

BAB II

TINJAUAN TEORI

Sebuah teka-teki yang muncul di dalam pasar modal adalah sistematika harga yang terlalu rendah (*underpricing*) dari IPO of equity. Jumlah *underpricing* diukur dengan *return* pada perdagangan hari pertama, mencapai kisar 15% s.d. 48% (Smith, 1986). Fenomena ini secara luas didokumentasikan dalam literatur (Ibbotson, 1975; Logue, 1973; Miller and Reilly, 1987; and Ritter, 1984) dan ini tidak terbatas untuk IPO perusahaan industri. Banyak penawaran saham perdana perusahaan perbankan memberikan *capital gain* yang sangat besar pada perdagangan pertama di pasar sekunder.

Fenomena *underpricing* sebelumnya didominasi dengan penjelasan tentang ketidakpastian setelah penerbitan saham (Beatty dan River, 1986; dan Rock 1986), ketidakpastian akan permintaan pada saat IPO (Baron, 1982), potensi munculnya tuntutan hukum terhadap perusahaan dan *underwriter* (Tinic, 1988), merupakan pertanda dari agen yang rasional (Allen dan Faulhaber, 1989; Grinbatt dan Hwang, 1989; dan Welch, 1989) dan oleh peraturan yang ada (Affleck-Graves dan Miller, 1989). Menurut Tinic, *underwriters* dan perusahaan cenderung untuk menetapkan harga yang lebih rendah bagi IPO untuk menghindari tuntutan hukum di masa yang akan datang atas penetapan nilai perusahaan yang tidak sesuai dengan kenyataan.

Penelitian tersebut berkembang, dengan mengamati perilaku harga saham IPO dengan sampel perusahaan yang bergerak dibidang keuangan dan membandingkannya

dengan sampel kontrol perusahaan yang tidak bergerak dibidang keuangan, yaitu perusahaan industri. Alasan perusahaan yang bergerak dibidang keuangan menggunakan IPO dalam penelitian ini, karena perusahaan yang bergerak dibidang keuangan diawasi oleh badan pengawas pasar modal, masalah asimetri informasi dan ketidakpastian mengenai nilai perusahaan setelah penerbitan saham dapat ditekan dibandingkan dengan industri yang tidak diatur dengan peraturan pada waktu IPO. Alasan ini serupa dengan yang digunakan oleh Muscarella dan Vetsuypens (1986) dalam penelitian tentang *reverse* LBO dan juga oleh Schipper dan Smith (1986) dan studi mengenai perusahaan yang sangat membutuhkan tambahan ekuitas, mereka menetapkan hipotesis:

- 1) Tingkat ketidakpastian setelah penerbitan saham untuk perusahaan yang bergerak dibidang keuangan lebih rendah daripada perusahaan yang tidak bergerak dibidang keuangan menurut undang-undang yang mensyaratkan keterbukaan perusahaan.
- 2) IPO perusahaan yang bergerak dibidang keuangan lebih kurang *underpriced* daripada IPO perusahaan yang tidak bergerak dibidang keuangan.

Underpricing yang disengaja sangat penting, terutama karena kemungkinan untuk memberikan nilai yang salah atas nilai perusahaan meningkat. Sebuah kasus yang perlu mendapat perhatian adalah saat terjadi krisis terhadap perusahaan-perusahaan *Saving and Loans* (S&L) selama tahun 80-an. Seiring dengan tingkat bunga yang terus meningkat dari tahun 1981, nilai dari beberapa perusahaan *Saving and loans* telah menjadi jauh melebihi nilai yang sesungguhnya karena ketidakcocokan antara asset dan kewajiban yang dimiliki dan praktik yang dilakukan GAAP dimana asset tidak dinilai sesuai dengan nilai pasar. Dengan diketahuinya asimetri informasi antara *underwriter* dan calon investor yang prospektif, nilai yang sesungguhnya dari perusahaan *Saving and loans* tidak seluruhnya tercermin pada harga yang ditawarkan dalam IPO. *Underwiter*

dan perusahaan penerbit mungkin menginginkan perlindungan asuransi yang lebih besar terhadap kemungkinan untuk memperoleh tuntutan hukum di masa yang akan datang, karena tidak memberikan nilai perusahaan yang sesungguhnya, sehingga premi asuransi dari perusahaan yang bergerak dibidang keuangan yang telah diatur dengan peraturan lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak bergerak dibidang keuangan.

Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa ternyata rata-rata IPO perusahaan yang bergerak dibidang keuangan secara signifikan lebih tidak *underpriced* daripada perusahaan-perusahaan yang tidak bergerak dibidang keuangan (5.28% vs 9%) dan IPO perusahaan *Saving and Loans* yang melakukan konversi lebih tidak *underpriced* daripada perusahaan-perusahaan yang tidak bergerak dibidang keuangan (3.84% vs 9%). Ketika perbedaan antara reputasi *underwriters*, volatilitas pasar, dan umur perusahaan yang mengeluarkan saham ikut dipertimbangkan, perbedaan dalam *underpricing* antara sampel perusahaan-perusahaan *Saving and Loans* yang tidak melakukan konversi antara perusahaan-perusahaan yang bergerak dibidang keuangan dan perusahaan yang tidak bergerak dibidang keuangan secara statistik berbeda secara signifikan. Penemuan ini konsisten dengan hipotesis asimetri informasi dan hipotesis peraturan. Sebagai tambahan dapat dilakukan perbandingan dari *return* awal IPO perusahaan *Saving and Loans* yang melakukan konversi dan tidak konversi, menunjukkan bahwa IPO dari perusahaan *Saving and Loans* yang melakukan konversi memberikan nilai *return* awal yang lebih besar yang mungkin merupakan hasil dari konversi.

Penjelasan yang sesuai untuk menjelaskan IPO yang *underpricing* dengan dasar hipotesis asimetri informasi, (Baron,1982; Beatty dan Ritter,1986; Rock,1986; dan Tinic,1988) yang mengatakan bahwa, terdapat informasi yang tidak sempurna diantara para partisipan pasar modal. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang mengeluarkan

saham pada waktu IPO merupakan pertama kalinya mereka memasuki pasar modal, informasi mengenai nilai perusahaan dan permintaan pasar yang potensial untuk sahamnya tidak terdistribusi secara merata untuk setiap perusahaan, investor, dan *underwriter*. Oleh karena itu, walaupun telah diperdebatkan IPO yang *underpriced*, sering terjadi dan secara sengaja dilakukan oleh *underwriter* agar dapat memperoleh permintaan untuk semua saham yang ditawarkan, sehingga mengurangi kemungkinan mengalami kerugian karena ketidakpastian yang akan dihadapi terhadap nilai perusahaan setelah penerbitan saham. Hipotesis asimetri informasi menyatakan bahwa terdapat korelasi positif antara jumlah yang *underpriced* dan tingkat ketidakpastian yang dihasilkan asimetri informasi.

Rock (1986) menyatakan bahwa, investor relatif kurang mempunyai informasi (tidak mengeluarkan dana untuk memperoleh informasi), karena mereka secara rata-rata akan menerima proporsi yang lebih besar dari penerbitan saham yang *overpriced*. Masalah '*winner curse*' mencerminkan investor yang kurang mendapat informasi akan melakukan investasi pada saham yang tidak musiman hanya jika secara rata-rata mereka *underpriced*. Beatty dan Ritter (1986) konsisten dengan model yang dikemukakan oleh Rock yang menyatakan bahwa semakin besar ketidakpastian setelah penerbitan saham akan semakin besar pula *underpricing* yang akan terjadi. Mereka membuat hipotesis bahwa dengan ketidakpastian setelah penerbitan saham yang tertentu, *underwriter* memiliki keinginan untuk mempertahankan keseimbangan dalam *under pricing*, karena mereka akan kehilangan bagian untuk memperoleh investor apabila *underpricingnya* terlalu kecil atau pasar dalam perusahaan yang akan menerbitkan saham apabila *underpricing* terlalu besar. Beatty dan Ritter menemukan hubungan yang positif dan

signifikan antara tingkat *underpricing* dan jumlah ketidakpastian setelah penerbitan saham.

Baron (1982) menanggapi asumsi asimetri informasi antara perusahaan penerbit saham dan *underwriters* dalam modelnya, dan ketidakpastian yang tertentu terhadap permintaan pasar atas penawaran, dengan mempertimbangkan *underpricing* sebagai kompensasi untuk menjamin risiko pengeluaran saham perusahaan. Berdasar sample 38 perusahaan bank investasi yang melakukan penerbitan sahamnya sendiri, Muscarella dan Vetsuypens (1989a) menemukan bahwa, tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara IPO yang *underpricing* dengan penerbitan saham yang tidak dilakukan sendiri dengan ukuran yang sama. Mereka menyimpulkan bahwa asimetri informasi sendiri tidak dapat menjelaskan IPO yang *underpricing*. Tetapi Muscarella dan Vetsuypens (1989b) memberikan bukti yang mendukung hipotesis asimetri informasi dalam penelitian IPO kedua yang *underpricing* (SIPOs). Mereka yakin bahwa karena penerbitan saham perusahaan yang sebelumnya telah diumumkan pada publik, sehingga ketidakpastian terhadap nilai perusahaan dapat dikurangi. Hasil mendukung hipotesis mereka bahwa SIPOs secara signifikan lebih tidak *underpriced* dari IPO biasa. Schipper dan Smith (1986) juga menemukan *return* awal yang kecil sebesar 1.7% untuk sample IPO perusahaan yang sangat membutuhkan tambahan ekuitas. Bukti ini juga mendukung hipotesis asimetri informasi bahwa *underpricing* akan berkurang apabila ketidakpastian setelah penerbitan dihubungkan dengan nilai IPO juga lebih kecil, dan dalam kasus perusahaan yang sangat membutuhkan tambahan ekuitas atau *reverse LBO*.

Sebagai tambahan, hipotesis premi asuransi, yang sebelumnya dikemukakan oleh Tinic (1988), memperkirakan bahwa *underpricing* dianggap sebagai premi asuransi untuk menghindari kemungkinan untuk memperoleh tuntutan hukum di masa yang akan

datang karena tidak memberikan nilai yang sesungguhnya, seharusnya untuk perusahaan yang tidak diatur lebih *underpriced* daripada perusahaan yang diatur, sehingga IPO perusahaan yang telah diatur dengan perundang-undangan seharusnya lebih tidak *underpriced* dibanding perusahaan-perusahaan yang tidak diatur oleh UU.

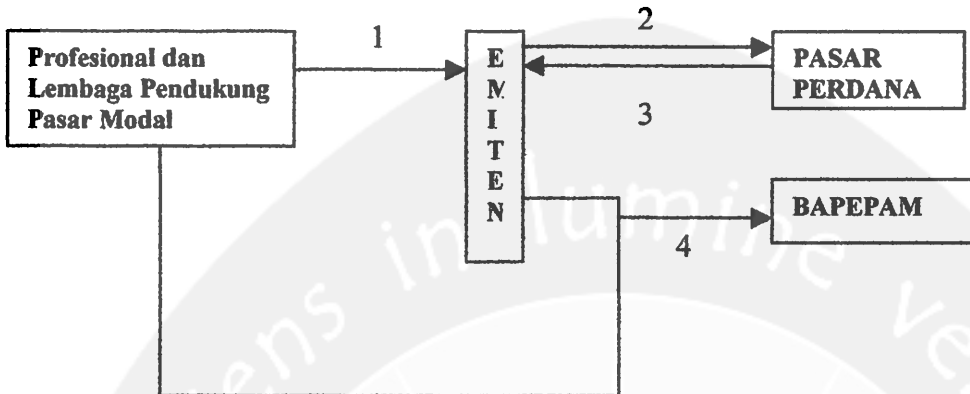
Dari penelitian yang terdahulu juga menunjukkan bahwa teori yang digunakan untuk menjelaskan IPO yang *underpricing* adalah pemberian tanda (*signalling*). Penelitian ini mempertahankan IPO yang *underpricing* digunakan oleh perusahaan untuk memberi tanda pada investor yang prospektif agar menarik daripada memilih *underwriter* tertentu. Allen dan Faulhaber (1989) membuat model yang sesuai dengan Ritter (1984) tentang *underpricing* yang terjadi pada waktu tertentu dan industri yang tertentu pula, seperti yang ditemukan oleh Ritter. Grinblatt dan Hwang (1989) dan Welch (1989) juga membuat model *underpricing* IPO dengan asumsi bahwa perusahaan bagus, dan dilakukan pembukaan terhadap kondisi perusahaan yang sesungguhnya.

Penjelasan yang lain, konsisten dengan alasan hipotesis asimetri informasi, apakah hipotesis peraturan yang menyatakan bahwa peraturan yang dikeluarkan oleh legislatif mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan pihak luar seperti pemegang saham. Sehingga semakin banyak peraturan yang mengatur perusahaan, semakin banyak informasi yang diperoleh publik karena peraturan yang mengatur keterbukaan yang menyangkut dengan IPO. Peraturan juga memegang peran yang penting dalam penetapan harga dan pembagian saham (Masulis,1987; dan Affleck-Graves dan Miller,1989). Affleck-Graves dan Miller (1989) menyatakan bahwa faktor peraturan dan prosedur yang mengatur proses *underwriting* IPO menyebabkan ketidakbebasan *underpricing* terhadap ketidakseragaman investor dan kemungkinan timbulnya tuntutan hukum.

Beberapa penelitian telah memperhatikan beberapa jenis IPO yang khusus, sangat sedikit penelitian yang fokus pada IPO perusahaan yang bergerak dibidang keuangan. Misalnya Ritter (1991) yang melakukan penelitian mengenai kinerja jangka panjang IPO menemukan bahwa *underpricing* untuk perusahaan yang bergerak dibidang keuangan lebih rendah daripada perusahaan yang tidak bergerak dibidang keuangan. Masulis (1987) dan Jordan, Verbrugge dan Burns (1988) meneliti *return* awal IPO sehubungan dengan konversi perusahaan-perusahaan *Saving and Loans* dari kepemilikan bersama menjadi pemilik saham perseorangan. Kedua penelitian menunjukkan tingkat *underpricing* yang lebih rendah untuk perusahaan yang melakukan konversi. Penelitian yang dilakukan sekarang berbeda dengan yang telah dilakukan sebelumnya untuk *sample* perusahaan yang bergerak dibidang keuangan, termasuk perusahaan-perusahaan *Saving and Loans* yang melakukan konversi dan tidak melakukan konversi, dan memberikan analisis yang lebih menyeluruh mengenai *underpricing* IPO yang dilakukan oleh perusahaan yang bergerak dibidang keuangan.

Perusahaan yang akan melakukan penawaran publik (*public offering*) di Indonesia pada dasarnya melalui prosedur yang ditunjukkan pada gambar di bawah. Pertama perusahaan (*emiten*) tersebut, dengan bantuan profesional dan lembaga pendukung pasar modal, akan menyiapkan berbagai dokumentasi serta persyaratan yang diperlukan untuk *go public*.

Gambar 2.1.
Proses Penawaran Publik di Pasar Perdana



Sumber: Jakarta Stock Exchange, Fact Book 1996.

1. Profesional dan lembaga pendukung pasar modal membantu emiten dalam menyiapkan dokumen penawaran publik.
2. Emiten menyerahkan Pernyataan Pendaftaran kepada BAPEPAM.
3. Pernyataan Pendaftaran dinyatakan efektif oleh BAPEPAM.
4. Emiten dan lembaga dan profesional pendukung melakukan penawaran publik pada pasar perdana.

Salah satu profesional pendukung pasar modal yang memegang peranan penting adalah *underwriter*. *Underwriter* atau penjamin emisi membantu perusahaan dalam proses *go public*, mulai dari menentukan harga perdana hingga memasarkan efek yang ditawarkan kepada calon investor. Profesional dan lembaga-lembaga lain yang terkait dengan penawaran publik antara lain adalah akuntan publik, notaris, konsultan hukum, *trustee* (untuk penjualan obligasi), dan *guarantor*.

Tabel 2.1 memberikan data mengenai jumlah perusahaan yang melakukan *initial public offering* (IPO) saham sejak tahun 1992 di BEJ. Terlihat bahwa jumlah emiten dan juga dana yang diperoleh dari IPO sangat bervariasi dari tahun ke tahun. Pada tahun

1995, jumlah dana yang diperoleh dari IPO mencapai puncaknya dengan masuknya PT Telekomunikasi Indonesia (PT TELKOM) ke bursa. Dana IPO yang diperoleh PT TELKOM mencapai Rp. 3,3 triliun atau sekitar 60% dari total dana IPO pada tahun tersebut.

Tabel 2.1.
Perkembangan Jumlah IPO di BEJ, 1992-1996

Tahun	Jumlah Emiten	Dana dari IPO (trilyun rupiah)
1992	13	0.6
1993	19	1.5
1994	47	4.3
1995	22	5.6
1996	16	0.6