

FENOMENA *UNDERPRICING* PADA PENAWARAN UMUM PERDANA DI INDONESIA

Sri Isworo Edlningsih

Fakultas Ekonomi UPN Veteran Yogyakarta

ABSTRAK

Fenomena menarik ketika perusahaan melakukan IPO adalah terjadinya underpricing. Namun demikian besarnya underpricing berbeda antara negara satu dengan lainnya. Di Indonesia, tingkat underpricingnya relatif rendah/kecil. Setidaknya ada empat yang dapat mempengaruhi besar kecilnya tingkat underpricing yaitu: (1) sistem yang digunakan dalam penetapan harga penawaran, (2) sistem penjaminan, (3) tinggi rendahnya atau mahal murahnya harga penawaran, dan (4) banyak sedikitnya perusahaan yang melakukan IPO.

Kata kunci : *IPO, underpricing, underpricing rendah.*

Pendahuluan

Bagi perusahaan yang sedang tumbuh kebutuhan modal sangatlah besar, untuk membiayai operasi perusahaannya. Kebutuhan modal dapat dipenuhi dari dalam perusahaan (*internal financing*) maupun dari luar perusahaan (*external financing*). Jika perusahaan memilih sumber pendanaan dari dalam, seringkali dihadapkan pada terbatasnya dana dari hasil operasi perusahaan dibandingkan kebutuhan dananya. Oleh karenanya pendanaan dari luar dirasa lebih menarik. Namun demikian jika kebutuhan dana dibiayai dengan hutang, perusahaan juga sering dihadapkan pada permasalahan terbatasnya jaminan-jaminan *assets* di perusahaan, terbatasnya jumlah kredit di samping syarat-syarat lain. Kondisi ini mendorong perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dananya dengan menambah jumlah kepemilikan saham dengan penerbitan saham baru. Saham baru ini kemudian dapat dijual kepada: pemegang saham yang sudah ada, karyawan lewat ESOP (*employee stock ownership*), pemilik tunggal/investor institusi secara privat (*private placement*) ataupun menawarkan kepada publik/masyarakat melalui pasar modal. Proses penawaran saham kepada masyarakat melalui bursa efek disebut *go public*.

Perusahaan yang berniat melakukan *go public* harus melalui tahapan-tahapan sebagai berikut: persiapan diri, ijin registrasi dari BAPEPAM dan melakukan penawaran perdana (*Initial Public Offering/IPO*) serta memasuki pasar sekunder

dengan mencatatkan efeknya di bursa. Sebelum saham dijual di pasar sekunder, terlebih dulu ditetapkan harga saham yang akan dijual di pasar perdana (*offering price*) oleh emiten (perusahaan yang akan *go public*) dan penjamin emisi (*underwriter*). Emiten dan *underwriter* sering mengalami kesulitan dalam menetapkan harga yang wajar atas saham yang akan ditawarkan ke publik. Emiten cenderung menginginkan harga tinggi agar kebutuhan dananya tercukupi, sementara *underwriter* cenderung menginginkan harga rendah untuk menekan risiko tanggung jawabnya bila saham yang ditawarkan pada saat IPO tidak habis terjual. Disisi lain, harga saham di pasar sekunder ditentukan oleh kekuatan tarik menarik antara penawaran dan permintaan atau sesuai mekanisme pasar yang terjadi di bursa.

Perbedaan mekanisme penentuan harga di atas, menjadi suatu fenomena tersendiri di pasar modal. Fenomena *underpricing* terjadi jika harga saham pada saat IPO lebih rendah dibandingkan dengan harga saham di pasar sekunder, sedangkan jika sebaliknya disebut fenomena *overpricing*. Fenomena *underpricing* merupakan fenomena yang umum terjadi hampir di setiap pasar modal, tetapi dengan faktor yang mempengaruhinya berbeda tergantung pada karakteristik dan kondisi ekonomi tempat pasar modal berada. Ibbotson (1975) menyatakan bahwa secara rasional *underpricing* merupakan fenomena yang wajar, karena perusahaan dipandang secara logis ingin menarik minat investor yang potensial dengan

melalui strategi penetapan harga perdana yang rendah (*low price*). Studi Rock (1986), Beatty and Ritter (1986), Kunz and Aggarwal (1994) menemukan terjadinya *underpricing* disebabkan adanya *asymmetric information*. Sementara itu, masih banyak studi lain yang menjelaskan fenomena *underpricing* sebagaimana dikemukakan Gumanti (2002). Hal yang menarik dari bukti empiris di Indonesia adalah tingkat *underpricing* yang ditemukan relatif lebih rendah dibandingkan dengan negara berkembang lain bahkan dengan beberapa negara maju sebagaimana temuan Husnan (1991), Rizka (1995), Hanafi (1998) Nasirwan (2000), Gumanti (2000, 2001), Syaiful Ali & Jogianto (2001), Prastiwi & Kusuma (2001) dan Pujiharjanto (2003).

Fenomena *underpricing* yang terjadi pada hampir setiap pasar modal, menguntungkan investor karena mereka mendapatkan *abnormal return* tetapi tidak menguntungkan bagi emiten karena emiten kemudian tidak mendapatkan dana dalam jumlah yang optimal. Padahal disisi lain, salah satu tujuan menjual saham adalah meningkatkan atau menambah kas perusahaan. Kondisi ini menarik sehingga perlu dilihat lebih cermat tentang fenomena *underpricing* pada penawaran umum perdana di Indonesia. Lebih lanjut tulisan ini mempunyai tujuan mengetahui faktor-faktor apa yang mempengaruhi *underpricing*.

Teori – Teori tentang Underpricing

Underpricing terjadi ketika harga pada saat IPO lebih rendah dibandingkan pada saat diperdagangkan di pasar sekunder. Keadaan ini umum terjadi pada hampir setiap pasar modal, mencermati hal tsb dan bukti-bukti empiris fenomena *underpricing* pada akhirnya dapat dijelaskan melalui: *Asymmetric Information theory*, *Signaling Theory* dan *Efficient Market Theory* (Pujiharjanto, 2003).

Asymmetric Information merupakan suatu kondisi di mana terdapat informasi yang tidak sama atau seimbang baik antara informasi yang dimiliki oleh manajer maupun pihak lain misalnya investor. Rock (1986) dalam menjelaskan informasi asimetris mengasumsikan investor dibedakan menjadi: *Informed investor*, yang mempunyai informasi sempurna tentang realisasi nilai dari penawaran saham baru dan *uninformed investor*, yang mempunyai harapan sama atas ketidakpastian nilai saham. Asumsi lain adalah

informasi yang terbaik hanya dimiliki oleh perusahaan itu sendiri. Sebagian besar investor adalah *uninformed investor*, sehingga hanya mempunyai informasi yang terbatas tentang prospek perusahaan baru dibandingkan *issuer* dan *investment banker* selaku penjamin emisi. Untuk mengkompensasi atas terbatasnya informasi tersebut, *uninformed investor* hanya akan berpartisipasi dalam penawaran saham baru jika dijual dengan harga cukup rendah. Ritter (1987) juga menjelaskan bahwa di pasar terdapat investor yang *Informed* dan *uninformed investor*. *Informed investor* hanya akan melakukan investasi pada penawaran –penawaran saham yang berpeluang sukses saja sedangkan *uninformed investor* secara acak membeli saham yang tersisa yang ditinggalkan oleh *Informed investor*.

Signaling theory yang dikemukakan Leland dan Pyle (1977) menyatakan bahwa investor yang rasional akan memperhitungkan bagian kepemilikan para pemilik lama atas saham menjadi suatu *signal* berharga yang dapat mencerminkan nilai perusahaan. Penurunan dalam proporsi kepemilikan saham dari pemilik lama yang ditunjukkan oleh penawaran saham baru kepada investor luar adalah *signal* yang negatif. Sebaliknya semakin tinggi persentase saham yang ditahan oleh pemilik lama, merupakan *signal* positif bagi pasar. *Signaling theory* juga dikembangkan oleh Trueman (1986) yang memprediksi bahwa peningkatan *capital expenditure* (biaya modal) akan diikuti oleh reaksi harga saham positif. Hal ini didasarkan pada asumsi bahwa manajemen mempunyai motivasi untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham melalui pengambilan proyek yang memiliki *net present value* positif yang tentunya akan meningkatkan biaya modal. Karenanya ketika perusahaan memutuskan adanya kenaikan modal, maka investor merespon positif keputusan tersebut dan merespon negatif keputusan jika ada keputusan penurunan biaya modal.

Efficient Market Theory yang dikemukakan Fama (1970) mendefinisikan tiga bentuk efisiensi pasar modal yaitu: 1) *weak form efficiency*, di mana harga-harga sekuritas saat ini menggambarkan seluruh informasi yang terkandung pada harga sekuritas di waktu lalu sehingga tidak seorang investor pun mampu memperoleh *excess return* dengan menggunakan *trading rule* yang didasarkan pada informasi harga atau saham waktu yang lalu. 2) *semistrong form efficiency* di mana harga-harga

sekuritas lain menggambarkan seluruh informasi yang dipublikasikan sehingga tidak seorang investor pun mampu memperoleh *excess return* secara konsisten dengan *trading rule* yang didasarkan pada informasi yang dipublikasikan dan 3) *strong form efficiency*, di mana harga-harga sekuritas tidak hanya mencerminkan informasi harga atau return yang lalu, informasi yang dipublikasikan tetapi juga informasi yang tidak dipublikasikan. Berdasarkan pengelompokan efisiensi pasar diatas, dimana dalam emisi saham baru terjadi *underpricing* maka hal tersebut melemahkan hipotesis pasar modal yang efisien, khususnya efisiensi pasar modal dalam bentuk setengah kuat. Ross, et al (1999) menyatakan bahwa pasar modal efisien mempunyai implikasi

balk bagi pemegang saham atau investor maupun perusahaan. Bagi investor, karena informasi dicerminkan segera dalam harga, maka mereka hanya akan mendapatkan *normal rate of return*, sedangkan perusahaan akan memperkirakan penerimaan saham yang mereka jual adalah *intrinsic value*.

Dari ketiga teori dasar tersebut, muncul teori-teori baru untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan atas terjadinya *underpricing* pada penawaran perdana. Gumanti (2002) menyajikan setidaknya ada sebelas teori keuangan korporasi (*corporate finance*) yang ditawarkan untuk mencoba mengungkap kenapa IPO secara rata-rata mengalami *underpricing* sebagai berikut:

Tabel 1 : Teori – teori tentang *underpricing*

No	Teori	Pencetus/Kasus	Bukti Emperis	Kesimpulan
1	<i>Winner's Curse Hypothesis</i> atau <i>Adverse Selection Hypothesis</i>	Rock (1986)	Koh dan Walter (1989) dan Beaty dan Ritter (1986)	Terdukung
2	<i>Costly Information Acquisition Hypothesis</i>	Benveniste dan Spindt (1989)	Hanley (1993)	Terdukung
3	<i>Cascades Hypothesis</i> atau <i>Imp.essario hypothesis</i>	Welch (1992)	Shiller (1990)	Terdukung tapi belum kuat
4	<i>Investment Banker's Monopsony Power Hypothesis</i>	Baron dan Holmstrom (1980) dan Baron (1982)	Muscarella dan Vetsuypens (1989)	Tidak terdukung
5	<i>Lawsuit Avoidance Hypothesis</i>	Tinic (1988)	Drake dan Vetsuypens (1993)	Terdukung
6	<i>Signaling Hypothesis</i>	Allen dan Faulhaber (1989), Welch (1989) dan Grinblatt dan Hwang (1989)	Michaely dan Shaw (1994)	Tidak sepenuhnya terbukti
7	<i>Regulatory Constrain Hypothesis</i>	Di Jepang sebelum th 1989	Batasan dalam penetapan harga jual	Terdukung
8	<i>Wealth Distribution Hypothesis</i>	Kasus swastanisasi perusahaan pemerintah	British Airways dan British Steel dan Nippon Telegraph and Telephone	Terdukung
9	<i>Stabilization Hypothesis</i>	Ruud (1993)	Miller dan Reilly (1987)	Kurang terbukti
10	<i>Ownership Dispersion Hypothesis</i>	Booth dan Chua (1995) Brennan dan Franks (1995)	Booth dan Chua (1995) Brennan dan Franks (1995)	Terdukung
11	<i>Market Incompleteness Hypothesis</i>	Mauer dan Senbet (1992)	Mauer dan Senbet (1992)	Terdukung

Sumber: Gumanti (2002)

Underpricing di Indonesia

Di Indonesia, bukti tentang adanya *underpricing*, dapat dilihat antara lain ketika Bank BNI Tbk melakukan IPO pada 31 Mei 2000 yang mengalami *underpricing* 35% di hari pertama (harga penawaran Rp 850,- sedangkan harga penutupan hari pertama perdagangan di bursa Rp 1.150,-). *Underpricing* kembali terjadi ketika PT Wahana Phonix Mandiri Tbk *go public* tanggal 22 Juni 2001 (harga penawaran Rp 175,- sedangkan harga penutupan hari pertama perdagangan di bursa Rp 505,-, sehingga terjadi *underpricing* 188,57%). Demikian juga pada kasus *go public*-nya PT Akbar Indo Makmur Stimee Tbk (terjadi *underpricing* 192%), Bank Mandiri Tbk yang *go public* 14 Juli 2003 (terjadi *underpricing* 30%). Terjadinya *underpricing* tentunya merugikan emiten, karena mereka kehilangan potensi untuk mendapatkan dana dalam jumlah yang besar dengan biaya murah. Selain kasus-kasus *underpricing* diatas, bukti empiris juga menunjukkan terjadinya *underpricing* di Indonesia sebagaimana dapat dilihat pada tabel 2 dan berikut ini:

Sebagai perbandingan, berikut ini disajikan juga tingkat *underpricing* saham diberbagai Negara (tabel 3). Secara sederhana perbedaan yang mencolok terhadap tinggi dan rendahnya tingkat *underpricing* pada table 3 tidak dapat tidak merupakan cerminan dari tingkat risiko dan ketidakpastian yang ada serta sampai sejauh mana keterbukaan informasi mampu diakses oleh calon Investor (Gumanti, 2002). Artinya risiko dan ketidakpastian di pasar modal Negara berkembang lebih tinggi dibandingkan dengan risiko dan ketidakpastian di Negara maju. Selain itu, Ibbotson et al (1994) menyebutkan bahwa salah satu penyebab perbedaan tingkat *underpricing* adalah adanya perubahan atau perbedaan dalam sistem penawaran saham. Pada Negara maju dimana banyak menggunakan penawaran saham dengan sistem lelang (*auction*) volatilitas harga di pasar sekunder tidak terlalu tinggi, sementara di Negara berkembang yang banyak menggunakan penawaran saham dengan sistem tetap (*fixed price*) menunjukkan adanya volatilitas harga. Meskipun demikian, untuk kasus di Indonesia

Tabel 2 : Tingkat *underpricing* di Indonesia

Peneliti	Periode	Sampel	Initial Return (%)	St Dev. Initial Return (%)
Husnan (1991)	1989	22	20,9 ^a	TT
	1990	22	2,9 ^a	TT
Hanafi & Husnan (1991)	1990	38	2,9 ^a	TT
Rizka (1995)	1989-1994	114	12,5 ^b	22,93
Hanafi (1998)	1989-1994	106	12,5 ^c	TT
Gumanti (2000)	1989-1997	149	9,7 ^b	17,06
Nasirwan (2000)	1989-1996	227	9,0 ^b	20,00
Gumanti (2001)	1989-1998	269	12,2 ^b	14,97
Syaiful Ali & Jogianto (2001)	1994-1999	97	11,0 ^b	TT
Prastiwi & Kusuma (2001)	1994-1997	78	5,87 ^c	12,58
Pujiharjanto (2003)	1992-1998	124	15,22 ^a	32,89
Ardiansyah (2003)	1995-2001	64	52,0 ^b	77,37

Sumber: bebarapa sumber
 Cat. ^aReturn satu minggu yang disesuaikan pasar,
^bReturn penutupan hari pertama perdagangan,
^cReturn hari pertama yang disesuaikan dengan Return pasar & TT=tidak tersedia data

rendahnya tingkat *underpricing* tidak semata-mata dikarenakan penggunaan penawaran sistem tetap artinya ada banyak faktor lain yang menyebabkan terjadinya *underpricing* disamping *underpricing* merupakan fenomena umum di pasar modal.

Tabel 3 : Tingkat *Underpricing* Saham di Berbagai Negara

Negara	Peneliti (Th)	Periode	Ukuran	Initial Ret./%
Negara maju				
Australia	How et al. (1995)	1980-1990	340	19,7
Belgia	Rogiers et al (1993)	1984-1990	28	10,1
Canada	Jog dan Srivastava (1995)	1971-1992	254	7,4
Finlandia	Keloharju (1993)	1984-1992	91	14,4
Perancis	Husson dan Jacquillat (1989)	1983-1986	131	4,2
Jerman	Steib dan Mohan (1997)	1988-1994	103	6,8
Italia	Cherubini & Ratti (1992)	1985-1991	75	27,1
Jepang	Pettway dan Kaneko (1996)	1981-1993	147	49,5
Selandia Baru	Firth (1997)	1979-1987	143	25,9
Singapura	Lee et al (1992)	1987-1992	132	31,4
Spanyol	Rahnema et al (1992)	1985-1990	71	35
Swedia	Rydqvist (1993)	1970-1991	251	34,1
Swis	Kunz dan Aggarwal (1993)	1983-1989	42	35,8
Belanda	Wessels (1989)	1982-1991	72	7,2
Inggris	Buckland et al (1981)	1965-1975	297	9,7
Amerika	Louge (1973)	1965-1969	250	41,7
	Ibbotson et al (1994)	1960-1992	10626	15,3
Negara Berkembang				
Brazil	Aggarwal et al (1993)	1979-1990	62	78,5
Chile	Aggarwal et al (1993)	1982-1990	19	16,3
China	Datar dan Mao (1998)	1990-1996	226	388
Yunani	Kazantzis dan Thomas (1996)	1987-1994	129	50,9
Hongkong	MC Guinness (1993)	1980-1990	29	16,6
India	Krisnamurti dan Kumar (1994)	1992-1993	98	35,3
Korsel	Dhatt et al (1993)	1980-1990	347	78,1
Malaysia	Paudyal et al (1998)	1984-1995	77	53,7
Mexico	Aggarwal et al (1993)	1987-1990	37	33
Taiwan	Huang (1999)	1971-1995	311	42,6
Thailand	Wethyavivorn & Koo-smith (1991)	1988-1989	32	58,1

Sumber: Gumanti (2002)

Berdasarkan bukti-bukti empiris diatas, secara umum tingkat *underpricing* di Indonesia relatif lebih rendah dibandingkan negara-negara lain. Besarnya *underpricing* yang terjadi di Indonesia berbeda antara temuan yang satu dengan lainnya. Kondisi tersebut dipengaruhi oleh berbagai faktor baik faktor *eksternal* maupun *internal* perusahaan. Gumanti (2002) menyatakan setidaknya ada empat yang dapat mempengaruhi besar kecilnya tingkat *underpricing* yaitu: (1) sistem yang digunakan dalam penetapan harga penawaran, (2) sistem penjaminan, (3) tinggi rendahnya atau mahal murahnya harga

penawaran, dan (4) banyak sedikitnya perusahaan yang melakukan IPO.

Sehubungan dengan sistem yang digunakan dalam penetapan harga penawaran, dapat digunakan sistem lelang (*auction*) dan sistem tetap (*fixed price*). Pada sistem lelang, harga penawaran yang disepakati merupakan harga dari hasil lelang yaitu harga tertinggi yang mampu diserap pasar. Akibatnya begitu memasuki pasar saham, investor sudah memahami dan mengerti bahwa harga yang terbentuk sudah merupakan harga paling tinggi yang dapat mereka beli. Ini berbeda dengan sistem tetap yang harganya ditetapkan oleh emiten (perusahaan yang hendak

menerbitkan dan menjual saham) dan penjamin emisi. Pada sistem penjaminan, penjamin dapat memilih sistem *best effort* (penjamin emisi hanya bertugas menjualkan saham dan tidak bertanggung jawab penuh atas laku tidaknya saham/berusaha sebaik mungkin) dan sistem penjaminan *full commitment* (penjamin emisi bertanggung jawab atas tidak lakunya saham di pasar/menjamin semua saham akan terjual). Tinggi rendahnya harga penawaran yang mempengaruhi tingkat *underpricing*, dapat dijelaskan sebagai berikut: pada penawaran harga rendah, tingkat *underpricing*nya relatif tinggi dibandingkan saham yang ditawarkan dengan harga tinggi, sementara berkaitan dengan banyaknya perusahaan yang melakukan IPO ada kecenderungan tingkat *underpricing*nya tinggi.

Selain keempat hal diatas, bukti empiris juga menunjukkan bahwa tingkat *underpricing* dapat dipengaruhi oleh karakteristik khusus perusahaan, misalnya: ukuran perusahaan, ukuran penawaran, besar kecilnya porsi saham yang ditawarkan atau ditahan, umur perusahaan dan rasio kecukupan modal (Gumanti, 2002). Lebih lanjut, berikut ini disarikan temuan-temuan penelitian terdahulu yang mencoba melihat fenomena terjadinya *underpricing*. Nasirwan (1999) menemukan bahwa reputasi penjamin emisi berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*, tetapi variabel reputasi auditor tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Gumanti (2000) menemukan bukti bahwa tingkat *underpricing* yang tinggi ditemukan pada saat dimana banyak perusahaan melakukan IPO. Gumanti dan Cahyati (2001) menemukan hubungan yang positif antara kualitas penjamin emisi dan tingkat *underpricing*, temuan ini konsisten dengan temuan Daljono (2000).. Syaiful Ali dan Jogianto (2001) menemukan adanya pengaruh yang signifikan pada variabel metode akuntansi penyusutan dan sinyal kepemilikan terhadap tingkat *underpricing* tetapi tidak berpengaruh untuk variabel penjamin emisi, reputasi auditor dan metode perhitungan persediaan. Temuan Syaiful Ali dan Jogianto (2001) yaitu reputasi penjamin tidak berpengaruh terhadap *underpricing* berbeda dengan temuan Nasirwan (1999). Sementara itu, Ardiansyah (2003) menemukan EPS berpengaruh terhadap terjadinya tingkat *underpricing* sementara variabel keuangan yang lain (tingkat pertumbuhan laba, *rate of return on total assets*, *financial leverage*, *proceeds*, laba per lembar saham, besaran

perusahaan) tidak berpengaruh. Pujiharjanto (2003) menemukan adanya hubungan negatif variabel *net profit margin*, proporsi saham yang ditawarkan dan volume penjaminan oleh penjamin emisi dengan *underpricing*, sementara variabel aliran kas masuk, *price earning ratio*, umur perusahaan dan indek harga saham sektor industri berhubungan positif dengan *underpricing*.

PENUTUP

Ketika perusahaan dihadapkan pada kebutuhan dana yang sangat besar berbagai alternatif pendanaan dapat dipilih, salah satunya adalah menerbitkan saham dan menjualnya ke publik. Ketika perusahaan menjual sahamnya untuk pertama kali dikenal dengan IPO (*initial public offering*). Pilihan alternatif ini membawa konsekuensi bagi perusahaan antara lain terjadinya *underpricing*. Terjadinya *underpricing* mengakibatkan tidak diperolehnya dana dalam jumlah optimum oleh perusahaan tetapi fenomena ini terjadi hampir di setiap pasar modal, hanya berbeda dalam hal tinggi rendahnya tingkat *underpricing*. Oleh karena itu penelitian dengan topik ini cukup menarik, berbagai teori digunakan untuk mengungkap terjadinya *underpricing*. Dari berbagai penelitian yang coba mengungkap terjadinya *underpricing*, setidaknya ada empat yang dapat mempengaruhi besar kecilnya tingkat *underpricing* yaitu: (1) sistem yang digunakan dalam penetapan harga penawaran, (2) sistem penjaminan, (3) tinggi rendahnya atau mahal murahnya harga penawaran, dan (4) banyak sedikitnya perusahaan yang melakukan IPO. Selain keempat hal diatas, bukti empiris juga menunjukkan bahwa *underpricing* dapat dipengaruhi oleh karakteristik khusus perusahaan, misalnya: ukuran perusahaan, ukuran penawaran, besar kecilnya porsi saham yang ditawarkan atau ditahan, umur perusahaan dan rasio kecukupan modal.

Di Indonesia tingkat *underpricing* relatif rendah tentu hal ini sangat menarik, meskipun banyak penelitian dilakukan untuk menjawab fenomena tersebut, kiranya perlu diteliti tidak hanya melihat variabel keuangan yang diprediksi mempengaruhi *underpricing* tetapi juga variabel yang lain seperti: perilaku investor (Investor rasional atau tidak, investor berorientasi *capital gain* atau dividen dll), keterbukaan sistem penetapan harga perdana.

DAFTAR PUSTAKA

- Ardhiansyah, Misnen, 2003, "Pengaruh Variabel Keuangan Terhadap Return Awal Dan Return 15 Hari Setelah IPO Di Bursa Efek Jakarta", Makalah Simposium Nasional Akuntansi VI.
- Beatty, Randolp P, and Jay Ritter, 1986, " *Investment Banking, Reputation and The Underpricing of Initial Public Offering*", Journal Financial Economics.
- Gumanti, Tatang A, 2002, " *Underpricing dan Biaya-Biaya di Sekitar Initial Public Offering*, Wahana Vol. 5 No. 2.
- Ibbotson, Roger G, 1975, " *Price Performance of Common Stock New Issues*", Journal of Financial Economics.
- Kunz, Roger M and Aggarwal Reena, 1994, " *Why Initial Public Offering are Underpriced: Evidence From Switzerland*", Journal of Banking and Finance
- Nasirwan, 2000, " *Reputasi Penjamin Emisi, Return Awal, Return 15 Hari Sesudah IPO dan kinerja Perusahaan Satu Tahun Sesudah IPO*", Makalah Simposium Nasional Akuntansi III.
- Prastiwi, Arum dan Kusuma, Indra Wijaya, 2001, " *Analisis Kinerja Surat Berharga Setelah Penawaran Perdana (IPO) Di Indonesia*", Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol. 16 No. 2.
- Pujiharjanto, C Ambar, 2003, " *Underpricing Pada Penawaran Umum Perdana Di Bursa Efek Jakarta*", Ringkasan Disertasi, Tidak dipublikasikan.
- Rock, Kevin, 1986, " *Why New Issues are Underpriced*", Journal of Financial Economics.
- Ritter, Jay, 1987, " *The Cost of Going Public*", Journal of Financial Economics.
- Ross, Stephen A, Randolph W Westerfield and Jefferey, 1999, " *Coorporate Finance*, 5th Edition, Singapore, Irwin Mc Graw-Hill.
- Smith Jr, Clifford W, 1977, " *Alternatif Methods for Raising Capital: Rights Versus Underwriting Offerings*", Journal of Financial Economics,
- Husnan, Suad, 1991, " *The First Issues Market: The case of The Indonesian Bull Market*", Jurnal Ekonomi Indonesia.
- Hanafi, Mamduh, 1998, " *Efisiensi Emisi saham Baru di Bursa Efek Jakarta (1989-1994)*", Kelola Gadjah Mada University Business Review.
- Leland, Hayne and David Pyle, 1997, " *Informational Asymetris Financial Structure and Financial Intermediation*", Journal of Finance.
- Rizka, Y, 1995, " *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing pada Penawaran Perdana Emisi yang Listing di Bursa Efek Jakarta Periode 1989-1994*", Thesis, Tidak dipublikasikan.
- Trueman, B, 1986, " *The Relationship Between The Level of Capital Expenditure and Firm Value*", Journal of Financial and Quantitative Analysis.

-ooOoo-