

TAWARAN AWAM PERMULAAN: TINJAUAN PRESTASI SEPANJANG DEKAD

Nasruddin Zainudin & Engku Ngah Engku Chik
Sekolah Kewangan dan Perbankan
Universiti Utara Malaysia

ABSTRAK

Artikel ini meninjau prestasi tawaran awam permulaan (IPO) di BSKL sepanjang dekad terakhir abad ke-20. Tawaran awam permulaan adalah tawaran untuk melanggan terbitan sekuriti baru buat kali pertama oleh sesebuah syarikat kepada pelabur awam melalui penanggungjaminan atau rumah penerbitan. Tawaran awam permulaan ialah salah satu cara syarikat meraih modal yang diperlukan sama ada untuk membiayai projek pelaburan, menambahkan modal kerja atau membayar balik hutang. Dekad 1990-an telah menyaksikan peningkatan tawaran awam permulaan dari tahun ke tahun dari segi bilangan dan juga jumlah dana yang dikumpulkan. Sebelum krisis kewangan, premium tawaran awam permulaan yang tinggi dan lebih langgan menjadi fenomena yang lumrah. Bagaimanapun, selepas krisis melanda, premium terbitan baru mula mengecil, banyak terbitan baru diniagakan pada harga diskaun, dan bilangan tawaran awam permulaan juga telah merosot. Antara alasan yang mungkin menyebabkan pengurangan tawaran awam permulaan di BSKL ialah prestasi kurang menggalakkan dan sentimen kurang bermaya di pasaran, harga pembukaan yang tidak menggalakkan, kekurangan modal untuk melanggan terbitan baru, dan kebimbangan pelabur asing terhadap bursa saham tempatan. Daripada pemerhatian dan kajian yang pernah dijalankan, prestasi tawaran awam permulaan didapati bersandar kepada prestasi ekonomi semasa. Bilangan tawaran awam permulaan sepanjang dekad 1990-an meningkat seiring dengan prestasi ekonomi negara dan merosot apabila negara dilanda kegawatan ekonomi. Selain daripada bilangan syarikat dan jumlah dana yang dikumpulkan, premium dan lebih langgan saham baru juga turut menunjukkan arah aliran yang sama.

1.0 PENGENALAN

Beberapa tahun sebelum berlakunya krisis kewangan di rantau Asia pada 1997, para pelabur telah menikmati pendapatan yang lumayan daripada pelaburan di pasaran saham. Bagi pelabur yang sudah biasa dengan selok-belok aktiviti jual beli saham, firma-firma broker menjadi tumpuan mereka untuk mengikuti pergerakan harga saham. Peluang untuk membuat keuntungan mudah, segera dan lumayan hanya dapat ditemui jika turun naik harga saham dijejaki dan keputusan untuk menjual atau membeli saham-saham tertentu dibuat tepat pada masanya. Pelabur-pelabur akan membeli apabila harga saham di paras yang rendah dan menjualnya apabila harga meningkat. Hasil keuntungan daripada perbezaan harga jualan dan harga belian, dikenali sebagai laba modal (*capital gains*), menjadi penggerak kepada kecergasan pasaran.

Selain di Bursa Saham Kuala Lumpur (BSKL), iaitu pasaran sekunder saham-saham biasa syarikat awam Malaysia, keuntungan lumayan juga diperolehi di pasaran primer di mana syarikat-syarikat membuat tawaran awam permulaan (*initial public offerings - IPO*). Dalam tahun-tahun sebelum krisis kewangan, IPO sentiasa mendapat sambutan orang ramai. Setiap kali saham baru disenaraikan di BSKL, harga pembukaannya sentiasa lebih tinggi daripada harga tawaran. Lebih langgan (*oversubscription*) menjadi suatu fenomena yang biasa. Keuntungan yang tinggi dan hampir pasti telah menyebabkan pelabur berebut-rebut untuk melanggan IPO tanpa mengkaji prospektus syarikat penerbit. Malah, ada antara pelabur yang terlalu ghairah untuk mendapatkan saham baru sehingga mereka sanggup untuk menggunakan nama orang-orang lain bagi meningkatkan peluang mendapatkan saham berkenaan.

Kegawatan ekonomi yang melanda Malaysia pada pertengahan 1997 bagaimana-pun telah merubah segalanya. Terbitan awam permulaan tidak lagi menjanjikan keuntungan bagi mereka yang berjaya mendapatkan saham-saham terbitan baru. Premium terbitan baru mula mengecil dan terdapat beberapa buah syarikat yang telah mencatatkan harga diskaun apabila disenaraikan di BSKL. Orang awam mula menjauhkan diri daripada IPO kerana ketidakpastian prestasi pasaran primer. Akibatnya, terbitan baru ketika kegawatan ekonomi sering kali terkurang langgan (*undersubscribed*), tidak seperti pada zaman mewah sebelum ini.

Artikel ini meninjau prestasi IPO di BSKL sepanjang dekad terakhir abad ke-20. Dekad ini telah mengharungi era kemakmuran sebagai kesinambungan dekad sebelumnya. Malangnya, kemewahan yang dinikmati terjejas apabila negara dirundung krisis kewangan pada pertengahan 1997. Sebagai permulaan, senario pasaran modal tempatan akan diuraikan secara ringkas, diikuti dengan tinjauan umum prestasi terbitan awam permulaan di BSKL. Kemudian, kajian-kajian terdahulu yang mempunyai kaitan dengan IPO dibincangkan. Akhir sekali, artikel ini membincangkan kesan kegawatan ekonomi terhadap IPO serta pasaran modal tempatan.

2.0 LATAR BELAKANG TERBITAN AWAM PERMULAAN

Tawaran awam permulaan, atau lebih dikenali sebagai IPO, adalah tawaran untuk melanggan sesuatu terbitan sekuriti baru buat kali pertama oleh sesebuah syarikat kepada pelabur awam melalui penanggungjaminan atau rumah penerbitan dengan bayaran tertentu yang ditetapkan. Walaupun terbitan sekuriti baru merangkumi bon, saham pinjaman, saham terutang, dan lain-lain lagi, namun yang menjadi tumpuan artikel ini adalah saham biasa sahaja.

2.1 Kenapa syarikat membuat tawaran awam?

Sesetengah syarikat mengalami pertumbuhan pesat dalam operasi sehingga keuntungan dalaman dan sumber pinjaman jangka pendek tidak lagi mampu memenuhi keperluan modalnya. Bagi syarikat ini, penawaran awam merupakan cara yang efektif untuk mendapatkan modal tambahan. Keuntungan dalaman adalah terhad manakala pinjaman jangka pendek memerlukan pembayaran tunai yang kerap dan meningkatkan risiko tidak mampu bayar. Melalui penawaran awam, syarikat boleh meraih modal jangka panjang untuk melancarkan operasi harian dan melaksanakan aktiviti pengembangan.

Terdapat beberapa alasan utama mengapa syarikat persendirian membuat keputusan membuat terbitan awam. Antaranya ialah untuk mendapatkan pembiayaan tambahan bagi tujuan membayar hutang, menambahkan modal kerja atau membiayai projek pelaburan syarikat. Terbitan awam juga mampu meningkatkan nilai bersih (*net worth*) bagi membolehkan syarikat meningkatkan kapasiti meminjam atau memperoleh kemudahan kredit yang lebih baik. Di samping itu, terbitan awam membolehkan pemilik asal syarikat menukarkan ekuiti dalam syarikat kepada tunai dengan menjual sebahagian daripada saham pemilikannya, atau dengan perkataan lain, mencipta saham yang boleh diniagakan secara terbuka dan boleh dipinjam atau dijual pada masa depan.

Berbanding saham syarikat persendirian, terbitan awam mempunyai kecairan yang tinggi iaitu mudah dipasarkan bagi memperoleh tunai. Dengan menjual sebahagian daripada pemilikan dalam syarikat, pemilik asal atau pengasas syarikat boleh mempelbagaikan risiko portfolio pelaburan mereka dengan cara melabur dalam syarikat atau pelaburan lain. Selain itu, penyenaiaan awam meningkatkan imej korporat sesebuah syarikat dan menjadikan syarikat lebih dikenali di kalangan pelabur dan orang ramai. Pelanggan serta pemegang saham juga akan mempunyai kecenderungan yang lebih besar terhadap maklumat yang berkaitan dengan syarikat dan juga produk keluarannya.

Bagi syarikat persendirian, hasrat mendapatkan modal tambahan melalui penjualan saham-saham baru kepada pemilik sedia ada mungkin tidak boleh dicapai. Syarikat persendirian boleh berusaha menarik orang luar untuk melaburkan wang mereka dalam syarikat. Bagaimanapun, ia mungkin sukar kerana banyak maklumat atau fakta tentang operasi syarikat sukar diperolehi. Dengan menawarkan saham kepada orang awam, syarikat perlu mematuhi keperluan pendedahan dan peraturan oleh Suruhanjaya Sekuriti. Jadi, ini dapat meningkatkan kefelusan dan mengurangkan masalah urusan dalaman oleh pihak-pihak tertentu dan seterusnya menarik orang ramai untuk melaburkan wang mereka dalam syarikat.

2.2 Penyenaiaan terbitan baru di BSKL

BSKL menyenaraikan saham-saham syarikat dalam dua senarai rasmi, iaitu papan utama dan papan kedua. Saham yang dimasukkan dalam papan utama terdiri daripada saham biasa syarikat-syarikat besar yang mempunyai modal berbayar tidak kurang daripada RM50 juta. Papan kedua pula adalah untuk syarikat yang mempunyai modal berbayar di antara RM40 juta dengan RM50 juta. Kewujudan papan kedua adalah untuk menyediakan prasarana bagi syarikat-syarikat kecil dan sederhana yang berpotensi dan mempunyai prospek pertumbuhan yang baik, mendapatkan modal bagi membiayai pengembangan perniagaan. Keperluan penyenaiaan yang ketat oleh BSKL dan Suruhanjaya Sekuriti menafikan peluang bagi syarikat-syarikat yang lebih kecil untuk mendapatkan modal daripada orang ramai. Justeru, pembentukan papan kedua pada November 1989 telah memberi dan memudahkan syarikat-syarikat ini akses kepada pasaran modal tempatan. Kini, dalam tempoh 10 tahun, keahlian papan kedua telah meningkat daripada dua buah syarikat pada awal 1990 kepada 283 kaunter pada akhir 1999 (Jadual 1).

Jadual 1
Statistik Penyenaraian di BSKL Setakat 31 Disember 1999

| Tahun | Papan Utama | Papan Kedua | Jumlah |
|-------|-------------|-------------|--------|
| 1990 | 271 | 14 | 285 |
| 1991 | 292 | 32 | 324 |
| 1992 | 317 | 52 | 369 |
| 1993 | 329 | 84 | 413 |
| 1994 | 347 | 131 | 478 |
| 1995 | 369 | 160 | 529 |
| 1996 | 413 | 208 | 621 |
| 1997 | 444 | 264 | 708 |
| 1998 | 454 | 282 | 736 |
| 1999 | 474 | 283 | 757 |

Sumber: <http://www.klse.com.my>

2.3 Prosedur dan syarat pengapungan

Dari segi operasi, tiada perbezaan antara kaunter di papan utama dan papan kedua. Keperluan untuk penyenaraian juga pada asasnya adalah sama kecuali dari segi kelayakan modal berbayar minimum, rekod keuntungan dan dividen, dan agihan saham kepada orang awam (Jadual 2).

Sebelum sesuatu saham boleh disenaraikan di BSKL, syarikat, mengikut Seksyen 6 Akta Industri Sekuriti 1983, perlu membuat permohonan kepada Suruhanjaya Sekuriti. Pada masa yang sama, syarikat juga akan menghantarkan Memorandum dan Tataurusian Persatuan (*Memorandum and Articles of Association*) kepada BSKL di samping memfailkan permohonan untuk disenaraikan dengan mengemukakan dokumen-dokumen sokongan. Setelah kelulusan daripada Suruhanjaya Sekuriti dan BSKL diperoleh, syarikat akan memfailkan prospektus kepada Pendaftar Syarikat. Langkah seterusnya ialah mengiklan dan mengedarkan prospektus kepada orang ramai. Orang ramai boleh mendapatkan borang permohonan daripada rumah terbitan, bank saudagar, broker saham, bursa saham atau daripada akhbar tempatan. Permohonan perlu dibuat dengan segera kerana tawaran biasanya ditutup selepas dua minggu.

Jadual 2
Peraturan Penyenaiaan di BSKL

| Papan Pertama | Papan Kedua |
|---|---|
| Modal berbayar minimum ialah RM50 juta terdiri daripada saham biasa dengan nilai tara RM1 setiap satu. | Modal berbayar minimum ialah RM10 juta dan tidak mencapai RM50 juta, terdiri daripada saham biasa bernilai tara RM1 setiap satu. |
| Rekod keuntungan bagi 3 tahun kewangan berturut-turut dengan keuntungan tidak kurang daripada RM8 juta bagi tahun terbaru, serta keuntungan agregat bagi tempoh yang sama tidak kurang daripada RM30 juta, atau, rekod keuntungan bagi 5 tahun kewangan berturut-turut dengan keuntungan tidak kurang daripada RM8 juta bagi tahun terbaru, serta keuntungan agregat bagi tempoh yang sama tidak kurang daripada RM30 juta. | Rekod keuntungan bagi 3 tahun kewangan berturut-turut dengan keuntungan tidak kurang daripada RM4 juta bagi tahun terbaru, serta keuntungan agregat bagi tempoh yang sama tidak kurang daripada RM12 juta, atau, rekod keuntungan bagi 5 tahun kewangan berturut-turut dengan keuntungan tidak kurang daripada RM4 juta bagi tahun terbaru, serta keuntungan agregat bagi tempoh yang sama tidak kurang daripada RM12 juta. |
| Sekurang-kurangnya 25% daripada modal berbayar mestilah dipegang oleh orang awam yang masing-masing memiliki tidak kurang daripada 1,000 unit. Syarikat dengan modal berbayar kurang daripada RM100 juta, bilangan pemegang saham minimum ialah 1,000 orang manakala yang mempunyai modal RM100 juta atau lebih, bilangan pemegang minimum ialah 1,250 orang. | Sekurang-kurangnya 25% dan tidak melebihi 50% daripada modal berbayar mestilah dimiliki oleh sekurang-kurangnya 500 orang pemegang saham yang mempunyai tidak kurang daripada 1,000 unit tiap-tiap seorang. |
| Untuk tujuan pemberitahuan, prospektus perlu diiklankan sepenuhnya dalam akhbar-akhbar utama. | Untuk tujuan pemberitahuan, ringkasan prospektus sudah memadai untuk diiklankan. |

Setelah permohonan ditutup, syarikat akan mengumumkan asas pengagihan dan memaklumkan kepada pemohon yang berjaya. Sijil saham kemudian didepositkan ke akaun Depositori Pusat Malaysia (Malaysian Central Depository - MCD) melalui broker saham yang dilantik oleh pemohon.

Mulai 1995, tatacara permohonan telah dipermudah dengan pengenalan sistem permohonan saham secara elektronik menggunakan mesin pelayan automatik (ATM). Kaedah ini mula ditawarkan oleh beberapa buah bank seperti Malayan Banking dan Standard Chartered. Sistem ini akan mengurangkan penggunaan kertas, memendekkan waktu pemprosesan permohonan dan meningkatkan keupayaan pengendalian langganan terbitan baru.

3.0 PERKEMBANGAN SEMASA TERBITAN AWAM PERMULAAN

Dalam tempoh 10 tahun dari Januari 1990 hingga Disember 1999, pasaran modal telah menyaksikan sejumlah 505 syarikat yang telah melaksanakan tawaran awam permulaan dengan 195 buah disenaraikan di papan utama, manakala 310 pula di papan kedua BSKL. Bilangan syarikat yang membuat tawaran awam permulaan, sepanjang tempoh kajian boleh dilihat dalam Jadual 3.

Jadual 3
Bilangan Tawaran Awam Permulaan
Januari 1990 - Disember 1999

| Tahun | Tawaran Awam Permulaan (IPO) | | Jumlah IPO |
|---------------|------------------------------|-------------|------------|
| | Papan Utama | Papan Kedua | |
| 1990 | 19 | 12 | 31 |
| 1991 | 21 | 18 | 39 |
| 1992 | 25 | 20 | 45 |
| 1993 | 12 | 32 | 44 |
| 1994 | 19 | 47 | 66 |
| 1995 | 18 | 33 | 51 |
| 1996 | 40 | 52 | 92 |
| 1997 | 25 | 63 | 88 |
| 1998 | 6 | 22 | 28 |
| 1999 | 10 | 11 | 21 |
| Jumlah | 195 | 310 | 505 |

Sumber: <http://www.klse.com.my>

Dalam tempoh yang sama (1990-1999), jumlah dana yang diraih melalui tawaran awam permulaan ialah RM29.51 bilion, jauh lebih tinggi berbanding dengan jumlah yang diraih dalam tempoh yang sama antara 1970-1979 (RM190.9 juta) dan 1980-1989 (RM2.75 bilion). Jumlah tahunan tertinggi yang pernah dicatatkan daripada tawaran awam permulaan ialah dalam tahun 1992 (RM5.42 bilion) dan 1996 (RM4.1 bilion). Jumlah dana daripada tawaran awam permulaan boleh dilihat dalam Jadual 4 di bawah.

Jadual 4
Dana Yang Diperoleh Melalui Tawaran Awam Permulaan

| Tahun | Tawaran Awam Permulaan (RM juta) | Dana Bersih Dikumpul Oleh Sektor Swasta* (RM juta) | Nisbah IPO-Dana Bersih Sektor Swasta |
|-------|----------------------------------|--|--------------------------------------|
| 1970 | 14.5 | 76.3 | 19.0% |
| 1971 | 6.5 | 45.0 | 14.4% |
| 1972 | 21.0 | 64.9 | 32.4% |
| 1973 | 23.4 | 77.7 | 30.1% |
| 1974 | 32.0 | 85.6 | 37.4% |
| 1975 | 18.2 | 75.7 | 24.0% |
| 1976 | 0 | 51.5 | 0.0% |
| 1977 | 21.8 | 119.8 | 18.2% |
| 1978 | 51.8 | 99.2 | 52.2% |
| 1979 | 1.7 | 210.9 | 0.8% |
| 1980 | 2.1 | 157.1 | 1.3% |
| 1981 | 103.7 | 901.8 | 11.5% |
| 1982 | 210.4 | 678.8 | 31.0% |
| 1983 | 182.6 | 1,399.2 | 13.1% |
| 1984 | 195.2 | 2,364.3 | 8.3% |
| 1985 | 237.2 | 644.5 | 36.8% |
| 1986 | 26.0 | 188.6 | 13.8% |
| 1987 | 311.1 | 1,779.8 | 17.5% |
| 1988 | 169.0 | 2,811.8 | 6.0% |
| 1989 | 1,316.3 | 4,361.7 | 30.2% |
| 1990 | 3,757.0 | 10,779 | 34.9% |
| 1991 | 1,710.9 | 6,264.3 | 27.3% |
| 1992 | 5,415.8 | 12,505.9 | 43.3% |
| 1993 | 912.7 | 7,072.4 | 12.9% |
| 1994 | 2,972.9 | 17,490.6 | 17.0% |
| 1995 | 4,175.0 | 19,776.2 | 21.1% |
| 1996 | 4,099.2 | 30,458.1 | 13.5% |
| 1997 | 4,781.0 | 34,946.7 | 13.7% |
| 1998 | 684.6 | 7,963.1 | 8.6% |
| 1999 | 999.5 | 10,890.2 | 9.2% |

*Tidak termasuk bon yang diterbitkan oleh institusi perbankan

Sumber: <http://www.bnm.gov.my>

Walaupun demikian, secara keseluruhan, jumlah yang diraih melalui tawaran awam permulaan sebenarnya masih kecil jika dibandingkan dengan jumlah dana yang diraih oleh sektor swasta daripada pasaran modal, iaitu hanya 21.33% daripada jumlah dana diperoleh sektor swasta bagi tempoh 1970-1999.

3.1 Penetapan harga tawaran saham baru

Satu peristiwa yang mempunyai implikasi penting terhadap IPO adalah berkaitan dengan penetapan harga tawaran saham-saham baru apabila syarikat diapungkan. Sebelum 1996, harga tawaran bagi saham baru dikawal oleh Suruhanjaya Sekuriti melalui nisbah harga perolehan (*price-earnings ratio* - *PER*) yang ditetapkan bagi sektor-sektor tertentu. Syarikat bersama penaja jamin kemudian akan menganggarkan perolehan sesaham (*earnings per share* - *EPS*) bagi tahun akan datang. Hasil darab *PER* dengan *EPS* ialah harga tawaran bagi saham baru. Daripada pemerhatian penulis, kaedah ini telah menjadikan saham baru sering terkurang nilai (*underpriced*). Keadaan ini telah menghasilkan premium yang tinggi apabila saham tersebut disenaraikan di BSKL.

Mulai 1996, Suruhanjaya Sekuriti telah memberi kebebasan kepada syarikat untuk menentukan harga tawaran bagi terbitan baru. Syarikat akan berunding dengan penaja jamin dan harga yang dicadangkan perlu mendapat kelulusan Suruhanjaya Sekuriti. Biasanya, tanpa banyak soal, Suruhanjaya Sekuriti akan meluluskan harga berkenaan kecuali jika terdapat sesuatu kesalahan yang ketara dengan cadangan tersebut. Penganalisis kewangan berpendapat kaedah ini akan mengurangkan premium terbitan baru.

3.2 Fenomena terkurang harga dan terlebih langganan

Terbitan awam permulaan amat menarik minat pelabur kerana berdasarkan pemerhatian mereka, prestasi harga saham-saham baru yang diniagakan sama ada di papan utama atau papan kedua BSKL sering kali menghasilkan premium yang tinggi. Dengan perkataan lain, terbitan baru sering terkurang harga. Menurut beberapa penulis dan penyelidik, pelabur ingin mendapatkan langganan baru kerana kebiasaannya saham-saham ini ditawarkan pada paras terkurang harga ataupun ditawarkan pada kadar diskaun daripada harga yang dijangkakan di pasaran. Oleh itu, pembelian saham-saham baru merupakan pelaburan jangka pendek yang boleh menjamin keuntungan yang besar dengan risiko minimum.

Fenomena terkurang harga ini dianggap suatu anomali kerana ia memberikan tanggapan kepada pelabur-pelabur bahawa pelaburan dalam bentuk saham-saham sebegini bakal menghasilkan pulangan yang baik. Keadaan ini dikuatkan oleh penemuan daripada kajian yang dijalankan oleh beberapa penyelidik di pasaran saham beberapa buah negara yang menyokong kewujudan anomali ini. Kebanyakan daripada penyelidik ini menyimpulkan bahawa terbitan baru menunjukkan kadar pulangan yang tinggi dalam tempoh-tempoh awal selepas penyenaian tetapi selepas suatu tempoh yang lama, misalnya setahun selepas penyenaian, pulangan menjadi semakin rendah atau negatif. Bagaimanapun, mereka turut menyatakan bahawa prestasi saham terbitan baru amat dipengaruhi oleh prestasi pasaran semasa. Prestasi saham baru yang ditawarkan dalam pasaran menaik menunjukkan prestasi yang lebih baik berbanding terbitan baru yang ditawarkan dalam pasaran menurun.

Analisis yang pernah dijalankan oleh Arab Malaysian Securities pada tahun 1992 tentang prestasi saham terbitan baru antara tahun 1988 hingga pertengahan 1992 mendapati bahawa pelabur berupaya memperoleh pulangan purata setinggi 43% dalam minggu pertama selepas disenaraikan (Lihat Jadual 5 di bawah). Selain itu juga, harga saham didapati cenderung untuk stabil antara minggu pertama dengan minggu keenam selepas penyenaian sebelum meningkat semula.

Jadual 5
Purata Premium Saham Terbitan Baru 1988-1992
Mengikut Tempoh Pegangan

| Tempoh Pegangan | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | Purata 1988-1992 |
|-----------------|-------|-------|-------|------|------|------------------|
| 1 minggu | 66.7 | 61.2 | 51.0 | 38.4 | 30.2 | 43.3 |
| 2 minggu | 65.2 | 61.4 | 48.6 | 36.6 | 28.8 | 41.7 |
| 4 minggu | 66.1 | 62.0 | 47.9 | 34.8 | 29.2 | 41.3 |
| 6 minggu | 67.5 | 62.8 | 47.2 | 34.7 | 34.7 | 43.0 |
| 6 bulan | 73.3 | 74.2 | 64.0 | 30.5 | 34.4 | 49.2 |
| 1 tahun | 98.5 | 78.7 | 66.9 | 29.6 | - | 61.1 |
| 2 tahun | 128.2 | 83.9 | 101.2 | - | - | 99.1 |
| 3 tahun | 33.6 | 100.1 | - | - | - | 116.9 |
| 4 tahun | 131.9 | - | - | - | - | 131.9 |

Sumber: *Investor's Digest*

Bagaimanapun, penemuan ini tidak bermakna semua terbitan baru menghasilkan premium yang tinggi. Terdapat juga beberapa kajian yang pernah dijalankan yang mendapati bahawa pulangan awal saham-saham terbitan baru ialah negatif.

Di BSKL, fenomena terkurang harga atau premium terbitan awam permulaan bagi tempoh 1990-1999 boleh dilihat dalam Jadual 6. Berdasarkan jadual tersebut, kecuali tahun 1998, tawaran awam permulaan sering kali terkurang harga, sama ada di papan utama mahupun di papan kedua. Di papan utama, peratus premium purata terbitan baru ialah antara -0.04% (1998) sehingga 143.5% (1994), manakala di papan kedua, peratus premium purata terbitan baru ialah antara 4.2% (1998) sehingga 210.5% (1996).

Ramai pelabur beranggapan bahawa tawaran awam permulaan sentiasa memberikan keuntungan yang tinggi kepada mereka yang berjaya melangganinya. Bagaimanapun, kepercayaan ini ternyata meleset apabila negara dilanda krisis kewangan mulai penghujung tahun 1997. Walaupun peratus premium purata masih tinggi bagi tahun 1997, iaitu 32.6% di papan utama dan 127.0% di papan kedua, ia sebenarnya disebabkan oleh saham-saham yang disenaraikan sebelum krisis mula melanda Malaysia menjelang suku tahun keempat 1997. Terbitan baru bagi tiga bulan terakhir 1997 hampir kesemuanya terkurang langganan dan telah mula diniagakan pada harga yang lebih rendah daripada harga tawaran. Misalnya, lima tawaran baru di papan utama dan sembilan di papan kedua telah tidak mendapat sebarang premium atau mendapat premium negatif apabila mula disenaraikan. Keadaan ini berlanjutan dalam tahun 1998 apabila daripada sejumlah 28 penyenaian baru, sebanyak 13 saham syarikat baru (tiga syarikat di papan utama dan selebihnya di papan kedua) diniagakan tanpa mendapat sebarang premium atau diniagakan pada harga diskaun.

Terdapat juga tanggapan bahawa saham terbitan baru di papan kedua BSKL sentiasa memberikan premium yang lebih tinggi berbanding terbitan baru di papan utama. Kalau dilihat dengan lebih mendalam, prestasi premium saham terbitan awam permulaan boleh dibahagikan kepada dua tempoh, iaitu antara 1990-1995 dan selepas 1995. Tempoh antara 1990-1995 menyaksikan pencapaian premium papan utama secara purata lebih tinggi daripada papan kedua. Bagaimanapun, mulai tahun 1996, premium saham terbitan baru di papan kedua nyata lebih tinggi berbanding premium di papan kedua.

Jadual 6
Tawaran Awam Permulaan:
Premium* Purata dan Terlebih Langganan Purata Tahunan

| Tahun | Papan Utama | | Papan Kedua | |
|-------|------------------------|---------------------------|------------------------|---------------------------|
| | Peratus Premium Purata | Terlebih Langganan Purata | Peratus Premium Purata | Terlebih Langganan Purata |
| 1990 | 54.6 | 20.0 | 62.8 | 52.5 |
| 1991 | 44.1 | 24.7 | 38.1 | 33.6 |
| 1992 | 39.4 | 13.4 | 39.9 | 16.9 |
| 1993 | 121.1 | 34.5 | 78.3 | 40.9 |
| 1994 | 143.5 | 32.5 | 93.8 | 47.1 |
| 1995 | 86.8 | 46.5 | 73.4 | 61.3 |
| 1996 | 135.5 | 40.1 | 210.5 | 81.2 |
| 1997 | 32.6 | 28.4 | 127.0 | 67.9 |
| 1998 | -0.04 | 0.73 | 4.2 | 0.06 |
| 1999 | 44.15 | 6.51 | 25.12 | 7.65 |

* $(\text{Harga buka} - \text{Harga tawaran}) \div \text{Harga tawaran}$

Sumber: *Investor's Digest pelbagai terbitan*

Kita juga boleh perhatikan bahawa terdapat seolah-olah kaitan yang rapat antara pulangan premium dengan lebih langganan. Beberapa hasil penyelidikan yang dijalankan mendapati bahawa terdapat hubungan positif yang ketara antara kedua-dua fenomena. Dengan perkataan lain, saham yang menerima lebih langganan yang tinggi biasanya memperoleh premium yang tinggi juga.

Kenapakah terbitan awam permulaan sering diniagakan dengan premium dan permohonan kerap kali terlebih langganan? Antara alasan yang pernah dikemukakan ialah akibat agihan pemilikan saham bagi syarikat yang ingin disenaraikan di BSKL. Peraturan semasa menghendaki syarikat menawarkan antara 25% - 50% daripada jumlah modal berbayar syarikat kepada pelabur awam. Biasanya, kebanyakan syarikat hanya menawarkan jumlah yang minimum, iaitu 25%. Sebahagian daripada jumlah ini kemudiannya akan diagihkan pula kepada institusi Bumiputera tertentu. Dengan itu, hanya sebahagian kecil sahaja daripada jumlah agihan tersebut masih ada untuk ditawarkan kepada pemohon awam yang ramai.

Kekurangan jumlah tawaran awam permulaan ini menyebabkan aktiviti spekulasi berleluasa di pasaran saham pada hari pertama saham diniagakan. Adalah dipercayai, bukan sahaja pelabur awam yang bertindak menjual terbitan baru selepas diapungkan, tetapi pada masa yang sama pihak-pihak tertentu yang menguasai syarikat juga memanipulasi pasaran mengakibatkan peningkatan harga luar biasa.

4.0 KAJIAN TERDAHULU BERKAITAN TAWARAN AWAM PERMULAAN

Kajian terhadap prestasi saham terbitan baru telah banyak dijalankan di merata pasaran saham dunia. Walaupun pada mulanya banyak kajian ke atas pasaran saham di Amerika Syarikat dan Eropah dijalankan, tetapi kini kajian yang sama turut dijalankan di pasaran-pasaran yang semakin maju termasuk di rantau Asia.

Kajian Van Horne (1970) ialah antara kajian terawal tentang kesan penyenaaraan saham baru di pasaran atas kaunter di Amerika Syarikat. Saham-saham yang tersenarai dianggap menguntungkan kerana prestij yang dikaitkan dengan penyenaaraan serta publisiti yang diraih menyebabkan ramai pelabur berminat membelinya. Kajian beliau menunjukkan secara purata, harga saham mengalami peningkatan sebelum penyenaaraan dan kemudian jatuh semula selepas disenaraikan. Kajian ini juga menunjukkan bahawa prestasi terbitan baru adalah lebih baik berbanding prestasi pasaran (indeks Bursa Saham Amerika). Beliau mencadangkan bahawa mungkin terdapat 'bias' dalam penggunaan purata industri sebagai perbandingan kepada prestasi terbitan baru. Apabila kajiannya dibahagikan kepada pasaran menaik dan menurun, saham terbitan baru didapati menunjukkan prestasi yang lebih baik dalam pasaran menaik.

MacDonald dan Fisher (1972) pula membuat kajian yang melibatkan 148 saham baru yang disenaraikan antara 1969-1970 di Amerika Syarikat. Hasil kajian mereka menunjukkan bahawa pelabur yang berjaya mendapat saham pada harga tawaran mampu mendapat pulangan purata sehingga 34.6% jika saham dipegang untuk tempoh yang pendek iaitu tidak lebih sebulan selepas diapungkan. Bagaimanapun, jika pelabur memegang sehingga setahun, lebihan pulangan yang diperoleh ialah -3.2%.

Reilly dan Hatfield (1969), yang mengkaji prestasi jangka pendek saham baru yang ditawarkan dalam pasaran menaik dan menurun bagi tempoh 1963-1965, mendapati bahawa saham baru menunjukkan perubahan pulangan purata yang positif berbanding indeks yang digunakan. Mereka mendapati kadar pulangan ini kekal sehingga tahun pertama dalam pasaran menaik. Selain itu, mereka turut mendapati bahawa saham terbitan baru yang ditawarkan dalam pasaran menaik menunjukkan prestasi yang lebih baik berbanding terbitan baru yang ditawarkan dalam keadaan pasaran menurun. Dalam kajian lanjutannya, Reilly (1978), yang menggunakan data untuk tempoh 1972-1975, mendapati keputusan yang sama turut diperoleh. Bagaimanapun, prestasi yang bercampur-campur diperoleh untuk pulangan sebulan dan negatif untuk pulangan satu tahun.

McConnel dan Sanger (1987) telah menggunakan data yang lebih lama (antara 1926-1982) untuk ujian empirikal mereka. Mereka mendapati bahawa pulangan pasaran terselaras (market-adjusted return) adalah negatif. Bagaimanapun, mereka turut mendapati bahawa pulangan saham secara purata adalah positif sepanjang 12 bulan selepas penyenaaraan terutamanya bagi pulangan bulan pertama. Kajian mereka gagal memperoleh jawapan yang memuaskan terhadap persoalan kenapa pulangan yang dihasilkan adalah negatif.

Kajian Finn dan Higham (1988) terhadap 93 saham terbitan baru di Bursa Saham Sydney antara tempoh 1966-1978 mendapati pulangan purata pada hari pertama penyenaaraan sebanyak 29.2%. Mulai hari kedua sehingga hari keenam, pulangan purata saham baru ialah dalam lingkungan -2.1%. Selepas sebulan, terdapat pulangan positif yang besar iaitu kira-kira 30% dengan 81 daripada 93 saham telah memperoleh pulangan positif. Bagaimanapun, selepas setahun, kebanyakan saham menunjukkan pulangan negatif. Akhirnya, mereka gagal menemui penjelasan yang kukuh tentang gelagat pulangan saham-saham tersebut. Sebaliknya mereka mencadangkan bahawa proses bersama dalam penerbitan awal, keperluan penyenaaraan di bursa saham, peruntukan hak dalam terbitan saham melalui syarikat broker, dan halangan kemasukan dalam urusan niaga broker saham di Australia telah meningkatkan kemungkinan berlakunya fenomena terkurang harga terbitan baru.

Dawson (1987) telah membuat perbandingan prestasi terbitan baru di tiga buah pasaran iaitu Hong Kong, Singapura dan Malaysia. Kajiannya mendapati pulangan awal yang positif di ketiga-tiga pasaran dengan Malaysia mencatatkan pulangan purata tertinggi iaitu 166.6% manakala di Hong Kong 13.8% dan di Singapura 39.4%. Beliau menyatakan bahawa pergerakan harga adalah stabil untuk tempoh-tempoh selanjutnya di pasaran Hong Kong dan Singapura tetapi tidak demikian di pasaran saham Malaysia. Selain itu, beliau menyatakan bahawa arah aliran (trend) harga terbitan baru adalah cekap bagi pasaran Hong Kong dan Singapura. Di pasaran saham Malaysia, corak pergerakan harga yang berbeza telah didapati dengan perubahan harga yang positif dan terus meningkat. Bagaimanapun, peningkatan pulangan adalah kecil berbanding dengan harga awal saham.

Beberapa kajian lain yang pernah dijalankan di Bursa Saham Singapura antaranya ialah Koh, Swee Sum dan Kai Chong (1992); Wong dan Chiang (1986); dan Koh dan Tee (1985). Koh dan Tee yang mengkaji prestasi harga dan risiko 62 terbitan baru antara tempoh 1973-1984 mendapati bahawa saham-saham terkurang harga sebanyak antara 33.8% hingga 36.5% selepas sebulan disenaraikan. Koh, Swee Sum dan Kai Chong pula mendapati pulangan positif selepas hari pertama saham disenaraikan. Mereka turut mendapati bahawa dalam keadaan pasaran menaik, harga portfolio saham meningkat daripada 1.53 kali pada hari pertama diniagakan kepada 1.68 kali pada hari ke-200 selepas diniagakan. Bagi tempoh yang sama, harga purata saham dalam keadaan pasaran yang menurun menunjukkan kejatuhan daripada 1.2 kali pada hari pertama kepada 1.14 kali pada hari ke-200. Mereka seterusnya menyimpulkan bahawa pergerakan harga saham sebahagian besar dirangsang oleh tarikh pembelian (antara pelabur yang berjaya mendapat tawaran awam permulaan dengan pelabur yang membeli selepas disenaraikan) dan keadaan pasaran sama ada menaik atau menurun.

Di pasaran saham Malaysia, beberapa kajian tentang prestasi tawaran awam permulaan turut dijalankan. Antaranya ialah kajian Othman (1992), Tay (1993), Ku Nor Izah, Faudziah dan Nasruddin (1993) dan Fauzias (1996). Othman yang mengkaji prestasi terbitan baru antara tempoh 1983-1988 mendapati pulangan daripada pelaburan dalam terbitan awam permulaan adalah tinggi terutama pada hari pertama penyenaian, iaitu kira-kira 167%. Bagaimanapun, pulangan selepas hari pertama sehingga setahun berkurangan walaupun masih tinggi iaitu 153.6%. Kajian Ku Nor Izah, Faudziah dan Nasruddin juga mendapati keputusan yang sama iaitu pulangan pada hari pertama adalah tinggi tetapi kemudiannya merosot selepas itu. Mereka juga mendapati bahawa terdapat hubungan yang signifikan antara terlebih langganan dengan premium terbitan baru iaitu saham yang menerima lebih langganan yang tinggi memperoleh premium yang tinggi.

Fauzias dalam kajiannya mendapati bahawa pelabur membuat keuntungan dengan memegang saham terbitan baru di papan kedua selama beberapa hari. Walaupun begitu, pulangan ini berkurangan dengan banyak selepas 15 hari disenaraikan. Di papan utama pula, para pelabur mengalami pulangan negatif dengan memegang saham terbitan baru dalam tempoh 45 hari selepas penyenaian. Beliau menyatakan ia mungkin disebabkan oleh fenomena terlebih harga yang dikaitkan dengan syarikat di papan utama bila disenaraikan. Di samping itu, kajiannya turut mendapati bahawa dalam tempoh jangka panjang, tawaran awam permulaan di papan kedua BSKL berprestasi lebih rendah daripada pasaran manakala prestasi tawaran permulaan di papan utama lebih baik daripada pasaran.

5.0 KESAN KEGAWATAN EKONOMI TERHADAP TERBITAN BARU

Bilangan tawaran awam permulaan telah merosot dengan mendadak pada dua tahun terakhir dekad yang lalu. Daripada 92 terbitan baru bagi 1996 dan 88 sepanjang 1997, tahun berikutnya menyaksikan sebanyak 28 IPO dan diikuti dengan 21 pada tahun 1999 (lihat Jadual 2). Ini adalah salah satu kesan yang timbul akibat daripada krisis kewangan yang melanda ekonomi negara serantau. Penganalisis kewangan merumuskan beberapa alasan yang mungkin telah menyebabkan pengurangan tawaran awam permulaan di kedua-dua papan BSKL.

5.1 Prestasi kurang menggalakkan dan sentimen kurang bermaya di BSKL

Penganalisis mengaitkan penurunan ketara penyenaian saham baru pada tahun 1998 dengan sentimen kurang bermaya di bursa saham tempatan. Sentimen ini adalah rentetan kesan serangan spekulatif terhadap pasaran kewangan serantau sejak Julai 1997 yang menjurus kepada suasana kurang jelas mengenai hala tuju ekonomi negara ketika itu. Kemerosotan Indeks Komposit BSKL, yang mencerminkan prestasi pasaran saham tempatan, telah menyebabkan para pelabur menjauhkan diri daripada pasaran ekuiti.

Indeks Komposit yang berada pada paras sekitar 1000 mata sebelum krisis kewangan telah mencatatkan paras terendah di bawah 300 mata pada awal September 1998. Walaupun terdapat sedikit peningkatan pada awal 1998, penurunan semula indeks pada awal April telah menyebabkan pelabur dan penganalisis kembali pesimistik terhadap prestasi pasaran. Bermula minggu pertama April 1998, pasaran terus berada dalam aliran menurun yang seolah-olah tidak dapat disekat lagi dengan indeks membuat catatan terendah dari hari ke hari. Aliran menurun ini bagaimanapun telah dapat dibendung apabila kerajaan melaksanakan kawalan modal terpilih pada 1 September 1998. Pada tarikh tersebut, Indeks Komposit BSKL pada 262.7 mata adalah yang terendah. Semenjak tarikh itu, indeks telah menunjukkan peningkatan sedikit demi sedikit.

5.2 Harga pembukaan yang tidak menggalakkan

Krisis kewangan pertengahan 1997 yang melanda negara mula menampakkan impak negatif kepada pasaran saham pada suku tahun keempat tahun yang sama. Walaupun IPO bagi keseluruhan 1997 memberikan purata premium yang agak tinggi, namun pada hakikatnya, kebanyakan syarikat yang disenaraikan dalam tiga bulan terakhir tahun tersebut mencatatkan premium yang negatif. Akibatnya, pelabur-pelabur tidak lagi ghairah untuk memohon saham baru kerana harga pembukaan tidak lagi menjanjikan keuntungan lumayan sebagaimana yang berlaku sebelum krisis kewangan. Keadaan yang sama juga berlaku pada tahun berikutnya, dan seterusnya berlanjutan hingga ke tahun 1999.

Ketiadaan minat pelabur di pasaran primer ini telah menjadikan tawaran-tawaran awam berkurangan. Kalau dahulu pengundian dijalankan oleh rumah-rumah terbitan bagi menentukan pemohon yang berjaya mendapatkan saham-saham baru, 1998 dan 1999 mengalami perkara sebaliknya. Bilangan saham yang dipohon oleh pelabur adalah kurang daripada yang ditawarkan. Institusi-institusi kewangan yang bertindak sebagai penaja jamin (underwriter) terpaksa mengambil alih saham-saham yang tidak dilanggan. Suasana muram ini telah menyebabkan syarikat-syarikat yang bercadang untuk mengapungkan saham syarikat

masing-masing terpaksa menanggung hasrat mereka. Selain itu, bank-bank sudah kurang berminat untuk menaja jamin terbitan-terbitan saham biasa baru kerana kini menanggung risiko yang lebih tinggi.

5.3 Kekurangan modal untuk melangani terbitan baru

Pelaburan dalam saham biasa memerlukan modal yang besar. Kebanyakan peminat-peminat IPO tidak mempunyai modal sendiri untuk membuat permohonan saham-saham baru ditawarkan. Untuk merealisasikan impian mereka, pelabur-pelabur ini mendapat pembiayaan daripada institusi-institusi kewangan yang menawarkan perkhidmatan tersebut. Dengan menyediakan sebahagian daripada jumlah yang diperlukan bagi melanggan institusi kewangan sanggup untuk membiayai pembelian saham. Begitulah senario pada ekuiti yang sedang menaik.

Kegawatan ekonomi telah menjadikan suasana hangat pasaran primer kepada keadaan dingin dan lengang. Kita sedia maklum bahawa dalam kegawatan ekonomi, institusi kewangan sendiri turut mengalami masalah untuk memberi pinjaman kepada pelanggan mereka. Kemudahan kredit yang telah diberi terpaksa dituntut semula apabila nilai saham yang menjadi jaminan tiba-tiba jatuh di bawah paras jumlah pinjaman. Pelabur terpaksa membayar balik pinjaman dengan mencairkan pegangan mereka walaupun harga saham pada masa itu berada di paras yang rendah. Kerugian seperti ini, serta kekangan kredit yang semakin meningkat telah melemahkan semangat pelabur-pelabur untuk melanggan saham-saham baru.

5.4 Kebimbangan pelabur asing terhadap BSKL

Implikasi daripada kegawatan ekonomi telah memperlihatkan langkah kerajaan mengenaikan syarat pegangan 12 bulan ke atas pelabur asing. Ini bermakna mereka perlu menyimpan modal yang dilabur selama setahun di Malaysia sebelum modal tersebut boleh dibawa keluar dari negara ini. Syarat ini, serta langkah-langkah yang diambil kerajaan yang bertentangan dengan amalan tradisi, telah mewujudkan kebimbangan pelabur asing terhadap portofolio pelaburan mereka di negara ini. Peristiwa ini telah mempengaruhi tahap keyakinan pelabur asing terhadap bursa tempatan. Pelabur asing telah meminggirkan BSKL manakala agensi penarafan antarabangsa pula telah menurunkan tahap keselamatan pelaburan di Malaysia.

Walaupun kegawatan ekonomi telah meninggalkan kesan negatif terhadap pasaran modal tempatan, namun kerajaan tidak sekadar mendiamkan diri sahaja. Beberapa langkah pemuliharaan telah dirancang dan dilaksanakan dengan berkesan. Tanda-tanda pemulihan telah dapat dilihat terutamanya di pasaran modal. Indeks Komposit BSKL telah semakin meningkat dan bilangan terbitan awam permulaan juga turut bertambah.

6.0 PENUTUP

Dekad 1990-an telah menyaksikan peningkatan tawaran awam permulaan dari tahun ke tahun dari segi bilangan dan juga jumlah dana yang dikumpulkan. Arah aliran ini seiring dengan kemajuan ekonomi negara yang mencatatkan prestasi cemerlang untuk beberapa

tahun berturut-turut. Bagaimanapun, Malaysia yang mengamalkan ekonomi terbuka, tidak terlepas daripada cengkaman bahang kegawatan ekonomi yang menyerang rantau Asia. Kemakmuran ekonomi yang dinikmati untuk sekian lama telah diragut oleh krisis kewangan yang melanda negara pada pertengahan 1997. Kesan krisis kewangan mulai dirasakan dalam tawaran awam permulaan pada suku keempat tahun tersebut. Kemasukan saham-saham baru yang biasanya dengan premium yang lumayan mula bertukar kepada premium yang negatif. Keadaan ini telah berlarutan sehingga ekonomi negara menunjukkan tanda-tanda pemulihan menjelang alaf baru.

Daripada pemerhatian umum, prestasi tawaran awam permulaan didapati bersandar kepada prestasi ekonomi semasa. Ini dapat dilihat dengan jelas melalui bilangan tawaran awam permulaan sepanjang dekad 1990-an yang meningkat seiring dengan prestasi ekonomi negara dan bilangan IPO yang merosot apabila negara dilanda kegawatan ekonomi. Ini terbukti apabila hanya 28 dan 21 terbitan baru masing-masing bagi 1998 dan 1999 yang disenaraikan di BSKL berbanding tahun 1996 yang menyaksikan 92 terbitan dan 1999 dengan 88 saham baru disenaraikan. Selain dari bilangan syarikat dan jumlah dana yang dikumpulkan, premium dan lebihan langganan saham-saham baru juga turut menunjukkan arah aliran yang sama.

Beberapa langkah kerajaan untuk memulih kembali kemelut ekonomi telah mula menampakkan kesan positif. Tawaran awam permulaan di alaf baru mula menunjukkan pencapaian yang memberansangkan. Bilangan IPO mula meningkat dan setakat Mei 2000, semua terbitan baru telah memperoleh premium manakala Indeks Komposit BSKL telah berjaya melepasi 1,000 mata dalam tahun ini. Petunjuk-petunjuk positif ini mampu mengembalikan keyakinan pelabur-pelabur tempatan dan asing, dan seterusnya akan menyemarakkan lagi suasana pasaran modal tempatan.

RUJUKAN

- Bank Negara Malaysia, <http://www.bnm.gov.my>
- Bursa Saham Kuala Lumpur, <http://www.klse.com.my>
- Dawson, S.M. (1987). Secondary stock market performance of initial public offerings: Hong Kong, Singapore and Malaysia: 1978-1984, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 14, hlm. 65-76.
- Fauzias Mat Nor (1996). Post-listing price performance: evidence from main and second board of the KLSE, kertas kerja di *Successful Public Listing in Malaysia Conference*, 14-15 Oktober 1996.
- Finn, F. J dan R. Higham (1988). The performance of unseasoned new equity issues-cum-stock exchange listings in Australia, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 12, hlm. 333-351.
- Gurmeet Kaur (1998). IPO: From boom to bust, *Investors' Digest*, Februari, hlm.10-11.

Koh, F. dan S. Tee (1985). Risk and price performance of new equity issues in Singapore, prosiding Inaugural Meeting of the Southeast Asia Region Academy of International Business, 4-6 Julai 1985, hlm. 68-75.

Koh, W, Swee Lim, L. dan Kai Chong, T. (1992). The performance of initial public offerings on the Stock Exchange of Singapore, *Securities Industry Review*, hlm. 37-45.

Ku Nor Izah Ku Ismail, Faudziah Zainal Abidin dan Nasruddin Zainudin (1993), Performance of new stock issues on the KLSE, *Capital Market Review*, Vol. 1, No. 1, hlm. 81-95.

Kuala Lumpur Stock Exchange. (1990-2000). *Investors Digest*.

Lee Chui Yu (1998). No interest: Why IPO generally had a dismal year in 1998. *The Edge*, 28 Disember, hlm.C2-C4.

Mc Connel, J.J. dan G.C. Sanger (1987). The puzzle in post-listing common stock return, *Journal of Finance*, hlm. 134-152.

Mac Donald, J.G. dan A.K. Fisher (1972). New-issue stock price behavior, *Journal of Finance*, Vol. 27, hlm. 97-102.

Othman Yong (1992). Behavior and performance of new issues in Malaysia, *Journal of Business Management*, hlm. 53-61.

Reilly, F.K. (1978). Further evidence on short run results of new issues, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, hlm. 73-80.

Reilly, F.K. dan K. Hatfield (1969). Investors' experience with new stock issues, *Financial Analysts Journal*, Vol. 25, hlm. 73-80.

Shoeb Kagda (1998). Listing premiums shrinks in changing times, *Financial Planner*, Vol. 6 No. 3, Mac, hlm. 20-21.

Tay, S.W. (1993). The long run performance of initial public offerings in Malaysia, *Capital Market Review*, Vol. 1, No. 1, hlm. 61-80.

Wong, K.A. dan H.L. Chiang (1986). Pricing of new equity issues in Singapore, *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 4, No. 1, hlm. 1-10.

Van Home, J.C. (1970). New listings and their price behavior, *Journal of Finance*, Vol. 25, hlm. 783-794.