



ANOMALI INITIAL PUBLIC OFFERING

Herman Ruslim

Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara

Abstract: *The interesting anomaly of Stock market in the field of investment and financing is the jump of the stock price from the initial stock prices offered to the public (Initial Public Offering or IPO) to the selling price of the first day in the stock market. This jump gives high returns to investors who buy shares in the Initial Public Offering. The research on the behavior of the IPO resulted in three anomalies, namely under-pricing, hot issue markets, and long-run underperformance. The debate over the anomalies has been focused on the sources of the anomalies themselves. Is the cause of this is an inefficient capital market due to irrational behavior of the investors?*

Keywords: IPO, Bursa Saham, Underpricing, Overpricing

PENDAHULUAN

Anomali bursa saham yang menarik dibidang investasi dan pembiayaan adalah lonjakan harga saham harga penawaran perdana kepada publik (*Initial Public Offering* atau IPO) ke harga jual hari pertama di bursa saham. Lonjakan ini memberi keuntungan yang tinggi bagi investor yang membeli saham pada penawaran perdana. Investor saham IPO di Amerika dalam periode 1989-2001 rata-rata memperoleh return 25.1% dalam tempo kurang dari satu bulan.

Lonjakan harga saham IPO ini ternyata juga terjadi di negara negara lain. Dari negara-negara yang bursa sahamnya relatif mapan seperti Inggris (rata-rata return 14.3%) dan Kanada (9.3%), samapi kenegara-negara yang bursa sahamnya relatif masih muda seperti korea (37%) Singapura (27%), dan Meksiko (33%). Untuk Indonesia para pemerhati pasar modal masih ingat bagaimana investor amatir dan profesional berebut membeli saham-saham IPO. Pada hari pertama saham BTN diperdagangkan di BEI, terjadi lonjakan harga sebesar 30.5%. Pendeknya lonjakan harga saham di hari pertama tak hanya terjadi di Amerika.

Yang jadi pertanyaan, mengapa lonjakan harga saham itu terjadi? adanya lonjakan harga awal ini menandakan harga penawaran terlalu murah. Menjual saham dengan harga murah tentu merugikan (pemilik) perusahaan. Mengapa perusahaan tak menjual sahamnya lebih tinggi dari harga penawaran, sehingga lonjakan harga saham di hari pertama tak hanya terjadi di Amerika.

Professor Kevin Rock menawarkan solusi menarik. Dalam sebuah artikel di *Financial Economics* (1986), Rock membagi investor ke dalam dua kategori: investor yang punya akses terhadap informasi (*informed investor* atau investor piawai) dan investor yang tak punya akses terhadap informasi (*uninformed investors* atau investor lugu).

Bila investor lugu mendapat jatah saham (menang), kemungkinan besar itu terjadi karena investor tidak piawai tidak ikut memesan. Yaitu pada saat IPO berasal

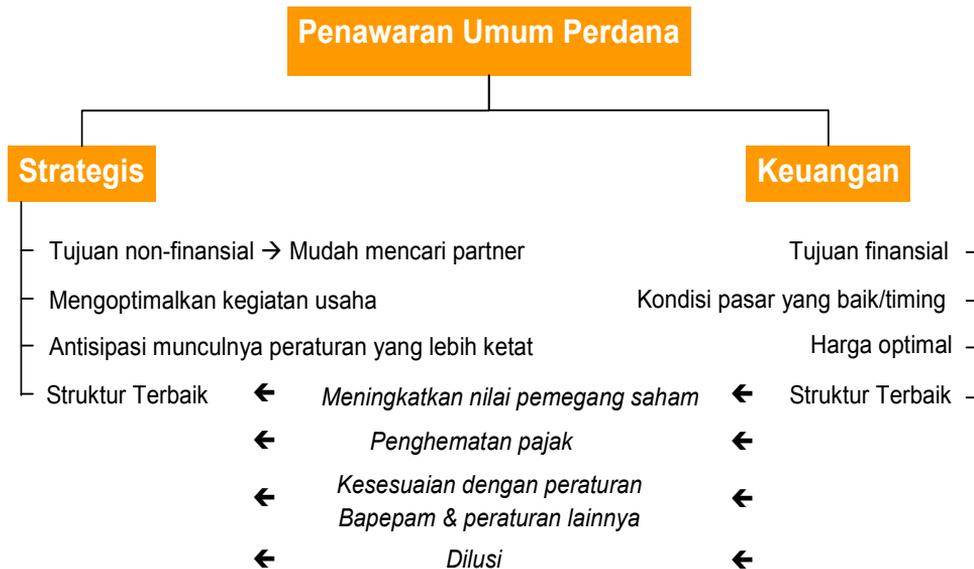


dari perusahaan bermutu rendah (nilai sahamnya lebih rendah dari harga penawarannya). Jadi *Winner's Curse*: bila mereka menang (*winner*), maka kemungkinan besar harga penawaran terlalu mahal, dan mereka akan rugi (*curse*).

Menyadari eksistensi *Winner's Curse* ini, investor lugu tak akan mau memesan bila harga penawaran sama dengan nilai rata-rata, sehingga saham IPO seharga yang ditawarkan tidak akan laku. Investor lugu baru bisa berpenghasilan positif bila harga penawaran IPO dibuat lebih rendah dari harga yang sebenarnya.

Rock berargumen, *Winner's Curse* seperti itulah yang membuat harga penawaran perdana ditetapkan lebih rendah dari nilai saham sebenarnya, sehingga pada saat saham IPO diperdagangkan di bursa terjadi lonjakan dari harga diskon ke harga sebenarnya, sehingga pada saat IPO diperdagangkan di bursa terjadi lonjakan dari harga diskon ke harga sebenarnya. Perusahaan berani memberi potongan harga, karena manfaat jangka panjang dari IPO lebih besar dari kerugian jangka pendek akibat pemberian potongan harga itu.

Adapun tujuan Strategis dan Keuangan dari pada IPO, dapat dilihat pada gambar sebagai berikut:





INITIAL PUBLIC OFFERING FRAMEWORK

Keputusan untuk masuk pasar modal cukup kompleks, sehingga tidak bisa satu model dapat menjelaskan semua aspek yang relevan dengan manfaat dan biaya atas keputusan ini. Pagano, Panetta, dan Zingales (1998) membuat ringkasan tentang prediksi empiris dari model-model utama yang berkaitan dengan keputusan perusahaan masuk pasar modal. Perinciannya adalah sebagai berikut:

MODEL		PREDIKSI EMPIRIS	
		PENGARUH PROBABILITAS IPO	KONSEKUENSI SETELAH IPO
	Panel A	Biaya Masuk Pasar Modal	Hubungan negatif antara kinerja operasi dan kepemilikan
Adverse selection dan moral hazard	Leland dan Pyle (1977), Chemmanur dan Fulghieri (1995)	Semakin kecil dan lebih muda perusahaan-perusahaan akan semakin kecil kemungkinan masuk pasar modal	
Biaya-biaya tetap	Ritter (1987)	Perusahaan kecil lebih kecil kemungkinan masuk pasar modal	
Kehilangan kerahasiaan	Campbell (1979), Yosha (1995)	Perusahaan berbasis teknologi tinggi lebih kecil kemungkinan masuk pasar modal	
	Panel B	: Manfaat masuk pasar modal	
Mengatasi hambatan-hambatan berhutang		IPO lebih besar kemungkinan untuk perusahaan yang mempunyai hutang atau investasi yang besar	Deleveraging/ investasi tinggi
Diversifikasi	Pagano (1993)	Perusahaan dengan risiko tinggi lebih besar kemungkinannya masuk pasar modal	Pemegang saham mengurangi stake
Likuiditas	Model market micro-structures	Perusahaan yang lebih kecil kemungkinan masuk pasar modal	Dilusi kepemilikan Saham
Monitoring Pasar Saham	Holmstrom dan Tirole (1993)	Perusahaan dengan mempunyai investasi tinggi lebih besar kemungkinan masuk pasar modal	Penggunaan yang besar dari kontrak-kontrak insentif berbasis saham
Memperluas Investor Potential	Merton (1987)		Difusi kepemilikan saham
Meningkat posisi tawar dengan bank	Rajan (1992)	IPO lebih besar kemungkinan untuk perusahaan yang mempunyai beban tingkat bunga pinjaman yang lebih tinggi.	Mengurangi tingkat bunga pinjaman.
Cara optimal untuk mengalihkan pengendalian	Zingales (1995)		Lebih tingginya turnover of control
Eksplorasi Kesalahan penentuan harga	Ritter (1991)	Nilai pasar terhadap buku yang tinggi pada industri yang relevan	Underperformance dari IPO; tidak ada penambahan dalam investasi

Sumber: Pagano, Panetta, dan Zingales (1998)



Loughran dan Ritter (1995) menjelaskan bahwa perusahaan-perusahaan yang melepas saham, baik melalui penawaran publik perdana (IPO) maupun penawaran saham musiman (SEO), dalam jangka panjang, secara signifikan *underperformed* relatif terhadap perusahaan-perusahaan *non go public* 5 tahun setelah tanggal penawaran.

Secara ekonomi, besaran *underperformed* dinilai berdasarkan *realized return*, dimana investor memerlukan dana yang lebih besar untuk ditanamkan pada perusahaan *go public* dengan ukuran sama, untuk mendapatkan kekayaan yang sama dalam jangka waktu 5 tahun setelah tanggal penawaran.

Hasil penelitian tentang perilaku IPO menghasilkan tiga anomali (*anomalies*), yaitu *underpricing*, *hot issue market*, dan *long-run underperformance*. Perdebatan mengenai anomali berkisar kepada sumber anomali itu sendiri. Perdebatan mengenai anomali berkisar kepada sumber anomali itu sendiri. Apakah penyebabnya adalah pasar modal yang tidak efisien akibat investor berperilaku tidak rasional? Berkaitan dengan *long-run underperformance*, Ritter (1991) menyimpulkan ada empat hal penyebabnya. Pertama, pandangan dari investor bahwa pola harga memberikan gambaran mengenai kesempatan untuk melakukan strategi perdagangan yang aktif untuk mendapatkan *superior returns*. Kedua, *nonzero aftermarket performance* menimbulkan pertanyaan tentang efisiensi informasi di pasar IPO. Ketiga, periode tingginya volume perdagangan yang berkaitan dengan *long run underperformance* yang rendah, mengindikasikan keberhasilan waktu pelepasan (*timing*) perusahaan-perusahaan yang melepas ekuitasnya dalam memanfaatkan *windows of opportunity*. Keempat, derajat dari rendahnya tingkat pengembalian setelah IPO (*the degree of the low returns aftermarket*) lebih rendah bagi perusahaan *go public*.

Rajan dan Servaes (1997), menjelaskan anomali yang terjadi pada IPO ini, dengan mempertanyakan apakah ada hubungannya antara anomali yang terjadi dengan perilaku para analis keuangan, yang selanjutnya merefleksikan atau mempengaruhi ekspektasi investor terhadap kinerja keuangan perusahaan *go public* setelah IPO? Dampaknya akan hal ini terhadap investor adalah investor secara sistematis membuat kesalahan karena optimisme yang berlebihan terhadap perkiraan kinerja perusahaan tentang pertumbuhan *earnings*. Penelitian yang dilakukan Rajan dan Servaes (1997), bertitik tolak dengan menghubungkan antara *underpricing* dengan dua anomali yang lain, yaitu *hot market issues* dan *underperformed*. Kedua, analis optimis berlebihan terhadap *earnings* dan kinerja pertumbuhan setelah IPO. Ketiga, kesalahan perkiraan pertumbuhan dan besarnya kesalahan perkiraan *earnings* berkorelasi positif terhadap jumlah perusahaan yang melakukan IPO. Keempat, perusahaan akan mengalami *poorly longrun underperformed* jika analis lebih optimis tentang proyeksi jangka panjang pertumbuhan perusahaan. Dari penjelasan di atas terlihat ada kaitannya antara perkiraan penilaian kinerja perusahaan, dalam hal ini *earnings*, dengan tingkat pengembalian dan harga saham.

Fenomena ketiga anomali IPO dijelaskan melalui *initial return* (IR) dengan rumusan sebagai berikut: (Sembel, 1996; Ritter, 1991):

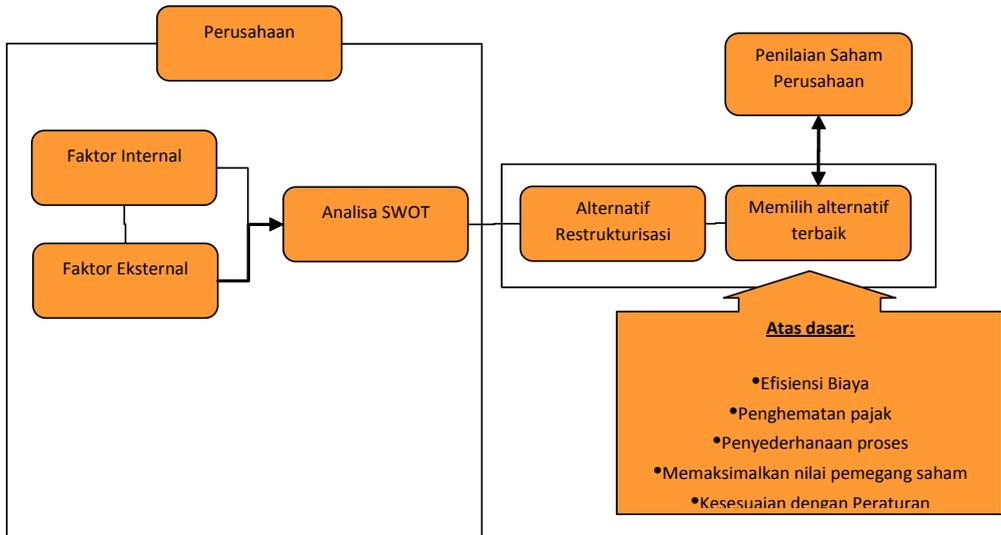
$$IR = (AP - OP) / OP \times 100\%$$



Dimana:

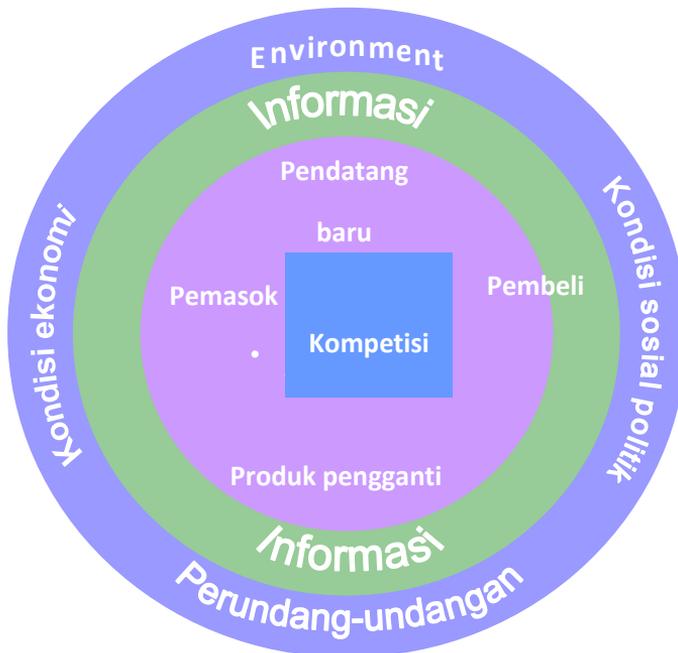
AP = Harga setelah masuk pasar pada akhir bulan/ minggu/ hari penawaran (*after-market price*).

OP= Harga penawaran (*offering price*)



Sumber: Prof Dr. Roy Sember., MBA

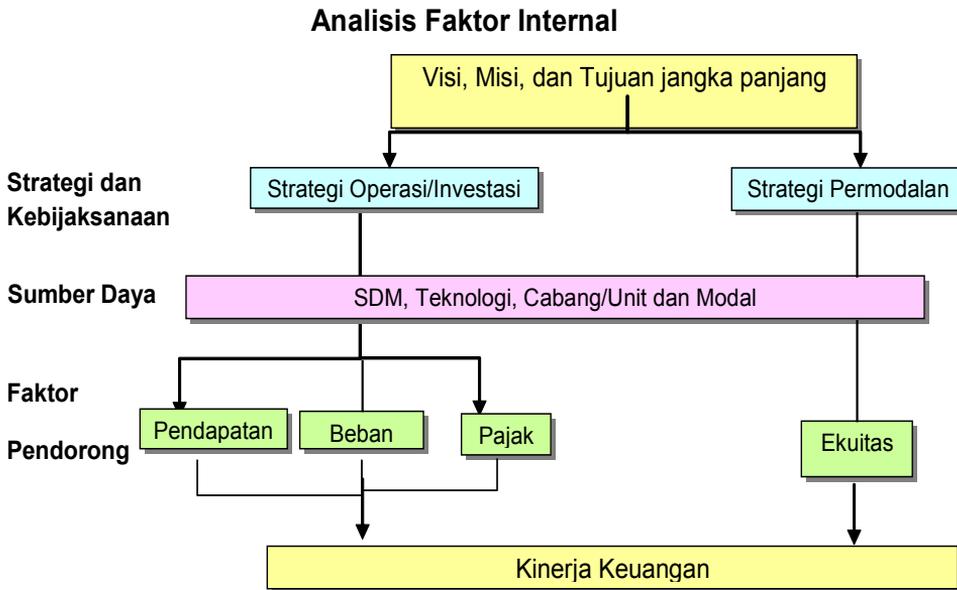
Kerangka Kerja Analisis Faktor Eksternal



Sumber: Five Forces Michael Porter

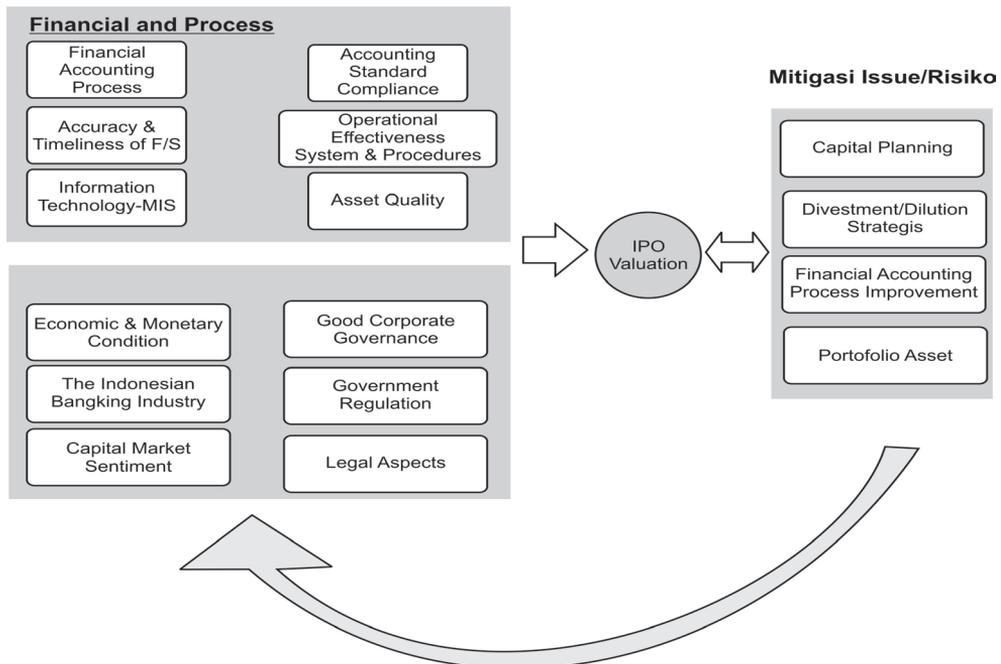


Kerangka Kerja Analisis Faktor Internal



Analisis Issue/ Risiko Vs IPO Valuation

Faktor yang mempengaruhi



Tahapan IPO



Underpricing, Best Effort Vs Firm Commitment

Rock(1986), Beatty and Ritter (1986) informed investor yang mengetahui informasi hanya akan melakukan *bid* apabila harga penawaran saham lebih rendah dari pada *informative value*. *Uninformed investor* tidak mengetahui apakah harga lebih tinggi atau lebih rendah dari pada harga sebenarnya, oleh sebab itu apabila uninformed investor selalu melakukan bid terhadap setiap IPO, mereka akan menghadapi situasi yang tidak menguntungkan ketika harga *overpricing*, kemungkinan *uninformed investor* mendapatkan alokasi saham yang lebih banyak pada saat *overpricing*, karena sedikit *informed investor* yang ikut *bid*. Ketika *underpricing* kemungkinan mendapatkan alokasi saham yang lebih sedikit, karena banyaknya investor yang ikut melakukan *bid* relative besar (adanya partisipasi *informed investor*). Phenomena ini disebut *winner's curse*. Ketika *uninformed investor* mendapatkan alokasi saham yang lebih banyak (menjadi *winner*), padahal saham yang dibeli *overpricing*. Sehingga ROI lebih rendah daripada *unconditional return*.

Hasil pengujian empirical yang dilakukan oleh Ritter (1984) menggunakan data tahun 1972 – 1982 IPO data, Ritter menemukan bahwa *best efforts* IPOs secara rata-rata lebih besar melakukan “*underpricing*” dibandingkan *firm commitment* (secara rata-rata IR: 47.78% pada *best efforts* sedangkan 14.80% untuk *firm commitment* IPOs).

Secara sekilas kelihatannya *underwriter/investment banker* yang melakukan *firm komitment* akan melakukan *underpricing* yang lebih besar karena harus mengabsorbed seluruh saham yang tidak laku terjual di market (karena *overpricing*) penjelasan ini menyarankan untuk mengkompensasikan risiko yang ditanggung apabila terjadi *overpricing* sehingga perlu memperhitungkan risiko dalam menetapkan harga dengan demikian *underwriter* seharusnya menetapkan *underpricing* IPO jauh lebih besar dibandingkan *best efforts*.



Menurut penelitian yang dilakukan oleh Grinblatt dan Hwang (1989), Allen and Faulhaber (1989), Welch (1989), perusahaan yang berkualitas tinggi biasanya akan melakukan “*underpricing*” pada saat penerbitan saham perdananya karena kerugiannya dapat ditutupi penerbitan berikutnya (*seasoned issue*) setelah kualitas sebenarnya diketahui. Sehingga *total proceed* yang diperoleh ditambah *seasoned market* jauh lebih besar dari pada hasil yang diperolehnya apabila perusahaan tidak melakukan *underpricing*. Sedangkan perusahaan yang *low quality* tidak mengikuti strategi yang dilakukan oleh *high quality firm*. Tetapi menurut penelitian Garfinkel (1993) menemukan bukti yang tidak mendukung signaling teori, dimana tidak signifikan *reissue after controlling variable* lain.

DAFTAR RUJUKAN

Sembel R., ***Berpikir Ekonomis di Masa Krisis***, Jakarta: Elex Meida Komputindo. 2001

_____, ***IPO Anomalies, Truncated Excess Supply, and Heterogeneous Information, Unpublished Dissertation***, The Joseph M. Katz Graduate School of Business, University of Pittsburgh. 1996

Danny F., ***Pengaruh Aktivitas Pendanaan Terhadap Persistensi Pola Struktur Modal Emiten Non-Keuangan Pasca Penawaran Publik Perdana*** (Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta). 2004

Jay RR., “The Long Run Performance of Initial Public Offering”, ***Journal of Finance***, Vol.XLVI, No.1,3-26. 1991

Kevin R., “Why New Issues Are Underpriced”, ***Journal of Financial Economics***, No. 15, 187-212; 1986

Ivo W., “Equity Offering The IPO Theory and Evidence”, ***Journal of Corporate Finance***, No. 2, 227-259. 1996

Raghuram RG., “What Do We Know About Capital Structures? Some Evidence From International Data”, ***Journal of Finance***, Vol. LVII, No. 2, 507-529; 1995

Marco P, Panetta F, and Zingales L., “Why do Companies Go Public? an Empirical Analysis”, ***Journal of Finance***, Vol. LIII, No.1, 27-64; 1998