

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Tinjauan Pustaka

1. Proses *Go Public*

Menurut Jogiyanto (2000), perusahaan yang membutuhkan dana dapat menjual surat berharganya di pasar modal. Surat berharga yang baru dikeluarkan oleh perusahaan dijual di pasar primer (*primary market*). Surat berharga yang baru dijual dapat berupa penawaran perdana ke publik (*initial public offering* atau IPO) atau tambahan surat berharga baru jika perusahaan sudah *going public* (sekuritas tambahan ini sering disebut dengan *seasoned new issues*). Adapun motivasi, keuntungan dan kerugian serta konsekuensi dari *go public* adalah

a. Motivasi *Go Public*

Menurut Jogiyanto (2000), perusahaan yang belum *go public*, awalnya saham-saham perusahaan tersebut dimiliki oleh manajer-manajernya, sebagian lagi oleh pegawai-pegawai kunci dan hanya sejumlah kecil yang dimiliki investor. Jika perusahaan berkembang, kebutuhan modal tambahan yang sangat dirasakan. Pada saat ini, perusahaan harus menentukan untuk menambah modal dengan cara hutang atau menambah jumlah dari pemilikan dengan menambah jumlah dari pemilikan dengan menerbitkan saham baru. Jika saham akan dijual untuk menambah modal, saham baru dapat dijual dengan berbagai macam cara sebagai berikut ini.

- 1) Dijual kepada pemegang saham yang sudah ada.
- 2) Dijual kepada karyawan lewat ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*).
- 3) Menambah saham lewat deviden yang tidak dibagi (*dividend reinvestment plan*).
- 4) Dijual langsung kepada pembeli tunggal (biasanya investor institusi) secara privat (*private placement*).
- 5) Ditawarkan kepada publik.

Jika ditawarkan kepada publik maka perusahaan akan dapat memperoleh dana dalam jumlah sangat besar dibanding pilihan penjualan saham baru yang lain. Hal inilah yang mendorong perusahaan untuk menawarkan saham barunya kepada publik.

Perusahaan dapat memilih berbagai macam cara untuk menambah modal baru. Alternatif untuk *go public* biasanya dipilih perusahaan untuk memperoleh dana dalam jumlah yang sangat besar.

b. Keuntungan dan Kerugian *Go Public*

Menurut Tandelilin (2001), keuntungan dan kerugian dari *go public* diantaranya adalah sebagai berikut ini.

- 1) Kemudahan meningkatkan modal di masa mendatang.

Untuk perusahaan yang tertutup, calon investor biasanya enggan untuk menanamkan modalnya disebabkan kurangnya keterbukaan informasi keuangan antara pemilik dan investor, sedang untuk perusahaan yang sudah *go public*, informasi keuangan harus dilaporkan ke publik secara reguler yang kelayakannya sudah diperiksa oleh akuntan publik.

2) Meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham.

Untuk perusahaan yang masih tertutup yang belum mempunyai pasar untuk sahamnya, pemegang saham akan lebih sulit untuk menjual sahamnya dibandingkan jika perusahaan sudah *go public*.

3) Nilai pasar saham diketahui.

Untuk alasan-alasan tertentu, nilai pasar perusahaan perlu untuk diketahui. Misalnya jika perusahaan ingin memberikan insentif dalam bentuk opsi saham (*stock option*) kepada manajer-manajernya, maka nilai sebenarnya dari opsi tersebut perlu diketahui. Jika perusahaan masih tertutup, nilai dari opsi sulit ditentukan.

Go public memberikan kesempatan untuk memperoleh modal baru dalam jumlah besar. Banyak perusahaan yang membutuhkan tambahan modal baru ini untuk memperluas usahanya. Selain itu investor lebih mudah menilai perusahaan untuk kepentingan investasinya.

Disamping keuntungan dari *go public*, beberapa kerugiannya adalah sebagai berikut:

1) Biaya laporan yang meningkat.

Untuk perusahaan yang sudah *go public*, setiap kuartal dan tahunnya harus menyerahkan laporan-laporan kepada regulator. Laporan-laporan ini sangat mahal terutama untuk perusahaan yang ukurannya kecil.

2) Pengungkapan (*disclosure*).

Beberapa pihak didalam perusahaan umumnya keberatan dengan ide pengungkapan. Manajer enggan mengungkapkan semua informasi yang dimilikinya karena publik akan mengetahui besarnya kekayaan yang dipunyai.

3) Ketakutan untuk ambil alih.

Manajer perusahaan yang hanya mempunyai hak veto kecil akan khawatir jika perusahaan *go public*. Manajer perusahaan publik dengan hak veto yang rendah umumnya diganti dengan manajer yang baru jika perusahaan diambil alih.

c. Konsekuensi *Go Public*

Setelah perusahaan mencatatkan sahamnya di pasar bursa, perusahaan ini menjadi perusahaan publik yang sahamnya dimiliki publik. Untuk melindungi publik yang juga merupakan pemilik perusahaan, BAPEPAM dan BEJ mengharuskan perusahaan publik menyerahkan laporan-laporan rutin atau laporan-laporan khusus yang menerangkan peristiwa-peristiwa penting yang terjadi. Laporan-laporan ini akan segera disebar ke publik melalui pengumuman di bursa atau investor dapat mendapatkannya dengan meminta langsung di BEJ lewat *broker*. (Tandelilin, 2001)

Dengan adanya pelaporan secara rutin dan keterbukaan ini diharapkan perusahaan yang *go public* memiliki kinerja yang lebih baik. Pelaporan yang dilakukan secara rutin, akan mengindikasikan kedisiplinan dan komitmen

perusahaan publik untuk melaporkan hasil kerjanya kepada investor, sebagai pemegang saham di perusahaan tersebut.

Suatu perusahaan melakukan penawaran perdana harus melalui beberapa prosedur, mulai dari persiapan dalam perusahaan sampai dengan *listing* di Bursa Efek Jakarta. Prosedur tersebut antara lain: (Darmadji, 2001)

a. Persiapan untuk penawaran perdana.

- 1) Emiten menyampaikan pernyataan pendaftaran beserta dokumen-dokumen kepada BAPEPAM.
- 2) Emiten melakukan *expose* terbatas di BAPEPAM.
- 3) BAPEPAM melakukan penelaah atas kelengkapan dokumen emisi yang terdiri dari;
 - a) Surat Pengantar Pernyataan Pendaftaran
 - b) Prospektus lengkap
 - c) Iklan, brosur, edaran
 - d) Dokumen lain yang diwajibkan
 - e) Rencana jadwal emisi
 - f) Konsep surat efek
 - g) Laporan Keuangan
 - h) Rencana penggunaan dana
 - i) Proyeksi jika dicantumkan dalam prospektus
 - j) Legal audit
 - k) Legal opinion
 - l) Riwayat hidup komisaris dan direksi

- m) Perjanjian penjamin emisi
 - n) Perjanjian agen penjualan
 - o) Perjanjian dengan Bursa Efek
 - p) Kontrak pengelolaan saham
 - q) Kesanggupan calon emiten untuk menyerahkan semua laporan yang diwajibkan oleh ketentuan perundang-undangan yang baru di pasar modal
 - r) BAPEPAM dapat meminta keterangan lain yang bukan merupakan bagian dari pernyataan pendaftaran, seperti NPWP, KTP komisaris dan Direksi.
- 4) BAPEPAM melakukan evaluasi terhadap:
- a) Kelengkapan dokumen
 - b) Kecukupan dan kejelasan informasi
 - c) Keterbukaan
 - d) Evaluasi meliputi aspek hukum, akuntansi, keuangan, dan manajemen
- 5) Menanggapi dalam 45 hari
- 6) Pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif
- b. Proses Pendaftaran ke Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM).
- c. Penawaran Perdana.
- 1) Penawaran oleh Sindikasi Penjamin Efek dan Agen Penjualan
 - 2) Penjatahan kepada pemodal oleh Sindikasi Penjamin Emisi dan Emiten
 - 3) Distribusi saham secara elektronik kepada pemodal

d. Listing di Bursa Efek Jakarta.

Setelah melakukan penawaran perdana, emiten harus menyelesaikan proses sebagai berikut:

- 1) Emiten menyerahkan formulir aplikasi untuk *listing*
- 2) Pihak Bursa Efek Jakarta mengevaluasi aplikasi berdasar kriteria yang ada
- 3) Pihak Bursa Efek Jakarta mengeluarkan ijin *listing* (jika memenuhi kriteria)
- 4) Emiten membayar biaya *listing*
- 5) Pihak Bursa Efek Jakarta mengumumkan *listing* emiten
- 6) Saham telah tercatat dan siap untuk diperdagangkan

2. Fenomena Anomali dan *Underpricing*

Beberapa teori mencoba untuk menjelaskan adanya fenomena anomali mengenai IPO yang cenderung *underprice* karena adanya informasi asimetri, penjamin emisi memiliki informasi yang lebih banyak tentang pasar modal daripada emiten yang mengeluarkan saham (Cheung dan Krinsky, 1994), sehingga penjamin emisi memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk menentukan harga saham yang rendah (Baron, 1982)

Rock (1986) melihat *underpricing* sebagai informasi asimetri dimana model Rock mengelompokkan menjadi dua jenis investor, yaitu investor yang memiliki informasi (*informed investor*) dan investor yang tidak memiliki informasi (*uninformed investor*). Investor yang mempunyai informasi selalu

membeli saham yang *undervalue* dan menghindari saham yang *overvalue*, dilain pihak investor yang tidak mempunyai informasi cenderung menerima lebih besar proporsi saham yang *overvalue* daripada investor yang mempunyai informasi. Supaya investor yang tidak memiliki informasi dapat terus berpartisipasi di pasar IPO, maka harga diharapkan *underprice* sehingga investor yang tidak memiliki informasi dapat memperoleh *return* dalam tingkat yang wajar. (Cheung dan Krinsky, 1994)

Underwriter memiliki kekuatan monopoli dibalik emisi saham karena kurangnya persaingan dalam bisnis sekuritas. Akibatnya emiten menerima harga saham perdana sesuai dengan kesepakatan dengan *underwriter* yang cenderung lebih murah dari pada nilai perusahaan emiten yang sebenarnya untuk menghindari resiko kerugian yang akan ditanggung oleh *underwriter* jika saham tidak terjual habis. Dalam hal ini, maka terjadi apa yang disebut *underpricing*.

Underpricing merupakan keadaan dimana harga saham pada saat penawaran perdana lebih rendah dibandingkan harga pada saat diperdagangkan pertama kali di pasar sekunder (Gumanty, 2002). Fenomena *underpricing* ini dapat dikatakan sebagai suatu gejala anomali yang sering terjadi di pasar modal dan tidak terbatas pada penawaran perdana perusahaan non-keuangan, industri manufaktur. Sejumlah besar saham yang ditawarkan oleh lembaga keuangan juga dicatat mengalami kenaikan harga spektakuler setelah diperdagangkan di pasar sekunder pada hari pertama. Jumlah dari *underpricing* ini, dinyatakan dengan *initial return*.

Penelitian terdahulu tentang *underpricing* penawaran perdana. Sejumlah penelitian telah menganalisa kinerja penawaran dan mencatat adanya *excess return* dalam jangka pendek (fenomena *underpricing*). Ritter (1991) dalam penelitian tentang kinerja jangka panjang penawaran perdana merupakan fenomena dalam jangka pendek. Melaporkan bahwa rata-rata *daily initial return* mencapai 14.32% dengan sampel berjumlah 1526 penawaran perdana selama periode 1975-1984.

Dawson (1987) meneliti kinerja penawaran di Malaysia, Hongkong dan Singapore. Malaysia menunjukkan tingkat *underpricing* terparah. Mean dan median *underpricing* masing-masing mencapai 167% dan 170% untuk sampel berjumlah 21 penawaran perdana dalam periode 1978-1983. Rata-rata *underpricing* adalah 13,8% untuk penawaran perdana di Hong Kong dan 39,4% untuk penawaran perdana di Singapore.

Aggarwal *et al.* (1993) melaporkan adanya signifikan *excess return* untuk penawaran perdana di Amerika Latin. Hasil menunjukkan *underpricing* sebesar 78,5% untuk 62 penawaran perdana di Brazil, 16,7% untuk 36 penawaran perdana di Chile dan 2,8% untuk 44 penawaran perdana di Mexico.

Tabel 1

Perbandingan Tingkat *Underpricing* IPO di Berbagai Negara

Negara	Penelitian	Periode Sampel	Ukuran Sampel	<i>Underpricing</i> %
Penelitian <i>Underpricing</i> di negara maju				
Australia	How <i>et al.</i>	1980-1990	340	19,7
Belgia	Rogiers <i>et al.</i>	1984-1990	28	10,1
Canada	Jog dan Sirvasta	1971-1992	254	7,4
Finlandia	Kolehharju	1984-1992	91	14,4
Perancis	Husson dan Jacquillat	1983-1986	131	4,2
Jerman	Steib dan Mohan	1988-1994	103	6,8
Italia	Cherubini dan Ratti	1985-1991	75	27,1
Jepang	Pettway dan Kaneko	1981-1993	147	49,5
Selandia Baru	Firth	1979-1987	143	25,9
Singapura	Lee <i>et al.</i>	1987-1992	132	31,4
Spanyol	Rahnema <i>et al.</i>	1985-1990	71	35
Swedia	Rydquist	1970-1991	251	34,1
Swiss	Kunz dan Aggarwal	1983-1989	42	35,8
Belanda	Wessels	1982-1991	72	7,2
Inggris	Buckland <i>et al.</i>	1965-1969	297	9,7
Amerika Serikat	Louge Ibbotson <i>et al.</i>	1965-1969 1960-1992	250 10626	41,7 15,3
Penelitian <i>Underpricing</i> di negara berkembang				
Brazil	Aggarwal <i>et al.</i>	1979-1990	62	78,5
Chile	Aggarwal <i>et al.</i>	1982-1990	19	16,3
China	Datar dan Mao	1990-1996	226	38,8
Yunani	Kazantziz dan Thomas	1987-1994	129	50,9
Hongkong	McGuinness	1980-1990	347	16,6
India	Khrisnamurti dan Kumar	1992-1993	98	35,3
Indonesia	Gumanty	1989-1998	269	12,2
Korsel	Dhatt <i>et al.</i>	1980-1990	347	78,1
Malaysia	Paudyal <i>et al.</i>	1984-1995	77	53,7
Mexico	Aggarwal <i>et al.</i>	1987-1990	37	33
Taiwan	Wethyavivorn dan Koo-Smith	1988-1989	32	58,1

Sumber: Gumanty (2002)

Besar kecilnya tingkat *underpricing* berbeda antara negara yang satu dengan yang lain. Perbedaan yang mencolok terhadap tinggi rendahnya tingkat *underpricing* merupakan cerminan dari tingkat resiko dan ketidakpastian yang ada serta sampai sejauh mana keterbukaan informasi mampu diakses oleh calon investor. Kedewasaan pasar modal dan rasionalitas calon investor juga turut berpengaruh. (Gumanty, 2002).

3. Teori WIPO (*Withdrawn IPO*)

Menurut Teori WIPO (Sembel, 2004), harga IPO yang terjadi merupakan harga wajar, dimana *underwriter* tidak melakukan manipulasi harga melalui teknik *underpricing* atau *overpricing*. Harga saham di IPO yang ditetapkan tersebut merupakan cerminan dari keseluruhan nilai informasi yang ada, sebab *underwriter* hendak menjaga reputasinya terhadap investor dan juga perusahaan (*issuing firms*). Pada saat menetapkan harga final IPO, *underwriter* menyesuaikan dengan komponen sistematis (*fundamental*) dari *excess demand*, tapi untuk komponen random tidak dilakukan, sehingga jika komponen random ini *excess demand* nya negatif maka dilakukan penundaan IPO. Akibatnya, IPO yang lainnya (yang tidak ditunda) menjadikan *average excess demand* nya positif. Kondisi yang seperti inilah mengakibatkan *excess demand* yang positif menjadi *Initial Return (IR)* yang positif.

a. Asumsi WIPO Model

- 1) *Underwriter* adalah pelaku pasar untuk jangka panjang.
- 2) Ada dua grup investor: *Frequent Investor* (investor yang berpengalaman berpartisipasi dalam IPO dan punya akses informasi) dan *Occasional*

Investor (investor yang tidak berpengalaman dan tidak punya akses informasi).

- 3) Setiap investor (*I*) mempunyai keterbatasan dana (*W*) untuk melakukan investasi di IPO. Total dana dari keseluruhan dana dipasar juga terbatas ($W = \text{Jumlah dana dari investor}$).
- 4) Permintaan pasar merupakan fungsi dari faktor sistematis (berkaitan dengan harga), dan juga faktor random. Nilai rata-rata (mean) dari *density function* dari faktor random adalah nol.

b. Pengertian Dasar WIPO Model

Underwriter merupakan *Long-term* dan *Informed Player* dan berkepentingan menjaga reputasinya pada investor dengan cara tidak memanipulasi harga IPO lewat *overpriced*, serta menjaga reputasinya pada perusahaan yang ingin menerbitkan saham (*issuing firms*) dengan tidak memanipulasi harga lewat *underpriced*. Melalui pembicaraan dengan *underwriter*, *frequent investor* sesungguhnya tahu, bahwa *underwriter* menetapkan harga IPO berdasarkan keseluruhan informasi yang dimiliki. Hubungan erat antara *frequent investor* dan *underwriter* ini mencegah *underwriter* melakukan *overpricing*. Jika *underwriter* tidak menetapkan harga secara akurat, maka *underwriter* akan kehilangan pelanggan setianya. Padahal lebih mudah bagi *underwriter* menjual saham IPO berikutnya, jika punya pelanggan setia, terutama dari segi waktu dan biaya untuk mencari pelanggan maupun pembeli baru.

Underpricing merupakan keadaan dimana harga saham pada saat penawaran perdana lebih rendah dibandingkan harga pada saat diperdagangkan pertama kali di pasar sekunder. Fenomena *underpricing* ini dapat dikatakan sebagai suatu gejala anomali yang sering terjadi di pasar modal dan tidak terbatas pada penawaran perdana perusahaan non-keuangan, industri manufaktur. Sejumlah besar saham yang ditawarkan oleh lembaga keuangan juga dicatat mengalami kenaikan harga spektakuler setelah diperdagangkan di pasar sekunder pada hari pertama. Jumlah dari *underpricing* ini, dinyatakan dengan *initial return*.

Underpricing merupakan malapetaka atau bencana bagi perusahaan (*issuing firms*). Oleh karena itu, kekhawatiran akan kehilangan perusahaan potensial pada IPO selanjutnya menyebabkan *underwriter* tidak melakukan *underpriced*. Jadi, dua sisi reputasi inilah yang membuat *underwriter* menetapkan harga IPO pada keseluruhan nilai informasi yang dimiliki (harga wajar).

Investor secara keseluruhan menilai harga IPO dengan tepat. Rata-rata (*mean*) dari *density function* penilaian investor berada pada keseluruhan nilai informasi yang dipunyai (harga wajar). Keheterogenan penilaian berasal dari *occasional investor* (investor yang tidak punya akses informasi).

Semua investor mempunyai dana yang terbatas dalam melakukan investasi di IPO. Hal ini disebabkan oleh keterbatasan kapasitas meminjam yang juga berarti terjadi keterbatasan *short-selling*. Konsekuensi dari

keterbatasan dana menyebabkan kurva *demand* menjadi *downward sloping*.

Total permintaan pasar dipengaruhi oleh faktor sistematis (harga relatif dan fundamental) dan faktor random (non-harga). Faktor menyebabkan gerakan sepanjang kurva *demand*. Faktor random menyebabkan pergeseran dari kurva *demand*. Pada saat menetapkan harga IPO, pihak *underwriter* mengabaikan faktor random.

Jika harga IPO yang ditawarkan merupakan refleksi dari nilai keseluruhan informasi yang dimiliki, maka secara rata-rata *demand* sama dengan *supply*. Jika faktor randomnya negatif, berarti *demand* lebih kecil daripada *supply*. Pada IPO ini, *underwriter* mengusulkan untuk menunda atau membatalkan IPO. Jika faktor randomnya bernilai positif, berarti pada nilai nol atau positif sehingga penundaan atau pembatalan IPO tidak perlu dilakukan, dengan kata lain mengalami IPO yang sukses. Pada IPO yang seperti ini, secara rata-rata *excess demand*-nya positif. Selanjutnya ketika berada pada pasar sekunder, harga akan lebih tinggi dari IPO. Disinilah *average Initial Return (IR)* teramati.

Terdapat limitasi pada *short-sale* dari saham IPO. Limitasi ini menghalangi diri ke tempat yang mencerminkan keseluruhan informasi yang dimilikinya (harga wajar). Dengan berjalannya waktu, para investor mengumpulkan lebih banyak informasi, maka penilaian dari para investor akan menjadi lebih tepat. Distribusi dari penilaian investor akan makin terkonsentrasi di antara nilai wajar berdasarkan keseluruhan informasi

yang dimiliki (*full information value*). Kurva *demand* dikisaran nilai keseluruhan informasi yang dimiliki akan menjadi lebih elastis. Pasar akan menjadi lebih tidak bertoleransi terhadap harga yang lebih tinggi daripada nilai wajar. Harga pasar secara perlahan bergerak ke arah nilai wajar. Dengan demikian, kinerja abnormal jangka panjang secara rata-rata akan negatif (dengan kata lain, mula-mula harga *overprice*, kemudian kembali ke nilai wajar).

c. Proposisi Model WIPO

1) Proposisi 1

Initial Return (IR) IPO (baik yang ditunda maupun tidak) secara rata-rata adalah nol.

2) Proposisi 2

Initial Return (IR) IPO yang dilaksanakan (tidak ditunda) secara rata-rata adalah positif. Hal ini dikarenakan terdapat hubungan positif antara *Initial Return* (IR) dan *Excess Demand* dan terdapat hubungan positif antara *Initial Return* (IR) dengan keheterogenan penilaian.

3) Proposisi 3

Dalam model WIPO, kinerja dalam jangka panjang merupakan kinerja yang jelek, dan nilai saham-saham IPO adalah negatif, sehingga terjadi hubungan yang negatif antara *Initial Return* (IR) dan kinerja jangka panjang.

d. Uji Model *Withdrawn* IPO (WIPO)

1) Rata-rata *Excess Demand* yang positif

Dasar dari model ini adalah peluang terhadap penundaan IPO menyebabkan pemotongan pada sisi kiri (bagian negatif) dari distribusi *excess demand*. Konsekuensinya, hampir semua IPO yang terlaksana (tidak ditunda) berciri *excess demand* positif.

2) *Excess Demand*, Keheterogenan Penilaian dan *Initial Return* (IR)

Initial Return (IR) IPO yang dilaksanakan (tidak ditunda) secara rata-rata adalah positif. Hal yang menjadi pendorongnya adalah:

1. rata-rata *excess demand*
2. ketidakpastian atau heterogenan dari informasi/variasi dari distribusi penilaian investor. Variasi ini dipengaruhi oleh tingkat (level) *excess demand* dan tingkat dari heterogenan informasi atau ketidakpastian dalam penilaian di kalangan investor.

Cara yang logis untuk menguji model adalah dengan memisahkan IPO yang mempunyai *excess demand* dan yang tidak, kemudian membandingkan rata-rata *Initial Return* (IR)-nya dari kedua grup tersebut. Model memprediksi bahwa IPO dengan *excess demand* akan mempunyai rata-rata *Initial Return* (IR) yang positif, sedangkan yang tidak akan mempunyai rata-rata *Initial Return* (IR) yang negatif. Selanjutnya, jumlah IPO dengan *excess demand* yang positif akan melebihi atau lebih besar jumlahnya daripada IPO yang tidak mempunyai *excess demand* positif.

3) Periode “*Hot Issues*”

Berdasarkan definisi dari pasar IPO yang *hot* (*the hot IPO market*), maka selama periode *hot issue market*, rata-rata *Initial Return* (IR) dari IPO secara relatif lebih tinggi dibandingkan pada periode yang lainnya. Mengikuti alasan model WIPO, *Initial Return* (IR) secara relatif lebih tinggi disebabkan *excess demand* lebih besar dari rata-rata dan atau ketidakpastian (*uncertainty*) lebih besar dari rata-rata. Variasi dalam realisasi faktor random, menyebabkan pada periode tertentu terdapat realisasi *excess demand* yang positif dan pada periode lainnya negatif. Ketika realisasi kebanyakan positif (negatif), terjadi *Hot* (*Cold*) pasar IPO. Oleh sebab itu, hampir semua realisasi dari *excess demand* yang positif (negatif) terjadi selama pasar *Hot* (*Cold*). Model membuat prediksi probabilitas IPO yang gagal (IPO yang mempunyai *excess demand* yang negatif) lebih rendah selama periode *Hot*. Hal ini selanjutnya akan menarik *issuer* yang punya kualitas lebih rendah untuk masuk, sehingga mengakibatkan secara rata-rata kualitas para *issuer* menjadi jelek.

Karena *excess demand* yang lebih tinggi berimplikasi pada jumlah saham yang diperdagangkan juga akan makin besar, jumlah saham yang diperdagangkan akan makin besar (kecil) pada periode pasar *Hot* (*Cold*)

4) Best Effort dan Firm Commitment

Best Effort mempunyai rata-rata *Initial Return* (IR) yang lebih tinggi dibandingkan *Firm Commitment* (Ritter,1987). Oleh sebab itu, Model WIPO memprediksi secara rata-rata IPO *Best Effort* yang tidak

ditunda memiliki *excess demand* yang lebih tinggi dalam pasar primer, dan atau ketidakpastian/keheterogenan penilaian investor yang lebih besar.

5) Kinerja Jangka Panjang

Diatas dinyatakan bahwa dalam jangka panjang, secara rata-rata saham IPO berada pada posisi yang jelek jika dibandingkan pada keseluruhan pasar (*portfolio*) sebab:

1. Pada pasar sekunder, harga yang terjadi (*equilibrium*) secara rata-rata lebih tinggi dibandingkan harga yang mencerminkan keseluruhan informasi.
2. Harga pasar berada pada kisaran harga yang mencerminkan keseluruhan informasi.
3. Proses pulihnya harga kepada harga yang mencerminkan keseluruhan informasi menyita waktu banyak karena keterbatasan yang implisit dan eksplisit pada *short-sale* saham IPO.

Berdasarkan pada pola timbal balik ini, model WIPO memprediksi adanya hubungan yang negatif antara *Initial Return (IR)* dan kinerja jangka panjang.

B. Penelitian Sebelumnya

Penelitian yang dilakukan oleh Sautma Ronni B dan penelitian yang dilakukan oleh Roy Sembel dapat menyimpulkan bahwa fenomena anomali pada IPO sesungguhnya dapat terbagi dalam tiga bagian, yaitu jangka pendek yang disebut diindikasikan dengan adanya *underpricing*,

kinerja jangka panjang yang jelek, dan yang terakhir siklus pasar “*hot and cold*”. Penelitian ini menggunakan model yang bertujuan untuk menjelaskan fenomena anomali yang disebut dengan WIPO (*Withdrawn IPO*), model yang dikembangkan oleh Roy Sembel (2004).

Selama periode 1996 sampai dengan Maret 1998, dengan menggunakan *Weighted Average Model*, WIPO Model menjelaskan 7,83% dari 13,79% fenomena anomali pada rata-rata *Initial Return (IR)* positif terhadap IPO yang dapat terobservasi, sedangkan dengan menggunakan *The Truncated α - Left Tail Model* dan *Gradually Decreasing Probability of Withdrawn Model* menjelaskan 5,6328% dan 3,6% rata-rata *Initial Return (IR)* positif, bukti ini menunjukkan ada faktor lain yang memberi kontribusi terhadap fenomena *Initial Return (IR)* positif. Selama kurun waktu 1992 sampai dengan Maret 1998, terdapat hubungan positif antara *Internal Return (IR)* dan *uncertainty* yang terlihat pada proksi: *offer price*, *age*, dan *risk*. Ditemukan juga dukungan terhadap *Initial Return (IR)* dengan *Excess Demand* melalui volume perdagangan sebagai proksi *excess demand*, pengaruh *excess demand* tersebut menyebabkan terjadinya peningkatan *Initial Return (IR)*.

Selama tahun 1992 sampai dengan 1994 ada sebanyak 81 IPO yang dilakukan observasi untuk mengamati kinerja jangka panjangnya, menghasilkan kesimpulan, dengan pengamatan terhadap kinerja saham selama satu tahun, dua tahun, tiga tahun berturut-turut dengan cara beli simpan (*buy and hold*) dapat ditemukan dukungan terhadap pernyataan

bahwa kinerja jangka panjang saham-saham IPO adalah negatif, selain itu juga ditemukan dukungan bahwa kinerja jangka panjang saham-saham IPO (jika IR termasuk disertakan dalam perhitungan) adalah nol berada pada tahun pertama. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Roy Sembel, dukungan terhadap hubungan negatif antara *Initial Return* (IR) dengan kinerja jangka panjang ditemukan dan makin berarti jika termin waktu makin diperpanjang, berarti pengaruh besar kecilnya *Initial Return* (IR) mempengaruhi baik atau jeleknya kinerja jangka panjang. Selain itu, ditemukan dukungan terhadap kinerja jangka panjang antara pasar saham *Hot* IPO lebih jelek dari pasar *Cold* IPO, sehingga perbedaan pasar saham *Hot* dan *Cold* menjadi berarti, yakni kinerja jangka panjang pasar saham *Hot* lebih jelek dari kinerja jangka panjang saham *Cold*.

C. Pengembangan Hipotesis

1. Hipotesis 1

WIPO model mengklaim bahwa *Withdrawn* IPO menyebabkan secara rata-rata terjadi IR positif. Hal ini sangat berbeda dengan teori *overreaction* murni yang menyatakan rata-rata tak bersyarat dari penilaian investor lebih besar dari nilai yang mencerminkan keseluruhan informasi sehingga menyebabkan rata-rata tak bersyarat IR menjadi positif.

Hipotesis 1: *Withdrawn Initial Public Offerings* dapat menjelaskan anomali pada rata-rata *Initial Return* positif, dengan demikian jika *Withdrawn Initial Public Offerings* disertakan dalam perhitungan, maka rata-rata tak bersyarat *Initial Return* menjadi nol.

2. Hipotesis 2

Tingkat dari keheterogenan penilaian (Ketidakpastian = *uncertainty*) tercermin pada elastisitas kurva demand saham IPO. Jika ketidakpastian (*uncertainty*) meningkat, maka kurva demand menjadi makin inelastis dikisaran nilai yang mencerminkan keseluruhan informasi atau harga penawaran (*offer price*). Pada tingkat excess demand (*excess supply*) diketahui dan pasokan (*supply*) tetap, maka makin absolut dari *Initial Return* (IR) juga meningkat (Roy Sembel, 1996). Kemudian tingkat keheterogenan penilaian akan terefleksikan pada variabilitas dalam *Initial Return*. Proksi yang dipakai untuk melihat tingkat ketidakpastian:

<i>Book Equity</i>	: nilai buku dari equity perusahaan pada saat melakukan IPO
<i>Offer Price</i>	: harga saham yang ditawarkan pada saat IPO
<i>Sales</i>	: pendapatan usaha perusahaan selama 12 bulan pada saat IPO
<i>Age</i>	: usia perusahaan sampai saat akan dilakukan IPO
<i>Size</i>	: harga saham perdana dikalikan dengan jumlah saham yang ditawarkan
<i>Risk</i>	: standar deviasi (σ) harga saham 20 hari perdagangan dibursa

Hipotesis 2: Terdapat hubungan positif (negatif) antara ketidakpastian dengan *Initial Return*, untuk *Initial Public Offerings* dengan *Initial Return* positif (negatif).

3. Hipotesis 3

Didalam model *supply-demand* yang *standard*, *excess demand* menyebabkan terjadinya peningkatan harga, karena kelangkaan pasokan (*supply*). Makin besar *excess demand* akan menyebabkan harga yang makin meningkat, *ceteris paribus*. Dengan demikian akan diperoleh hubungan negatif antara *excess demand* dan *Initial Return* (IR).

Hipotesis 3: Terdapat hubungan positif antara *Excess Demand* dengan *Initial Return* (IR).

4. Hipotesis 4 dan 5

Harga saham diawal *listing* pada pasar sekunder hanyalah merupakan pengaruh dari *excess demand* yang bersifat temporer. Dalam jangka panjang, harga akan bergerak kearah harga IPO (*offer price*). Oleh karena itu, makin tinggi *Initial Return* (IR) dari saham IPO, maka semakin jelek kinerja jangka panjangnya. Karena *offer price* diasumsikan sama dengan nilai yang mencerminkan keseluruhan informasi, maka kinerja jangka panjangnya dimulai dari *offer price* adalah nol.

Hipotesis 4: Kinerja jangka panjang saham-saham *Initial Public Offerings* adalah negatif.

Hipotesis 5: Kinerja jangka panjang saham-saham *Initial Public Offerings* (termasuk *Initial Return*) adalah nol.

5. Hipotesis 6 dan 7

Sifat *excess demand* yang temporer tersebut, selanjutnya akan menyebabkan harga pada saat diawal pasar sekunder akhirnya bergerak pada nilai yang mencerminkan keseluruhan informasi. Makin tinggi IR dari IPO, makin jelek kinerja jangka panjangnya.

Hipotesis 6: Terdapat hubungan negatif antara *Initial Return* dengan kinerja jangka panjang

Hipotesis 7: Secara rata-rata kinerja jangka panjang yang menguntungkan pada pasar “*Hot*” *Initial Public Offerings* lebih jelek dibandingkan pasar “*Cold*” *Initial Public Offerings*.