INDONESIA

Zaenal Arifin

Jurusan Manajemen Universitas Islam Indonesia

e-mail: zaenal@fe.uui.ac.id

Abstract

This study analysed the IPO (Initial Public Offering) of Indonesia Stock Exchange (ISE) during 1990-2008. In line with developed countries, the study found phenomena of under pricing as well as hot and cold IPO. The magnitude of under pricing phenomena was not related to the number of companies which did the IPO. The hot IPO condition emerged after the economic crisis that was in the period of 1999-2002 and in 2006-2007, whereas cold IPO condition took place before the economic crisis that was year of 1990, 1992 and 1994-1996. In the cold period, average value of under pricing was 5.7%, while in the condition of hot IPO, the average value became 44.6%

Keywords: *IPO, under pricing, hot IPO, cold IPO, Indonesian capital market*

PENDAHULUAN

Paradigma utama dalam kajian keuangan di pasar modal yang berlaku sampai dengan saat ini adalah paradigma pasar modal efisien. Dalam pasar modal efisien, harga saham akan dengan cepat menyesuaikan bila ada informasi baru yang relevan. Dengan demikian harga saham tidak hanya telah mencerminkan nilai yang sebenarnya dari perusahaan yang menerbitkan saham tersebut tetapi proses penyesuaian tersebut harus berlangsung dengan cepat. Kecepatan penyesuaian ini penting untuk menjamin bahwa tidak akan ada kemungkinan sebagian investor dapat mengambil keuntungan atas sebagian investor yang lain karena dimilikinya keunggulan informasi.

Dalam konteks paradigma pasar modal efisien, pengertian informasi baru adalah informasi yang tidak diduga sebelumnya oleh pelaku pasar modal. Perubahan data tidak dianggap informasi baru jika perubahan tersebut besarnya sudah diprediksi sebelumnya. Karena informasi baru adalah informasi yang tidak diduga sebelumnya, dan harga saham hanya

akan berubah jika ada informasi baru, maka perubahan harga saham menjadi tidak dapat diprediksi sebelumnya. Jika ditemukan investor dapat melakukan prediksi harga saham secara konsisten maka berarti menyalahi hipotesis pasar modal yang efisien.

Praktek di pasar modal menunjukkan adanya sejumlah temuan yang bertentangan dengan hipotesis pasar modal yang efisien. Temuan-temuan tersebut biasa dinamakan anomali. Contoh dari anomali tersebut adalah *January effect*, *size effect*, dan fenomena *underpricing* pada harga saham perdana saat *initial public offering* (IPO). Penelitian ini akan menganalisis fenomena *underpricing* pada IPO di pasar modal Indonesia, yang semula bernama Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan sekarang berubah menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI). Ada tiga fenomena penting terkait dengan IPO yaitu: adanya *underpricing* pada kinerja saham jangka pendek, adanya siklus pasar yang 'hot' dan 'cold' pada IPO saham adanya, dan kinerja saham yang *underperformance* dalam jangka panjang. Penelitian ini hanya akan menganalisis dua fenomena yang pertama.

Fenomena *underpricing* didokumentasikan, misalnya, oleh Ibbotson (1975). Dengan menggunakan data di pasar modal Amerika Serikat tahun 1960-1969, dia menemukan rata-rata *underpricing* sebesar 11,4%. Dengan menggunakan data yang lebih lengkap, dari 1960-1992, Ibbotson, Sindelar and Ritter (1993), menemukan rata-rata *underpricing* sebesar 15,3%. Menurut Sembel (1996), fenomena *underpricing* ini tidak hanya terjadi di Amerika Serikat, tetapi juga di pasar modal di luar Amerika Serikat. Sementara itu, besaran *underpricing* juga ditemukan berubah-ubah tiap periode-nya dan membentuk siklus *underpricing* yang besar (*hot*) dan *underpricing* yang rendah (*cold*). Fenomena ini ditemukan, misalnya, oleh Ibbotson and Jaffe (1975) serta Lowry and Schwert (2002).

Penelitian ini ingin menginvestigasi dua fenomena dalam IPO di pasar modal Indonesia. Penelitian tentang *underpricing* memang sudah banyak dilakukan di pasar modal Indonesia, namun penelitian yang ada biasanya memakai waktu yang relatif pendek. Penelitian ini akan meneliti fenomena IPO sejak pasar modal Indonesia aktif kembali tahun 1989 sehingga dapat memberikan gambaran yang utuh tentang potret IPO di pasar modal Indonesia sekaligus dapat juga untuk menganalisis fenomena 'hot' dan 'cold'.

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberi kontribusi baik dari sisi perkembangan ilmu keuangan pasar modal maupun dari sisi praktek investasi di pasar modal. Pola anomali terkait dengan IPO pada pasar modal di negara berkembang seperti Bursa Efek Indonesia bisa jadi berbeda dengan pola anomali di pasar modal negara maju. Dengan demikian hasil penelitian ini nantinya akan memperkaya kajian tentang anomali di pasar modal. Dari sisi praktis, pemahaman tentang pola anomali pada peristiwa IPO akan dapat dijadikan sebagai rujukan bagi investor

untuk berinvestasi saham terutama di pasar perdana.

KAJIAN PUSTAKA

Initial Public Offering

Initial Public Offering (IPO) atau penawaran umum perdana secara umum didefinisikan sebagai kegiatan penawaran saham ke publik untuk pertama kali. Penawaran perdana biasa juga dikenal dengan istilah kegiatan *go public*. UU RI No 8 tahun 1995 tentang pasar modal mendefinisikan penawaran umum sebagai kegiatan penawaran yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat. Efek dalam hal ini berupa surat berharga yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan, kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek dari setiap derivatif dari efek. Dalam penelitian ini, IPO dikhususkan dalam bentuk penawaran saham.

Sebelum menawarkan saham di pasar perdana, perusahaan akan menerbitkan prospektus ringkas yang diumumkan di media masa. Prospektus berfungsi untuk memberikan informasi mengenai kondisi perusahaan kepada para calon investor, sehingga dengan adanya informasi tersebut maka investor akan bisa mengetahui prospektus perusahaan di masa datang, dan selanjutnya tertarik untuk membeli sekuritas yang diterbitkan emiten.

Penjualan sekuritas di pasar perdana dilakukan oleh penjamin emisi (*underwriter*) yang ditunjuk oleh perusahaan dengan bantuan agen penjualan. Pada umumnya *underwriter* mempunyai 3 fungsi, yaitu *advisory function*, *underwriter function* dan *marketing function*. Sebagai *advisory*, *underwriter* 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 dimana emiten akan meminta *underwriter* untuk menjamin penjualan saham perdana emiten tersebut. Jika emiten meminta *underwriter* untuk memberikan jaminan *full commitment*, maka *underwriter* menjamin seluruh sekuritas akan terjual, dan bersedia membeli sisanya jika sebagian sekuritas tidak terjual. Dalam prakteknya, tidak semua *underwriter* bersedia memberikan jaminan *full commitment*, terutama untuk sekuritas perusahaan-perusahaan yang belum mapan dan memiliki resiko yang tinggi. Untuk perusahaan-perusahaan yang belum mapan tersebut, biasanya *underwriter* hanya berani memberikan jaminan *best effort* saja, artinya *underwriter* hanya akan berusaha sebaik mungkin untuk menjual sekuritas yang diterbitkan oleh perusahaan tersebut.

Harga sekuritas yang dijual di pasar perdana (*offering price*) telah ditentukan terlebih dahulu oleh perusahaan yang akan melakukan *go public* dan penjamin emisi. Dalam menentukan *offering price*, *underwriter* dan emiten sering menghadapi kesulitan untuk memperkirakan harga yang wajar. *Underwriter* cenderung untuk menetapkan *offering price* lebih rendah dari harga yang diharapkan oleh perusahaan yang akan *go public*, dengan tujuan untuk menekan resiko tanggung jawab bila sekuritas yang ditawarkan pada saat IPO tidak laku atau tidak habis terjual.

Harga penawaran yang relatif rendah inilah yang menjadi salah satu penjelasan mengapa harga saham pada saat dibuka di pasar sekunder harganya cenderung meningkat. Kecenderungan naiknya harga di pasar sekunder ini menjadi daya tarik utama bagi investor untuk membeli saham di pasar perdana, karena kenaikan harga ini hampir selalu terjadi pada setiap IPO. Pola yang cenderung sama dan berulang ini dianggap sebuah anomali karena bertentangan dengan hipotesis pasar modal yang efisien.

Anomali IPO

Ada tiga fenomena penting terkait dengan IPO yaitu: adanya *underpricing* pada kinerja saham jangka pendek, adanya siklus pasar yang 'hot' dan 'cold' pada IPO saham, dan adanya kinerja saham yang *underperformance* dalam jangka panjang.

Fenomena Underpricing

Fenomena *underpricing* telah didokumentasikan oleh sejumlah peneliti seperti Ibbotson (1975) dan Ibbotson *et. al.*, (1993) pada pasar modal di Amerika Serikat, Reber and Fong (2006) di pasar modal Singapura, dan Ahmad-Zaluki, Campbell, and Goodacre (2007) di pasar modal Malaysia. Fenomena baru muncul di pasar modal Inggris dimana beberapa perusahaan melakukan *two-stage offering strategy*. Pertama-tama perusahaan *listing* namun tidak menawarkan saham, kemudian disusul dengan penawaran saham (IPO) setelah beberapa lama *listing*. Derrien and Kecskes (2007) mencatat bahwa *underpricing* pada IPO jenis ini lebih rendah sekitar 10-30% dibandingkan dengan model IPO yang satu tahap.

Ada banyak penjelasan mengapa ada fenomena *underpricing*. Sembl (1996) mengelompokkan penjelasan *underpricing* atau *initial return* menjadi tiga; yaitu penjelasan berbasis *underpricing*, berbasis *overreaction*, dan berbasis *price support/stabilization*. Sementara itu, Brau and Fawcett (2006) mengidentifikasi ada delapan penjelasan yang terkait dengan fenomena *underpricing*. Pertama, karena ada *asymmetric information* antara *underwriter* dan emiten. *Underwriter* mengeksploitasi superioritasnya mengenai informasi pasar untuk memberi harga perdana yang rendah sehingga memudahkan untuk memasarkan saham baru. Penjelasan ini dikemukakan oleh Baron (1982). Kedua, ada *asymmetric information* antara emiten dan calon investor. Spatt and Srivastava (1991)

menyatakan bahwa *underpricing* merupakan *reward* bagi calon investor yang dapat dengan akurat memprediksi nilai perusahaan pada saat proses penawaran saham.

Ketiga, karena ada *asymmetric information* antara *informed investor* dan *uninformed investor*. *Uninformed investor* harus diberi kompensasi untuk mau berpartisipasi mengambil risiko untuk membeli saham perdana. Pendapat ini dikemukakan oleh Rock (1986). Keempat, *underpricing* sebagai proteksi dari kemungkinan tuntutan hukum dari investor pada masa yang akan datang. Penjelasan ini dikemukakan oleh Tinic (1988). Kelima, *underpricing* berfungsi sebagai alat *marketing* karena akan ada efek domino atas permintaan investor di masa mendatang ketika terjadi *underpricing*. Disamping itu, *underpricing* juga dapat menghemat biaya pemasaran penerbitan saham baru seperti dikemukakan oleh Habib and Ljungqvist (2001).

Keenam, *underpricing* dapat memperluas basis kepemilikan saham setelah IPO sehingga meningkatkan likuiditas saham, seperti disampaikan oleh Booth dan Chua (1996). Ketujuh, *underpricing* mungkin memberi fasilitas adanya praktek-praktek yang kurang benar seperti memberi keuntungan kepada pihak tertentu yang terkait dengan *investment bank*. Pendapat ini dikemukakan oleh Griffith (2004). Kedelapan, Loughran and Ritter (2002) menggunakan teori *behavioral* menyatakan bahwa emiten sangat menikmati dana yang terkumpul dari IPO sehingga tidak peduli bahwa telah terjadi *underpricing*.

Melihat temuan dan penjelasan di atas, penulis mengajukan hipotesis bahwa:
H1: Terdapat fenomena *underpricing* dalam IPO di pasar modal Indonesia

Fenomena ‘Hot, dan ‘Cold’ dalam IPO

Kondisi ‘hot’ dalam IPO terjadi jika selama periode tertentu penerbitan saham baru lewat IPO mengalami *underpriced* di

atas rata-rata. Ibbotson dan Jaffe (1975) dan Ritter (1984) menemukan bahwa tingkat *underpricing* berbeda-beda dari periode ke periode dan membentuk siklus *underpricing* yang tinggi dan rendah. Mereka juga menemukan bahwa tingkat *underpricing* juga berbeda dari satu sector industri dengan sector industri yang lain.

Helwege and Liang (2004) menyatakan bahwa *hot IPO* ditengarai tidak hanya dari besarnya *underpricing*, tetapi juga adanya volume penawaran saham yang banyak, seringnya terjadi *over-subscription* dalam permintaan, dan kadang ada konsentrasi penawaran yang dilakukan oleh industri tertentu.

Penjelasan teoritis tentang fenomena *hot IPO* dapat dikelompokkan menjadi tiga. Pertama, model *asymmetric information*. Model ini memprediksi bahwa *hot market* mendorong perusahaan yang kualitasnya bagus untuk melakukan IPO atau penawaran saham baru tambahan karena biaya *asymmetric information* pada *hot market* akan lebih rendah. Model *signaling* yang dibuat oleh Allen and Faulhaber (1989), misalnya, memprediksi bahwa akan terjadi *hot market* ketika ekspektasi laba perusahaan-perusahaan meningkat. Hal senada dikemukakan oleh Choe, Masulis, and Nanda (1993) yang memprediksi *hot market* ketika ada peningkatan pertumbuhan ekonomi karena hal ini akan meningkatkan potensi *cash flow* perusahaan.

Kedua, model keputusan melakukan IPO. Fischer (2000) menemukan bahwa kebanyakan perusahaan di Jerman yang melakukan IPO adalah perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi. Namun Helwege and Packer (2003) tidak menemukan hal tersebut di Amerika Serikat. Di Amerika Serikat, IPO lebih banyak dilakukan sebagai *exit strategy* bagi *venture capitalist*. Stoughton, Wong, and Zechner (2001) melihat ada keterkaitan antara keputusan IPO dengan posisi

perusahaan dalam pasar produk. Perusahaan yang dalam posisi dimana produknya dapat menghasilkan *margin* yang tinggi cenderung memutuskan *go public*.

Ketiga, model *behavioral finance*. Model ini muncul terkait dengan temuan bahwa banyak perusahaan IPO yang kinerja saham jangka panjangnya mengalami *underperformance*, utamanya yang hot IPO. Dalam kelompok ini ada, misalnya, Lerner (1994) yang mengemukakan bahwa *underperformance* terjadi karena perusahaan IPO mengeksploitasi *overoptimism* investor saat IPO. Lowry (2003) menambahkan bahwa volume IPO, yang mencerminkan *hot* atau *cold* IPO, dipengaruhi oleh sentimen investor dan perubahan permintaan modal. Model *behavioral finance* yang dibuat oleh Ljungqvist, Nanda, and Singh (2006) memperlihatkan bahwa adanya investor yang *irrational* yang terlalu optimistis terhadap prospek perusahaan IPO menjadi penyebab terjadinya *hot* IPO dan kemudian mengalami *underperformance* dalam jangka panjang.

Melihat temuan dan penjelasan di atas, penulis mengajukan hipotesis bahwa: H2: Terdapat siklus 'hot' dan 'cold' pada IPO di pasar modal Indonesia

Fenomena Underperformance Kinerja Jangka Panjang

Rujukan utama tentang dokumentasi adanya *underperformance* kinerja jangka panjang perusahaan IPO adalah paper Ritter (1991). Dengan data yang lebih lengkap Loughran and Ritter (1995) juga menguatkan adanya *underperformance* tersebut. Analisis secara makro dilakukan oleh Baker and Wurgler (2000) yang menemukan bahwa return pasar modal secara keseluruhan mengalami penurunan pada tahun dimana banyak perusahaan yang melakukan IPO.

Mengapa terjadi *underperformance*? Hirshleifer (2001) memakai pendekatan *behavioral* menyatakan bahwa harga saham memang secara periodik menyimpang dari

nilai fundamentalnya dan manajer serta *investment banker* mencoba mengambil keuntungan dari *overpricing* tersebut dengan menjual saham kepada investor yang terlalu optimis. Meskipun penjelasan ini nampak konsisten dengan bukti di pasar modal namun ini bertentangan dengan paradigma pasar modal efisien.

METODE PENELITIAN

Populasi

Penelitian ini adalah penelitian populasi dengan mengambil data seluruh perusahaan yang pernah melakukan IPO dari Bursa Efek Jakarta sejak aktif kembali sampai dengan tahun 2008 ketika nama bursa berganti menjadi Bursa Efek Indonesia. Namun karena tidak tersedia data untuk tahun 1989, maka data yang dianalisis hanya mulai tahun 1990.

Definisi Operasional Variabel Penelitian

Ada 2(dua) variabel utama yaitu *underpricing* dan *hot/cold* IPO, ditambah 3(tiga) variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan, *book-to-market*, dan *leverage*. Definisi operasional dari variabel tersebut adalah sebagai berikut.

Underpricing

Underpricing adalah return yang diperoleh investor dari selisih antara harga penutupan harga saham pada hari pertama perdagangan di BEJ/BEI dengan harga perdana saat IPO.

Hot dan Cold IPO

Hot IPO adalah periode IPO dimana rata-rata *underpricing*-nya adalah 25% tertinggi dalam 20 tahun terakhir dan *Cold* IPO adalah periode dimana rata-rata *underpricing*-nya adalah 25% terendah dalam 20 tahun terakhir.

Pengujian Hipotesis

Hipotesis pertama yang menyatakan bahwa ada fenomena *underpricing* di pasar

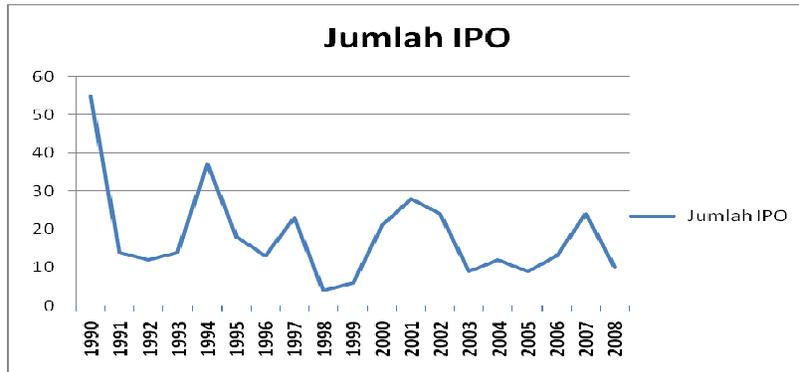
modal Indonesia diuji dengan uji beda rata-rata tingkat *underpricing* tiap tahunnya dengan nol. Hipotesis kedua yang menyatakan ada siklus ‘hot’ dan ‘cold’ dalam IPO di pasar modal Indonesia diuji dengan uji beda antara rata-rata tingkat *underpricing* pada periode ‘hot’ (25% *underpricing* tertinggi) dengan rata-rata tingkat *underpricing* pada periode ‘cold’ (25% *underpricing* terendah).

**HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN
Fenomena *underpricing* pada IPO di BEI**

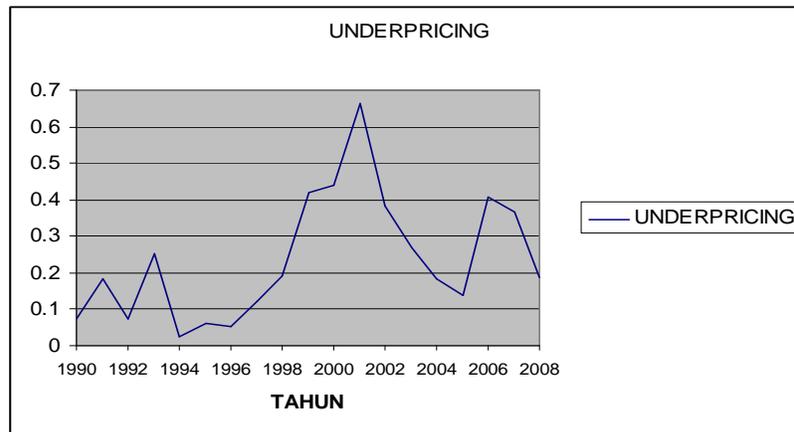
Selama periode tahun 1990 sampai dengan tahun 2008, terdapat 346 perusahaan

yang melakukan IPO. Secara umum terdapat fenomena *underpricing* dalam IPO selama periode tersebut. Grafik 1 di bawah ini memperlihatkan jumlah perusahaan yang melakukan IPO sementara Grafik 2 menunjukkan besarnya rata-rata *underpricing* dari perusahaan-perusahaan di setiap tahunnya.

Adapun rata-rata harga saham yang menunjukkan *underpricing* yang dialami oleh perusahaan-perusahaan IPO Tahun 1990 – 2008 dapat dilihat pada Grafik 2.



Grafik 1: Jumlah Perusahaan yang Melakukan IPO Tahun 1990 – 2008



Grafik 2: Rata-Rata *Underpricing* Perusahaan IPO Tahun 1990 – 2008

Dari Grafik 1 nampak bahwa jumlah perusahaan yang melakukan IPO setiap tahunnya bervariasi. Jumlah IPO paling banyak terjadi pada awal aktifnya bursa yaitu tahun 1990, yaitu sebanyak 55 perusahaan. Setelah itu, tidak ada lagi jumlah perusahaan IPO yang sebanyak itu. IPO paling sedikit terjadi pada tahun 1998, tahun pertama setelah krisis ekonomi tahun 1997, yaitu hanya 4 perusahaan.

Sementara itu, Grafik 2 menunjukkan bahwa secara rata-rata telah terjadi *underpricing* pada semua tahun, terlihat dari nilai *underpricing* yang semuanya positif pada semua tahun. Nilai *underpricing* berfluktuasi dari tahun ke tahun, meskipun ada kecenderungan nilainya cenderung membesar pada tahun 2000an. Nilai *underpricing* rata-rata yang tertinggi terjadi pada tahun 2001, yaitu sebesar 0.662594 dan yang terendah terjadi pada tahun 1994 yaitu sebesar 0.02467.

Besar kecilnya *underpricing* ternyata tidak berhubungan dengan jumlah perusahaan yang melakukan IPO. Pada tahun 1990, pada saat jumlah IPO paling banyak ternyata nilai *underpricing* justru rendah, terendah ketiga setelah nilai *underpricing* terendah tahun 1994 dan 1995. Pada saat *underpricing* terendah tahun 1994, jumlah perusahaan yang melakukan IPO relatif banyak yaitu 37 perusahaan. Namun pada saat *underpricing* tertinggi terjadi pada tahun 2001, jumlah perusahaan yang melakukan IPO juga relatif banyak yaitu 28 perusahaan. Koefisien korelasi antara jumlah

perusahaan dan nilai *underpricing* memang rendah yaitu -0.08557. Ada kemungkinan bahwa efek tingginya *underpricing* terhadap jumlah IPO baru berlangsung pada tahun berikutnya. Artinya, ketika pada suatu tahun *underpricing*nya tinggi maka tahun berikutnya akan banyak yang melakukan IPO. Kami menghitung koefisien korelasi antara nilai *underpricing* pada tahun t dengan jumlah perusahaan yang melakukan IPO pada tahun $t+1$ dan hasil koefisien korelasinya adalah 0.3460. Jadi hubungannya tetap rendah meskipun dengan arah hubungan yang berlawanan jika dibandingkan dengan ketika dihitung berdasarkan tahun yang sama. Ini menguatkan bukti bahwa nilai *underpricing* tidak mempengaruhi jumlah perusahaan yang melakukan IPO.

Uji signifikansi *Underpricing*

Dari Grafik 2 sudah dapat diketahui bahwa telah terjadi *underpricing* pada semua tahun sejak tahun 1990 – 2008. Namun kita perlu menguji apakah nilai *underpricing* pada semua tahun nilainya signifikan secara statistik. Untuk menguji signifikansi nilai *underpricing* kami melakukan uji beda antara rata-rata *underpricing* pada setiap tahunnya dengan nilai nol. Jika nilai *underpricing* signifikan lebih besar dari nol, maka dapat disimpulkan bahwa nilai *underpricing* cukup signifikan. Tabel 1 di bawah memperlihatkan hasil uji beda tersebut.

Tabel 1: Hasil Uji Signifikansi Nilai *Underpricing*

Tahun	Jumlah IPO	Mean UP	t-value	Probability
1990	55	0,073680	2.017486	0.0486
1991	14	0,181326	1.206221	0.2492
1992	12	0,075082	3.175275	0.0088
1993	14	0,251741	4.554785	0.0005
1994	37	0,024670	0.845504	0.4034
1995	18	0,061757	1.909034	0.0733
1996	13	0,105468	2.883757	0.0137
1997	23	0,120071	3.5847	0.0017
1998	4	0,193086	0.665786	0.5532
1999	6	0,419048	1.913043	0.1139
2000	21	0,441162	3.373681	0.0030
2001	28	0,662594	4.550203	0.0001
2002	24	0,383979	4.173126	0.0004
2003	9	0,268371	1.907927	0.0928
2004	12	0,182772	3.002450	0.0120
2005	9	0,137265	2.499630	0.0370
2006	13	0,407070	5.448312	0.0001
2007	24	0,365936	5.557490	0.0000
2008	10	0,188456	1.909805	0.0885
1990-2008	346	0,23646	7.976566	0.0000

Dari tabel 1 nampak bahwa secara keseluruhan, yaitu IPO tahun 1990 – 2008, nilainya cukup signifikan dengan rata-rata 0,23646. Namun jika dilihat per tahun, yang mengalami fenomena *underpricing* (dalam arti bahwa nilai *underpricing*nya signifikan) adalah hanya pada tahun 1990, 1992, 1993, 1995, 1996, 1997, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008 sedangkan pada tahun 1991, 1994, 1998, dan 1999 tidak mengalami fenomena *underpricing*. Tidak signifikannya *underpricing* pada tahun 1998 dan 1999 mungkin dapat dipahami sebagai akibat dari krisis ekonomi tahun 1997. Tidak signifikannya *underpricing* pada tahun 1991 dan 1994 karena sangat besarnya varian nilai *underpricing* pada dua tahun tersebut. Tahun 1992, ada 3 perusahaan yang justru *underpricing*nya negatif. Artinya harga saham saat masuk ke pasar sekunder justru lebih rendah dari pada harga perdananya. Sementara itu, pada tahun 1994, perusahaan yang *underpricing*nya negatif lebih banyak lagi, yaitu 5 perusahaan. Disamping itu, tahun 1994 adalah tahun

dimana rata-rata *underpricing* memang yang terendah dalam 19 tahun rentang pengamatan dalam penelitian ini.

Fenomena Hot & Cold IPO

Seperti dijelaskan di atas, di pasar modal Amerika Serikat, Ibbotson dan Jaffe (1975) dan Ritter (1984) menemukan bahwa tingkat *underpricing* berbeda-beda dari periode ke periode dan membentuk siklus *underpricing* yang tinggi dan rendah. Periode dimana *underpricing* tinggi disebut Hot IPO dan periode dimana *underpricing* rendah disebut Cold IPO. Dalam penelitian ini, pengujian hot dan cold dilakukan dengan membandingkan antara *underpricing* selama periode hot dan *underpricing* selama periode cold untuk mengetahui apakah perbedaannya signifikan. Periode hot IPO adalah tahun-tahun dengan 25% *underpricing* tertinggi dalam 19 tahun terakhir sedangkan cold IPO periode dimana rata-rata *underpricing*nya 25% terendah dalam 19 tahun terakhir.

Tabel 2: Periode Hot IPO dan Cold IPO tahun 1990 - 2008

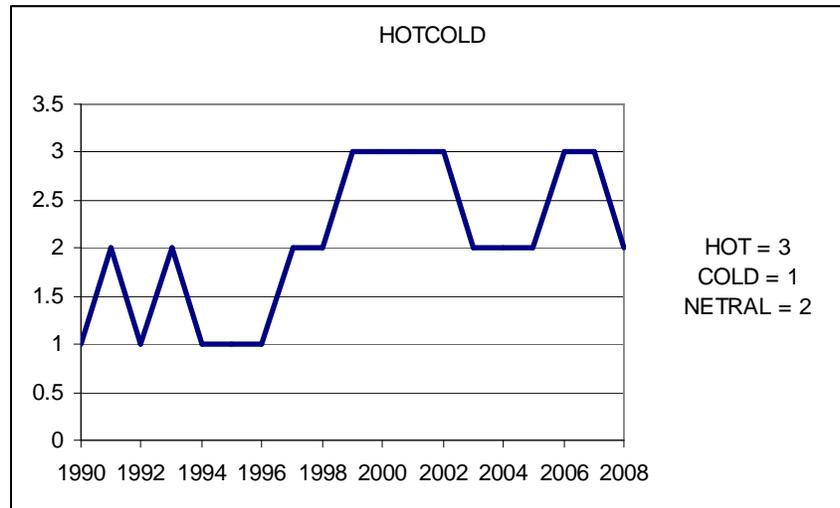
Tahun	Underpricing	Keterangan	Tahun	Underpricing	Keterangan
1994	0.02467	Cold	1998	0.193086	Netral
1996	0.05468	Cold	1993	0.251741	Netral
1995	0.061757	Cold	2003	0.268371	Netral
1990	0.07368	Cold	2007	0.365936	Hot
1992	0.075082	Cold	2002	0.383979	Hot
1997	0.120071	Netral	2006	0.40707	Hot
2005	0.137265	Netral	1999	0.419048	Hot
1991	0.181326	Netral	2000	0.441162	Hot
2004	0.182772	Netral	2001	0.662594	Hot
2008	0.188456	Netral			

Tabel 2 di atas menunjukkan peringkat *underpricing* dari yang terendah sampai dengan yang tertinggi. Dari tabel di atas nampak bahwa ada perbedaan yang nyata antara kategori *cold* dan netral, dimana dalam periode *cold* rata-rata *underpricing* di bawah 10% sedangkan periode netral di atas 10%. Selisih yang terdekat, yaitu antara tahun 1992 dan tahun 1997, perbedaannya hampir 5%. Perbedaan antara periode netral dengan periode hot juga nampak jelas. Jika mengacu pada mengambil 25% yang tertinggi maka tahun 2007 mestinya termasuk periode netral. Namun karena nilai *underpricing* tahun 2007 lebih dekat dengan nilai 25% tertinggi dibandingkan dengan nilai periode netral maka penulis lebih cenderung memasukkan tahun 2007 sebagai periode hot. Selisih yang terdekat antara periode netral (tahun 2003) dan periode hot (2007) hampir 10%.

Hasil uji beda rata-rata *underpricing* periode *cold* dan periode *hot* menunjukkan hasil yang sangat signifikan. Rata-rata periode *cold* sebesar 0.057974 sedangkan rata-rata periode hot sebesar 0.446632. Dengan uji beda yang lebih detail, yaitu memasukkan data *underpricing* masing-masing perusahaan IPO di periode *cold* dan masing-masing perusahaan di periode *hot*

juga menunjukkan hasil yang sama. Ada 135 perusahaan yang melakukan IPO pada periode *cold* dan rata-rata *underpricing*nya adalah 6,18% dan ada 116 perusahaan yang melakukan IPO pada periode *hot* dengan rata-rata *underpricing* sebesar 46,23 %.

Grafik 3 di bawah ini memperlihatkan pola *hot* dan *cold* berdasarkan urutan waktu dari tahun 1990 – 2008. Dari grafik tersebut nampak bahwa periode *cold* IPO semua berada pada periode sebelum krisis ekonomi 1997 sedangkan periode *hot* semuanya berada pada masa setelah krisis yaitu mulai tahun 1999. Pada tahun krisis berlangsung, yaitu tahun 1997 dan 1998, kondisi IPO menunjukkan kondisi netral. Dari grafik juga dapat diketahui bahwa kondisi *hot* atau *cold* cenderung bertahan dalam beberapa tahun. Kondisi *cold* pada periode sebelum krisis berlangsung berturut-turut mulai tahun 1994, 1995, dan 1996, sebelum akhirnya netral tahun 1997. Kondisi *hot* setelah periode krisis berlangsung berturut-turut mulai tahun 1999, 2000, 2001, dan 2002 sebelum menjadi netral pada tahun 2003, 2004, dan 2005. Kemudian terjadi *hot* lagi pada tahun 2006 dan 2007. Pola Hot dan Cold IPO berdasarkan urutan waktu 1990 – 2008 dapat dilihat pada Grafik 3 berikut ini.



Grafik 3: Pola Hot dan Cold IPO berdasarkan Urut Waktu 1990 - 2008

Dari analisis di atas dapat diketahui bahwa telah terjadi fenomena *hot* IPO dan *cold* IPO di pasar modal Indonesia. Kondisi *hot* terjadi pada periode setelah krisis ekonomi dan kondisi *cold* terjadi sebelum krisis ekonomi tahun 1997. Kondisi *hot* dan *cold* cenderung bertahan dalam waktu lebih dari satu tahun.

PENUTUP

Pengamatan terhadap aktifitas IPO di bursa efek Indonesia selama tahun 1990 – 2008 menunjukkan bahwa telah terjadi fenomena *underpricing* yang signifikan. *Underpricing* tersebut signifikan di sepanjang tahun 1990 – 2008 kecuali tahun 1991, 1994, 1998, dan 1999. Ketidaksignifikannya *underpricing* tahun 1991 dan 1994 lebih disebabkan oleh fluktuasi nilai *underpricing* dan adanya beberapa nilai *underpricing* yang negatif. Khusus untuk tahun 1994, nilai rata-rata *underpricing*nya memang yang paling kecil dalam 19 tahun pengamatan. Sementara itu, ketidaksignifikannya di tahun 1998 dan 1999 lebih disebabkan sedikitnya jumlah perusahaan yang melakukan IPO karena

masih terimbas dampak krisis ekonomi 1997.

Fenomena *hot* IPO dan *cold* IPO juga ditemui di pasar modal Indonesia. Kondisi *hot* IPO ditemukan pada periode setelah krisis yaitu tahun 1999-2002 dan 2006-2007 sedangkan kondisi *cold* IPO terjadi pada masa sebelum krisis yaitu tahun 1990, 1992, dan 1994-1996. Kondisi *hot* dan *cold* ini cenderung bertahan lebih dari satu tahun.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad-Zaluki, A.N, Campbell, K. and Goodacre, A. (2007). The Long-Run Share Price Performance of Malaysian Initial Public Offering, *Journal of Business Finance and Accounting*, 34 (1), 78-110.
- Allen, F and Faulhaber, G. (1989). Signaling by Underpricing in the IPO Market, *Journal of Financial Economy*, (23), 303-323.
- Ang A, Li Gu, and Hochberg, Y.V. (2007). Is IPO Underperformance a Peso Problem?, *Journal of Financial and*

- Quantitative Analysis*, 42 (3), 565-594.
- Baker, M. and Wurgler, J. (2000). The Equity Share in New Issue and Aggregate Stock Return, *the Journal of Finance*, 55, 2219-2257.
- Baron, D.P., (1982). A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issue, *The Journal of Finance*, 37, 1115-1138.
- Booth, J.R., and Chua, L. (1996). Ownership Dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing, *Journal of Financial Economics*, 15, 291-310.
- Brau, C. J. and Fawcett, S.E. (2006). Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practices, *The Journal of Finance*, 61, 399-436.
- Brav, A., C. Geczy, and Gompers, P.A. (2000). Is the Abnormal return Following Equity Issuences Anomalous?, *Journal of Financial Economics*, 56, 209-249.
- Choe, H., Masulis, R. and Nanda, V. (1993). Common Stock Offering Across the Business Cycles, *Journal of Empirical Finance*, 1, 1-29
- Derrien, F. and Kecskes, A. (2007). The Initial Public Offerings of Listed Firms, *The Journal of Finance*, 62, 447-479
- Eckbo, B.E, Masulis, W. and Norli, O. (2000). Seasoned Public Offering; Resolution of the New Issue Puzzle, *Journal of Financial Economics*, 56, 251-291.
- Fama, E.F. and French, F. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Return, *The Journal of Finance*, 47, 427-465.
- Fischer, C. (2000). *Why Do Companies Go Public: Empirical Evident From Germany's Neuer Markt*, Unpublished Manuscript, university of Munich, dalam Helwege J. and N. Liang, (2004). Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39 (3), 541-569.
- Griffith, S. (2004). Spinning and Underpricing: A Legal and Economic Analysis of Preferential Allocation of Shares in IPO, *Brooklyn Law Review*, 69, dalam Brau, C James and S.E. Fawcett, (2006). Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practices, *The Journal of Finance*, 61, 399-436.
- Habib, M. and Ljungqvist, A. (2001). Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: theory and Evidence, *Review of Financial Studies*, 14, 433-458
- Helwege J. and Liang, N. (2004). Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39 (3), 541-569.
- Hirshleifer, D. (2001). Investor Psychology and Asset Pricing, *Journal of Finance*, (56), 1533-1597
- Ibbotson, R.G. (1975). Price Performance of Common Stock New Issue, *Journal of Financial Economics*, 2, 235-272.
- Ibbotson, R.G. and Jaffe, J. (1975) Hot issue Markets, *The Journal of Finance*, 30, 1027-1042.
- Ibbotson, R.G, Sindelar, J. and Ritter, J. (1993). Initial Public Offering,

- Journal of Applied Corporate Finance*, 1, 23-37.
- Lerner, J. (1994). Venture Capitalists and the Decision to Go Public, *Journal of Financial Economics*, 35, 293-316.
- Loughran, T. and Ritter, J.R. (1995). The New Issues Puzzle, *The Journal of Finance*, 50, 23-51.
- Loughran, T. and Ritter, J.R. (2002). Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs, *Review of Financial Studies*, 15, 413-444.
- Lowry, M. (2003). Why Does IPO (ume Fluctuate So Much?, *Journal of Financial Economics*, 67, 3-40.
- Lowry, M. and Schwert, G.W. (2002). IPO Cycles: Bubbles or Sequential Learning?, *The Journal of Finance*, 57, 1171-1200.
- Ljungqvist, A. Nanda, V. and Singh, N. (2006). Hot Market, Investor Sentiment, and IPO Pricing, *Journal of Business*, 79 (4), 1667-1702.
- Pukthuanthong-Le, K. and Varaiya, N. (2007). IPO Pricing, Block Sales, and Long-Term Performance, *The Financial Review*, 42, 319-348.
- Reber, B. and Fong, C. (2006). Explaining Mispricing of Initial Public Offerings in Singapore, *Applied Financial Economics*, 16, 1339-1353.
- Ritter, J. R. (1984). The Hot Issue Market of the 80s, *Journal of Business*, 57, 215-240.
- Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offering, *The Journal of Finance*, 46, 2-27.
- Rock, K. (1986). Why New Issue are Underpriced, *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212.
- Schultz, P. (2003). Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs, *The Journal of Finance*, 58, 483-517.
- Semmel, H.R. (1996). *IPO Anomalies, Truncated Excess Supply and Heterogeneous Information*, Dissertation, Joseph.M.Katz Graduate School of Business, University of Pittsburgh.
- Spatt, C.S. and Srivastava, S. (1991). Preplay Communication, Participation Restrictions, and Efficiency in Initial Public Offerings, *Review of Financial Studies*, 4, 709-726.
- Stoughton, N., Wong, K. and Zechner, J. (2001). IPO and Product Quality, *Journal of Business*, 74, 375-408.
- Tinic, S.M. (1988). Anatomy of Initial Public Offerings of common Stock, *The Journal of Finance*, 43, 789-822.

INDEKS SUBYEK

initial public offering,
underpricing,
hot dan cold IPO,
underwriter,
agen penjualan,
advisory function,
underwriter functio,
marketing function,
full commitment,
best effort,
offering price,
go public,
harga penawaran,
anomali IPO,
kinerja saham jangka pendek,
siklus pasar,
kinerja saham,
underperformance,
two-stage offering strategy,
listing,
initial return,
overreaction,
price support/stabilization,
asymmetric information,
reward,
informed investor,
uninformed investor,
investment bank
over-subscription,
behavioral finance.
investment banker,
overpricing,
book-to-market,
leverage,

INDEKS PENGARANG

Ahmad-Zaluki, A.N, K. Campbell, and A. Goodacre,
Allen, F and G Faulhaber,
Ang A, Li Gu, and Y V Hochberg,
Baker, M. and J. Wurgler,
Baron, D.P,
Booth, J.R., and L. Chua,
Brau, C. J. and S.E. Fawcett,

Brav, A., C. Geczy, and PA Gompers,
Choe, H., R Masulis, and V. Nanda,
Derrien F and A Kecskes,
Eckbo, B.E, W. Masulis, and O. Norli,
Fama, E.F. and K. French,
Fischer, C.,
Griffith, S.,
Habib, M. and A. Ljungqvist,
Helwege J. and N. Liang,
Hirshleifer, D.,
Ibbotson, R.G.,
Ibbotson, R.G. and J. Jaffe,
Ibbotson, R.G, J. Sindelar, and J. Ritter,
Lerner, J.
Loughran, T and J.R. Ritter,
Loughran, T and J.R. Ritter,
Lowry, M,
Lowry M and G.W. Schwert,
Ljungqvist, A., V. Nanda, and R. Singh,
Pukthuanthong-Le, K and N. Varaiya,
Reber, B. and C. Fong,
Ritter, J. R,
Rock, K,
Schultz, P,
Sembel, H. Roy,
Spatt, C.S. and S Srivastava,
Stoughton, N., K Wong, and J. Zechner,
Tinic, S.M.,