

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