

FENOMENA UNDERPRICING PADA PENAWARAN UMUM PERDANA DI BURSA EFEK JAKARTA PERIODE 1998-2005.

ABSTRACT

It is now widely accepted that initial public offerings (IPOs) of common stocks offer large abnormal return on their first day of trading. As reported in Lougran et.al. (1994), this phenomenon of short-run underpricing has been experienced in every country with a stock market. In this paper, we empirically investigate Indonesian initial public offerings (IPOs) to provide one case of the international evidence on underpricing phenomenon. Using a sample of 84 IPOs listed on Jakarta Stock Exchange during 1998-2005 period and market adjusted return approach, this studies can be proved underpricing at firstly traded in the Stock Exchange. We also find, based on holding period (1 day – 1 month trading) the Jakarta Stock Exchange is not semistrong-form efficiency categorized.

Key words: underpricing, semi strong efficient

PENDAHULUAN

Pengeluaran saham untuk dijual kepada masyarakat dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu pertama, penawaran umum perdana atau *initial public offering (IPO)* dan kedua adalah penawaran umum terbatas atau *rights issue*. *IPO* adalah keadaan di mana perusahaan menyatakan untuk menawarkan saham baru kepada masyarakat guna meningkatkan modal perusahaan atau menjual saham pemilik atau pendiri kepada publik (Brigham dan Gapensky, 1997). Rock (1986) menyatakan bahwa ada 2 (dua) alasan pokok mengapa perusahaan *go public*. Alasan pertama adalah karena pemegang saham pendiri (*founders*) perusahaan ingin melakukan diversifikasi atas portofolio mereka dan, alasan kedua adalah perusahaan tidak mempunyai alternatif sumber pendanaan yang lain untuk membiayai proyek-proyek investasi mereka.

Pada saat ini telah diterima secara luas bahwa penawaran perdana atas saham biasa menghasilkan *abnormal return* yang besar pada saat hari pertama perdagangan di bursa. Sebagaimana dilaporkan oleh Loughran dkk (1994) bahwa fenomena *underpricing* ini menjadi fenomena pada pasar modal di hampir setiap negara.

Fenomena semacam itu, mempunyai implikasi yang cukup luas, baik bagi emiten, investor maupun akademisi. Bagi emiten, *underpricing* berarti kehilangan kesempatan untuk mendapatkan dana secara maksimal. Bagi investor, strategi yang dapat dilakukan adalah membeli saham pada pasar perdana dan menjualnya pada awal perdagangan di bursa untuk mendapatkan *capital gain*. Sementara bagi para akademisi, *underpricing* semacam itu akan melemahkan hipotesis pasar modal efisien, khususnya efisien dalam bentuk setengah kuat.

Sebagaimana diketahui, *underpricing* terjadi ketika harga di pasar perdana lebih rendah dibandingkan harga di pasar sekunder. Harga perdana (relatif rendah) yang ditetapkan oleh emiten dan penjamin emisi dilakukan agar banyak investor tertarik membelinya. Pada kenyataannya, hal tersebut cukup direspon investor (dalam banyak kasus, saham yang dijual di pasar perdana mengalami *oversubscrip*) meskipun sebenarnya investor hanya memiliki informasi yang terbatas tentang perusahaan yang melakukan IPO. Untuk mengkompensasi atas terbatasnya informasi tersebut, investor hanya akan berpartisipasi dalam penawaran saham baru, jika dijual dengan harga yang cukup rendah. Studi tersebut mengkonfirmasi pandangan Baron (1982) yang membahas mengenai ketidakpastian ekuilibrium nilai perusahaan. Dia menyatakan bahwa guna mendapatkan ekuilibriumnya, perusahaan bersedia memberikan insentif kepada

underwriter berupa *underpricing*. Tujuannya adalah agar pihak *underwriter* termotivasi untuk mengoptimalkan distribusi saham. Sedangkan Ibbotson (1975) menyatakan bahwa secara rasional *underpricing* merupakan fenomena yang wajar, karena perusahaan dipandang secara logis ingin menarik minat investor yang potensial melalui strategi penetapan harga perdana yang rendah (*low price*).

Berdasarkan pertimbangan-pertimbangan tersebut dapat dikatakan bahwa keengganan perusahaan dengan harga IPO yang tinggi dapat diartikan sebagai ketidakpercayaan perusahaan apakah kualitasnya sebanding dengan harga penawarannya. Risiko yang kemudian muncul adalah pasar menganggap dengan *underpricing* yang besar perusahaan tidak dimasukkan dalam perusahaan-perusahaan unggulan. Sebaliknya *underpricing* yang kecil dipercaya akan menarik minat investor karena yakin akan kualitas perusahaan. Kesimpulan yang dapat ditarik adalah perusahaan yang melakukan IPO tentunya berharap untuk dapat memperkecil nilai *underpricing*nya, agar dapat menceminkan sebagai perusahaan yang berkualitas.

Selain masalah *information asymmetric*, fenomena *underpricing* pada saat IPO oleh Copeland dan Weston (1992) dianggap melemahkan hipotesis pasar modal efisien, khususnya pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat. Fama (1970) menjelaskan dalam pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat, begitu informasi tersedia bagi publik maka pada saat itu juga akan terjadi penyesuaian harga saham, karena begitu informasi menjadi milik publik, maka investor tidak lagi mampu mendapatkan *abnormal return*. Tetapi Fama (1998) juga mendokumentasikan bahwa pada saat perusahaan masuk bursa cenderung terjadi *underpricing*, dan apabila pasar modal mengindikasikan efisien dalam bentuk

setengah kuat, maka *abnormal return* akan segera menghilang seiring dengan berlalunya waktu, karena semakin terungkapnya informasi atas perusahaan.

Penelitian ini selain bertujuan mengungkap apakah terjadi *underpricing* pada pasar modal di Indonesia periode 1998-2005, juga akan mengungkap apakah pasar modal di Indonesia khususnya Bursa Efek Jakarta (BEJ) mengindikasikan bentuk pasar modal efisien dengan melihat *abnormal return* sampai dengan 5 (lima) hari, 1(satu) minggu dan 1(satu) bulan setelah saham diperdagangkan di bursa.

KERANGKA TEORI DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Sebelum suatu saham diperdagangkan di bursa efek, terlebih dulu dijual di pasar perdana, yang dikenal dengan penawaran umum perdana atau *initial public offering (IPO)*. Besarnya harga saham yang ditawarkan, ditentukan antara emiten dengan penjamin emisi, sedangkan harga di bursa ditentukan oleh mekanisme pasar. Apabila penentuan harga pada saat *IPO* lebih rendah dibandingkan dengan harga pada hari pertama di bursa, maka terjadilah apa yang disebut *underpricing*.

Asymmetric information theory merupakan salah satu teori yang menjelaskan mengapa terjadi perbedaan antara harga pada saat IPO dengan harga saham ketika pertama kali di jual di bursa. Teori ini menjelaskan bahwa terdapat informasi yang tidak sama atau seimbang baik dari segi kuantitas maupun kualitas, antara informasi yang dimiliki oleh manajer dengan pihak investor luar.

Studi Rock (1986) menjelaskan bahwa investor dibedakan menjadi dua, yaitu *informed investor* dan *uninformed investor*, tetapi pada umumnya investor

adalah *uninformed investor*, yang hanya mempunyai informasi terbatas tentang prospek perusahaan baru dibanding *issuer* dan penjamin emisi. Karenanya investor hanya akan berpartisipasi dalam penawaran saham baru, jika dijual dengan harga yang cukup rendah. Hampir sama dengan Rock, Ritter (1987) juga membagi *informed investor* dengan *uninformed investor*. *Informed investor* hanya akan melakukan penawaran pada saham yang berpeluang sukses saja, sedangkan *uninformed investor* akan mengambil saham-saham yang ditinggalkan *informed investor*. Untuk menarik investor jenis ini, Ritter (1987) menyarankan perlunya diskon yang substansial, dengan menawarkan sahamnya pada posisi *underpriced*. Konsep informasi asimetris juga diungkap oleh Kunz dan Aggarwal (1994), yang menjelaskan bahwa informasi asimetrislah yang menyebabkan ketidakpastian harga di masa datang. Di satu sisi investor tidak akan membeli, jika tidak mendapatkan informasi secara lengkap, yang dapat meyakinkannya untuk mendapatkan keuntungan pada pembelian di pasar perdana. Di sisi lain informasi itu sangat mahal, maka kompensasi atas kurangnya informasi tersebut, perusahaan dapat menjual sahamnya dalam kondisi *underpriced*.

Hasil-hasil penelitian yang menguji ada tidaknya *underpricing* pada saat IPO, sebagian besar menghasilkan kesimpulan yang sama, yaitu menunjukkan adanya *underpricing* yang signifikan pada awal perdagangan di bursa. Penelitian-penelitian empirik yang mengungkap tentang fenomena *underpricing* tersebut telah banyak didokumentasikan baik di pasar modal negara Amerika dan negara-negara maju lainnya maupun pada pasar modal kategori *emerging market*, termasuk di Indonesia. Penelitian – penelitian tersebut dirangkum dalam table 1 berikut ini.

Tabel 1. Penelitian Empiris Tentang *Underpricing* Pada Saat IPO.

Studi (tahun)	Periode penelitian	Ukuran sample	Abnormal return
Amerika Serikat:			
Logue (1973)	1969-1973	250	20,8%
Ibottson (1975)	1960- 1969	112	11,4%
Reilly (1977)	1972-1976	486	10,9%
Aggarwal and Rivoli (1990)	1977-1987	1598	10,67%
Carter, Dark and Singh (1998)	1979-1991	2292	8,08%
Non Amerika Serikat:			
Jog and Riding (1987)	1971-1983	100	9-11%
Kunz and Aggarwal (1994)	1983-1989	42	35,8%
Keloharju (1993)	1984-1989	80	8,7%
Levis (1993)	1980-1988	632	14,08%
Emerging Market:			
Dawson (1987)	1978-1983	21	166,67%
Aggarwal, Leal and Hernandes (1993)	1980-1991	142	78,5%
Kim, Krinsky and Lee (1995)	1985-1989	169	57,56%
Paudyal, Saadouni, Briston (1998)	1994-1995	109	62,1%
Mok and Hui (1998)	1992-1993	A: 87,B: 22	289,2%,26%
Indonesia:			
Hanafi dan Husnan (1991)	1990	22	2,98%
Husnan (1991)	1989	24	20,91%
Hanafi (1998)	1989-1994	106	15,15%
Daljono (2000)	1990-1997	150	33,39%
Pujiharjanto (2003)	1992-1998	124	13,32%

Sumber: Pujiharjanto, 2003

Berdasarkan teori informasi asimetris dan penelitian-penelitian mengenai fenomena *underpricing* baik pada pasar modal yang sudah maju maupun pada pasar modal kategori *emerging market* seperti di Indonesia, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian (1) sebagai berikut:

Terjadi *underpricing* pada hari pertama perdagangan di bursa, atas saham -saham yang ditawarkan pada saat penawaran umum perdana (IPO).

Pengujian atas peristiwa IPO dapat dikategorikan sebagai pengujian efisiensi pasar modal dalam bentuk setengah kuat. Fama (1998) mendokumentasikan bahwa pada saat perusahaan masuk bursa cenderung terjadi *underpricing*, dan apabila pasar modal mengindikasikan efisien dalam bentuk setengah kuat, maka *underpricing* cenderung segera menghilang dengan berlalunya waktu, karena semakin terungkapnya informasi atas perusahaan.

Berdasarkan atas dokumentasi Fama (1998) tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian 2 (dua) adalah sebagai berikut:

Pasar modal di Indonesia mengindikasikan bentuk pasar modal efisien khususnya efisien dalam bentuk setengah kuat.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta pada periode 1998 – 2005, yang berjumlah 98 perusahaan. Dari jumlah populasi tersebut yang datanya lengkap sehingga dapat dianalisis lebih lanjut hanya 84 perusahaan, sehingga jumlah inilah yang merupakan sampel dalam penelitian ini.

Operasionalisasi Variabel

Untuk mengetahui apakah terjadi *underpricing* atau tidak atas peristiwa IPO dan apakah pasar modal di Indonesia, khususnya Bursa Efek Jakarta efisien dalam bentuk setengah kuat, operasionalisasi variabel dilakukan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Menghitung *Initial Return*

$$\text{Initial return} = \frac{\text{Harga saham hari 1 di pasar sekunder} - \text{Harga penawaran perdana}}{\text{Harga penawaran perdana}}$$

2. Menghitung *Return Saham Individu*

$$\text{Return Saham} = \frac{\text{Harga saham pd hari } t - \text{Harga saham pd hari } t-1}{\text{Harga saham pd hari } t-1}$$

3. Menghitung *Abnormal Return*

$$\text{Abnormal return} = \text{Actual return} - \text{Expected return}$$

Dalam menghitung *expected return*, ada 3 pendekatan yang bisa digunakan tetapi dalam penelitian ini hanya menggunakan pendekatan *market adjusted model*. *Market adjusted model* menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut (Hartono, 2000).

4. Dengan demikian langkah berikutnya adalah menghitung *return market* dengan formulasi sebagai berikut.

$$\text{Return Market } t = \frac{\text{IHSG pada hari } t - \text{IHSG pada hari } t-1}{\text{IHSG pd hari } t-1}$$

5. Sehingga *abnormal return*, kemudian dapat dihitung melalui formulasi sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Abnormal return} &= \text{Actual return} - \text{Expected return} \\ &= \text{Return Saham } i,t - \text{Return Market } t \end{aligned}$$

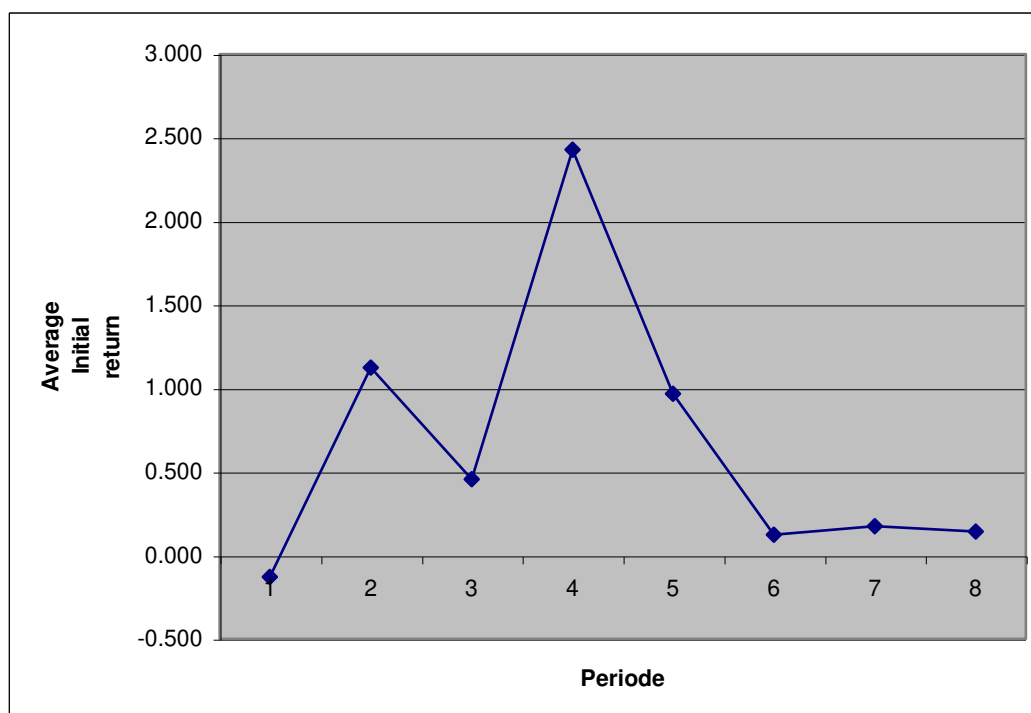
Teknik Analisis

Untuk mengetahui apakah terjadi *underpricing* atau tidak atas peristiwa IPO (**hipotesis 1**) dapat dilihat dari *initial return* sebagai indikasi awal, tetapi untuk memastikan *underpricing* itu benar-benar terjadi sebagaimana (Hartono, 2000) harus melihat gerakan pasar dengan membandingkan *initial return* dengan *return market*, yang disebut sebagai *abnormal return* pada hari pertama diperdagangkan di bursa.

Sedangkan apakah pasar modal di Indonesia, khususnya Bursa Efek Jakarta mengindikasikan pasar modal yang efisien khususnya dalam bentuk setengah kuat (**hipotesis 2**), akan diuji dengan *one sample t test* atas *abnormal return* hari-hari setelah hari perdagangan pertama di bursa.

HASIL PENELITIAN

Hasil pengujian terhadap hipotesis 1 terhadap perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada periode 1998 – 2005 dengan melihat nilai *initial return* dapat dilihat pada gambar 1 berikut ini.



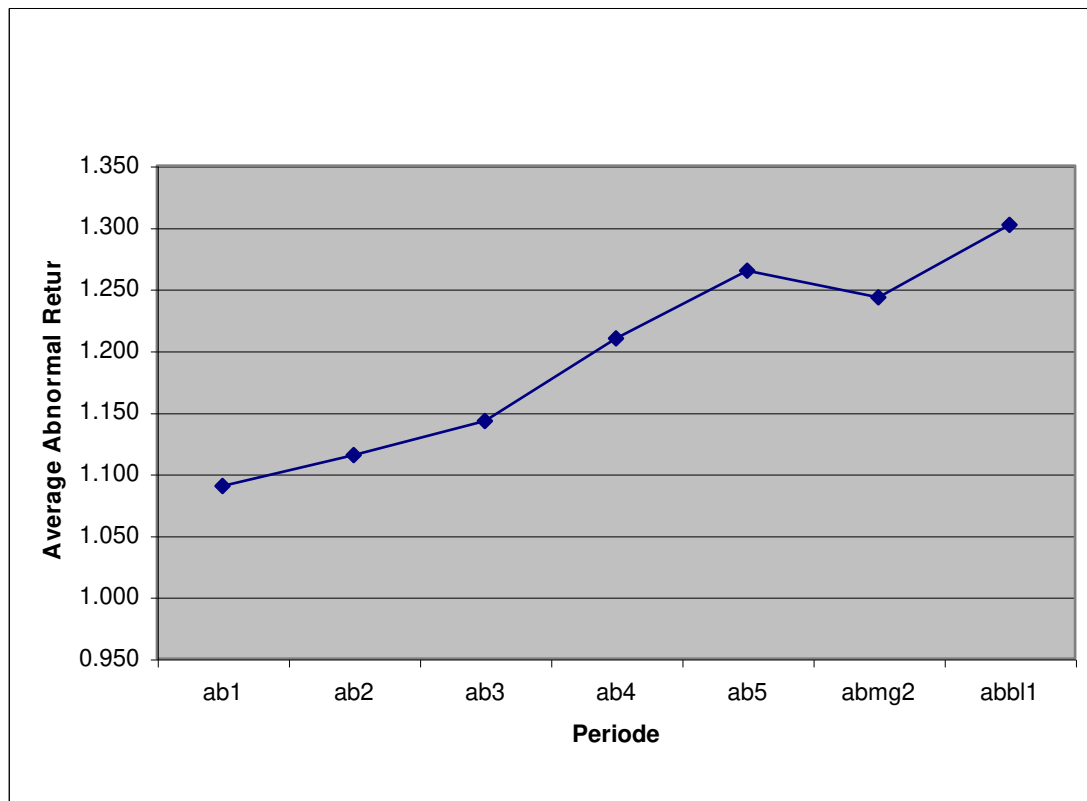
Gambar 1. Average initial return perusahaan yang melakukan IPO th 1998-2005

Berdasarkan gambar 1, dapat dijelaskan bahwa rata-rata perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1998 – 2005 mengalami *underpricing*, ditunjukkan dengan average *initial return* yang positif. Jika dilihat nilai *abnormal return* di hari pertama perdagangan sebesar 1,085 juga mengindikasikan terjadinya *underpricing* pada perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada periode tahun 1998-2005. Meskipun demikian, perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1998 (dalam penelitian ini hanya ada 1 perusahaan yang datanya tersedia lengkap dari 3 perusahaan yang melakukan IPO) mengalami *overpricing*, dapat dilihat dari nilai *initial return* yang negatif. Keadaan ini dimungkinkan karena

pengaruh krisis yang masih sangat kental. *Underpricing* yang terjadi pada saat perusahaan melakukan IPO merupakan fenomena umum yang hampir terjadi pada semua pasar modal (Lougran, et al, 1994). Hal demikian juga didukung studi-studi empiris yang ada.

Besarnya *initial return* dari waktu ke waktu juga berubah, pada tahun 1998 *avareage initial return* -13% kemudian naik turun hingga mengalami puncak pada tahun 2001 dengan nilai *avareage initial return* 240% dan setelahnya menurun tetapi nilainya masih positif. Besarnya nilai *avareage initial return* pada tahun 2001 dimungkinkan karena pada tahun tersebut banyak perusahaan yang melakukan IPO (28 perusahaan) disamping kondisi perekonomian yang mulai membaik.

Apabila dikaitkan dengan strategi investor, maka terjadinya *underpricing* dapat dijadikan sebagai suatu strategi bagi investor untuk membeli saham di pasar perdana dan menjualnya pada hari pertama hingga bulan pertama perdagangan di bursa. Pada gambar 2, dengan *holding period* (0-1, 2, 3, 4, 5; 0-1 minggu dan 0-1 bulan) ditunjukkan bahwa nilai *average abnormal return* perusahaan pada hari pertama hingga hari ke-lima bahkan sampai 1 bulan setelah diperdagangkan di bursa menunjukkan *abnormal return* positif dan menunjukkan kecenderungan mengalami peningkatan secara konsisten, kecuali di minggu ke-2. Keadaan ini mengindikasikan bahwa di pasar modal Indonesia khususnya BEJ terjadi *underpricing* pada hari pertama sampai dengan 1 bulan setelah perdagangan di bursa. Dengan demikian, jika seorang investor membeli saham pada pasar perdana dan menjualnya setelah satu bulan diperdagangkan di bursa, investor masih mendapatkan *abnormal return* yang tinggi yaitu rata-rata sebesar 130 persen.

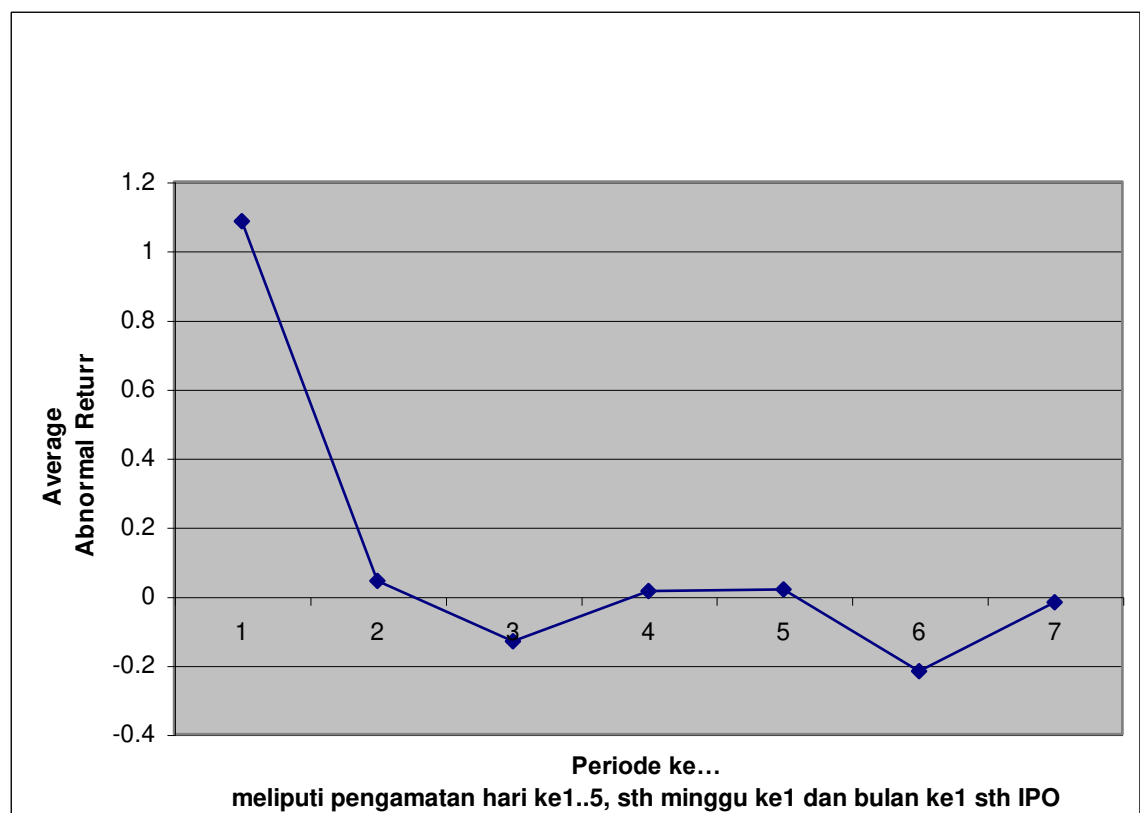


Gambar 2. Average Abnormal Return (holding period 0-1 bln) Perusahaan Melakukan IPO 1998-2005

Penelitian ini dimaksudkan juga untuk menguji hipotesis pasar modal efisien khususnya efisien dalam bentuk setengah kuat. Sebagaimana disebutkan dimuka bahwa terjadinya *underpricing* akan melemahkan hipotesis pasar modal efisien, karena terjadinya *underpricing* menunjukkan adanya informasi asimetris antara pihak perusahaan dengan investor luar. Atau dengan kata lain, dengan adanya *underpricing*, maka dapat dikatakan bahwa pasar modal mengindikasikan belum efisien dalam bentuk setengah kuat.

Fenomena *underpricing* terjadi hampir di sebagian besar pasar modal di dunia baik yang sudah maju maupun *emerging market*. Sesuai definisi pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat yang menyebutkan bahwa semakin cepat dan akurat informasi diserap publik, maka investor tidak lagi mampu

mendapatkan *abnormal return*. Fama (1998) kemudian juga menjelaskan bahwa terjadinya *underpricing* di awal perdagangan, karena informasi asimetris antara emiten dan investor luar akan cenderung menghilang seiring dengan berlalunya waktu. Apakah pasar modal di Indonesia dapat digolongkan pasar modal efisien khususnya efisien dalam bentuk setengah kuat dapat dijelaskan melalui gambar 3 berikut ini.



Gambar 3. Average Abnormal Return Perusahaan IPO th 1998 - 2005

Pada gambar 3, dapat dijelaskan bahwa nilai *average abnormal return* perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1998 – 2005, *positif* di atas 100 persen pada hari pertama perdagangan di bursa dan diikuti oleh *average abnormal return* positif yang menurun bahkan negatif pada hari ke-3 dan 1 minggu setelah perdagangan. Secara keseluruhan setelah hari pertama perdagangan arah *average abnormal return* mendekati nilai nol (tidak ada *abnormal return*). Guna melihat

lebih jauh apakah hipotesis pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat dapat dibuktikan, maka berikut ini ditunjukkan hasil pengujian menggunakan *one sample t test* sebagai berikut:

Tabel 2. *AAR dan CAAR* Perusahaan yang Melakukan IPO tahun 1998 – 2005

Periode ke	Average AR	Signifikansi	Kumulatif AR
1	1.08523	0.000*	1.08523
2	4.40E-02	0.045**	1.13E+00
3	-0.13145	0.321	9.98E-01
4	1.51E-02	0.147	1.01E+00
5	1.97E-02	0.155	1.03E+00
6	-0.21801	0.339	8.15E-01
7	-1.74E-02	0.492	7.97E-01

Sumber: data sekunder diolah

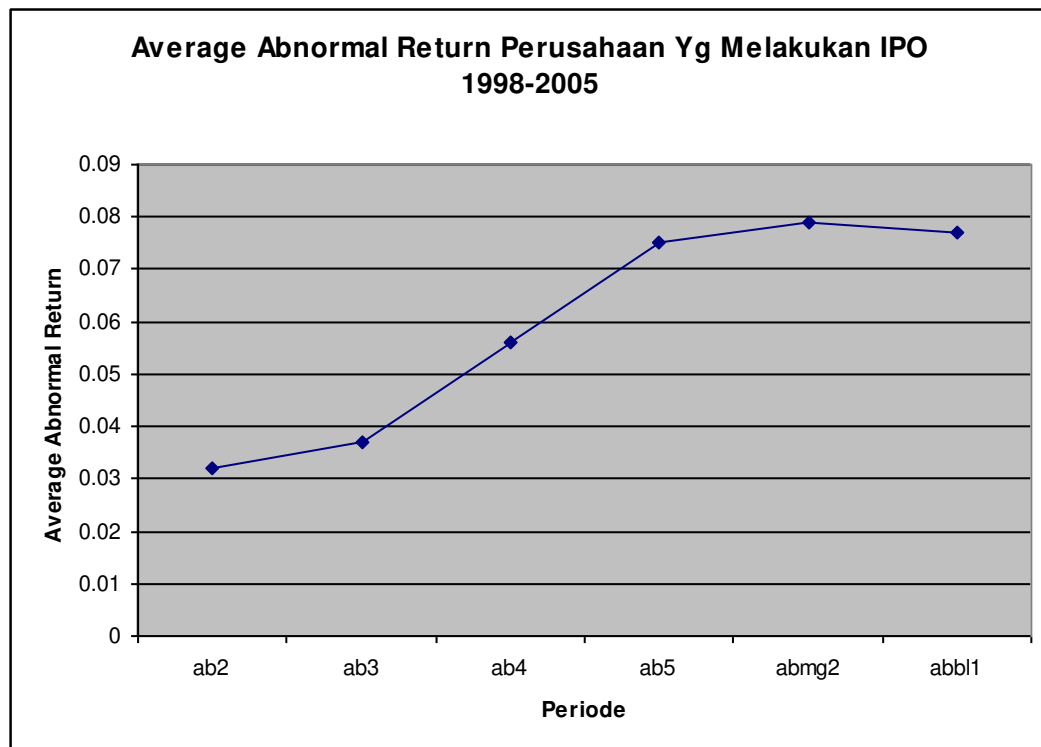
* signifikan 1%

** signifikan 5%

Berdasarkan table 2, dapat dijelaskan bahwa pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder diperoleh *average abnormal return* positif dan signifikan ($\alpha = 1\%$) demikian juga pada hari kedua ($\alpha = 5\%$), diikuti penurunan *average abnormal return* yang tidak signifikan pada hari-hari berikutnya. Kondisi ini mengindikasikan bahwa pada pasar modal di Indonesia pada periode 1998 – 2005 belum efisien, informasi atas perusahaan belum secara menyeluruh menjadi milik publik sampai pada hari kedua setelah diperdagangkan di bursa. Tidak adanya *abnormal return* yang signifikan ditemukan pada hari ke-3 setelah saham ditawarkan di bursa yang mengindikasikan lambatnya informasi tersebut dapat diserap oleh investor. Atau dengan kata lain, keseimbangan informasi antara perusahaan dengan investor luar baru terjadi pada hari ketiga saham di

perdagangan di bursa. Keadaan ini semakin melemahkan hipotesis pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat.

Pemahaman lebih lanjut atas hipotesis (2) dapat ditunjukkan pada gambar 4 berikut.



Gambar 4. *Average abnormal return (holding period 1 hari – 1 bulan) Perusahaan Yang Melakukan IPO 1998-2005.*

Pada gambar 4 tersebut ditunjukkan bahwa dengan *holding period* hari 1 sampai dengan 1 bulan setelah saham diperdagangkan di bursa, *abnormal return* menunjukkan kecenderungan positif dan meningkat, yaitu berturut-turut 0,032; 0,037; 0,056; 0,075 pada hari kedua sampai dengan hari kelima ; 0,079 satu minggu dan 0,077 satu bulan setelah diperdagangkan di bursa. Keadaan ini memberi gambaran, bahwa meskipun *abnormal return* dengan *holding period* tersebut relatif kecil, saham-saham yang baru satu bulan di perdagangan di bursa masih tetap mampu menghasilkan *abnormal return* positif, meskipun investor

membelinya setelah 1 hari diperdagangkan di bursa dan kemudian menjualnya pada hari ke-2 sampai hari ke-5, 1 minggu atau 1 bulan setelah diperdagangkan. Keadaan ini juga semakin menjelaskan bahwa kondisi pasar modal di Indonesia, belum dapat disebut sebagai pasar modal kategori efisien dalam bentuk setengah kuat, sebagaimana pasar modal- pasar modal yang sudah maju, yakni begitu informasi menjadi milik publik, maka investor tidak akan mampu lagi untuk mendapatkan *abnormal return*.

SIMPULAN

Secara umum penelitian ini bertujuan untuk (1) mengetahui ada tidaknya *underpricing* pada penawaran umum perdana di BEJ pada periode 1998 - 2005 dan (2) mencari kejelasan apakah fenomena *underpricing* pada pasar modal di Indonesia dapat dikategorikan sebagai pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat.

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa: pertama, perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1998 –2005 di Bursa Efek Jakarta mengalami *underpricing*, hal tsb dapat dilihat dari nilai *initial return* maupun *average abnormal return* yang positif. Kedua, bahwa pasar modal di Indonesia belum dapat dikategorikan sebagai pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat, hal ini dapat dilihat atas lambatnya informasi diserap oleh investor. Informasi yang ada baru direaksi investor setelah hari ke-2 saham diperdagangkan di bursa.

SARAN

Berdasarkan hasil penelitian ini, berikut ini disampaikan beberapa saran yaitu:

1. Bagi investor, sebaiknya membeli saham di pasar perdana dan menjualnya pada awal perdagangan hingga 1 (satu) bulan diperdagangkan di bursa atau membeli saham di hari pertama dan menjualnya pada bulan pertama diperdagangkan di bursa.
2. Mengingat pada tahun 1997 terjadi krisis, disisi lain penelitian ini menggunakan periode 1998 - 2005 (setelah krisis) hal ini dimungkinkan bias pada temuan-temuannya untuk itu penelitian lanjutan diperlukan dengan priode penelitian pada kurun waktu yang relatif stabil.
3. *Underpricing* hingga saat ini masih menjadi fenomena yang sangat menarik, oleh karena itu penelitian selanjutnya perlu mengungkap apakah *underpricing* juga terjadi dalam jangka panjang (penelitian ini hanya melihat terjadinya *underpricing* dalam jangka pendek) dan faktor-faktor apa yang mempengaruhi *underpricing*.

DAFTAR PUSTAKA

Baron, David P. (1982) "A Model of Demand for Investment Banking Advising and Distribution for New Issues", *Journal of Finance* 37, p.955-976.

Brigham, Eugene F. and Louis C. Gapensky, 1997. *Financial Management Theory and Practice*, 8th Edition, The Dreyden Press Harcourt Brace and College Publisher, Fortworth USA.

Copeland, Thomas E. and James F. Weston, 1992. *Financial Theory and Corporate Policy*, 3rd Edition, Addison-Wesley Publishing Company, New York.

Fama, Eugene F, 1998. Market Efficiency, Long Term Return and Behavior Finance, *Journal of Financial Economic* 49, p.283-306.

Hartono, Jogiyanto, 2000, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPF, Yogyakarta.

Ibbotson, Roger G., 1975. Price Performance of Common Stock Issues, *Journal Financial Economic* 2, p.235-272.

Kunz, R. M, and Aggarwal, R., 1994, Why initial public offering are underpriced: Evidence from Switzerland, *Journal of Banking and Finance*

Loughran, T., Ritter, J. R. and Rydqvist, K., 1994, Initial public offering: International Insight, *Pacific Basin Finance Journal* 2, p.165-201.

Pujiharjanto, C.Ambar, 2003. *Underpricing Pada Penawaran Umum Perdana di BEJ: Studi Empiris Emiten Yang Listing Periode 1992-1998*, Disertasi, Program Pascasarjana UNPAD, Tidak Dipublikasikan.

Ritter, Jay.1987. The Hot Issues Market, *Journal of Business* 57, p.215-240.

Rock, Kevin, 1986. Why new issues underpriced, *Journal of Financial Economics* 15, p.187-212.