

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Penelitian terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu yang pernah dilakukan pihak lain yang dapat digunakan sebagai bahan masukan dan pengkajian yang berkaitan penelitian ini antara lain sebagai berikut :

Penelitian yang dilakukan oleh Hartono (2006), sinyal *future cash flow* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (retensi kepemilikan merupakan sinyal positif nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana). *Proceeds* (K) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. *Underpricing* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial tidak memperkuat sinyal positif nilai perusahaan. Kepemilikan institusional memperkuat sinyal positif nilai Perusahaan.

Selanjutnya Ary Gumanti (2007), yang menguji *ownership retention*, jumlah faktor risiko, tujuan penggunaan dana dan *underpricing* dipasar perdana saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *ownership* dan penggunaan dana IPO untuk investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *initial return*. Artinya perusahaan yang menjual sebagian kecil dari saham yang ada dan yang menggunakan sebagian dana hasil IPO untuk keperluan investasi dapat dianggap memiliki kualitas baik, sehingga risiko yang dihadapi lebih rendah. Konsekuensinya, jika potensi risiko rendah, return yang diharapkan juga rendah. Semakin tinggi tingkat *ownership retention* dan jika ada sebagian dana hasil IPO

digunakan untuk keperluan investasi, tingkat initial return perusahaan akan semakin rendah dan sebaliknya. Dana hasil IPO untuk keperluan perbaikan atau penguatan model kerja sebagai sinyal negative oleh pasar, yang ditunjukkan dengan rata-rata tingkat initial return lebih tinggi dari pada IPO yang tidak menggunakan sebagian atau seluruh dana IPO untuk modal kerja.

Lalu penelitian yang dilakukan oleh Wahyu, Bandi dan Sri (2010), memberikan hasil koefisien regresi proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama (*ownership retention*) sebesar 4,977 dengan t-statistik sebesar 2,994 dan signifikansinya 0,005. Karena koefisien regresi bertanda positif dan signifikansinya $< 0,05$. Semakin tinggi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama maka semakin tinggi nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Artinya Variabel ini berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Koefisien regresi variabel investasi dari proses sebesar 0,758 dengan t-statistik sebesar 6,718 dan signifikansinya sebesar 0,000. Semakin tinggi jumlah dana yang akan digunakan untuk investasi dan pengembangan usaha yang diperoleh dari penjualan saham perdana maka semakin tinggi nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana. Artinya variabel ini mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Variabel reputasi auditor memiliki koefisien regresi sebesar -0,157 dengan t-statistik sebesar -0,495 dan signifikansi sebesar 0,625.

Karena nilai signifikansi dari variabel reputasi auditor $> 0,05$. Variabel reputasi auditor secara parsial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini mungkin dikarenakan penggunaan auditor yang bereputasi tinggi tidak hanya

bisa dilakukan oleh perusahaan yang memiliki prospek yang baik. Bahwa koefisien variabel logaritma natural nilai perusahaan adalah sebesar -0.004 dan signifikannya sebesar 0,343. Dan koefisien regresi variabel logaritma natural nilai perusahaan sebesar 0,004 dan nilai signifikansinya sebesar 0,343. Nilai signifikansi dari variabel logaritma natural nilai perusahaan bertanda positif dan signifikansinya lebih besar dari 0,05. Variabel logaritma natural nilai perusahaan dan kepemilikan institusional bukan merupakan variabel yang memoderasi hubungan antara variabel proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Dalam penelitian ini tidak didukung oleh data.

Selanjutnya penelitian oleh Widarjo (2010), memperoleh hasil koefisien regresi *ownership retention* (OR) sebesar 4,977 dengan t-statistik sebesar 2,994 dan signifikansinya 0,005. Karena koefisien regresi bertanda positif dan signifikansinya $< 0,05$. Artinya proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Bahwa variabel investasi dari *proceeds* memiliki koefisien regresi sebesar 0,759 dengan t-statistik sebesar 6,719 dan signifikansinya sebesar 0,000. Karena koefisien regresi variabel investasi dari *proceeds* bertanda positif dan nilai signifikansinya $< 0,05$, maka hipotesis kedua (H2) yang menyatakan jumlah dana yang akan digunakan untuk investasi dan pengembangan usaha yang diperoleh dari hasil penawaran umum saham perdana berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Untuk koefisien variabel reputasi

auditor adalah sebesar -0,158 dengan t-statistik sebesar -0,496 dan signifikansi sebesar 0,624.

Berdasarkan hasil pengujian di atas maka dapat disimpulkan bahwa variabel reputasi auditor secara parsial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan nilai signifikansi variabel reputasi auditor $> 0,05$. Hipotesis ketiga (H3) yang menyatakan reputasi auditor berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Bahwa koefisien variabel logaritma natural nilai perusahaan adalah sebesar -0.004 dan signifikannya sebesar 0,343, walaupun koefisien regresi logaritma natural nilai perusahaan (LnV) bertanda negatif, tapi tidak signifikan secara statistik, maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial bukan merupakan variabel yang memoderasi hubungan antara *ownership retention* dengan nilai perusahaan setelah penawaran saham perdana. Didapatkan koefisien regresi variabel logaritma natural nilai perusahaan (LnV) sebesar 0,004 dan nilai signifikansinya sebesar 0,343. Nilai signifikansi dari variabel logaritma natural nilai perusahaan bertanda positif dan signifikansinya lebih besar dari 0,05, maka sesuai dengan penjelasan di atas variabel kepemilikan institusional bukan merupakan variabel yang memoderasi hubungan antara variabel proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

Gunawan dan Mazda (2012), menyatakan bahwa dapat diketahui variabel *ownership retention* memiliki nilai koefisien regresi 5.465 dengan nilai sig sebesar 0.004 yang di mana nilai sig tersebut lebih kecil dari tingkat signifikansi *alpha* 0.05. Karena nilai sig $0.004 < 0.05$ dan bertanda positif. Artinya variabel

tersebut dapat berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Nilai koefisien regresi 1.119 dengan nilai sig 0.007 yang di mana nilai sig tersebut lebih kecil dari tingkat signifikansi *alpha* 0.05. Karena nilai sig 0.007 < 0.05 dan bertanda positif. Artinya reputasi auditor berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, karena reputasi auditor sangat menentukan kredibilitas laporan keuangan. Nilai sig 0.121 yang di mana nilai sig tersebut lebih besar dari tingkat signifikansi *alpha* 0.05. Karena nilai sig 0.121 < 0.05, artinya variabel laba perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Tidak berpengaruhnya ROA (laba perusahaan) pada nilai perusahaan dapat diakibatkan oleh ketidakpercayaan investor atas informasi keuangan yang disajikan oleh emiten. Variabel *underpricing* memiliki nilai sig 0.786 yang di mana nilai sig tersebut lebih besar dari tingkat signifikansi *alpha* 0.05. Karena nilai sig 0.786 > 0.05, maka variabel ini tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dalam kenyataannya, rata-rata harga saham pada saat IPO lebih rendah dari harga pasarnya (*underpricing*). Diperoleh nilai sig sebesar 0.519 lebih besar dari nilai *alpha* 0.05, hal ini berarti variabel kepemilikan manajerial tidak memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Selanjutnya diperoleh nilai sig sebesar 0.154 lebih besar dari nilai *alpha* 0.05, hal ini berarti variabel kepemilikan institusional tidak memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

Penelitian selanjutnya oleh Oni dara roselina (2014), menyatakan bahwa nilai signifikasi yaitu $0,804 > \alpha : 0,05$ dan $t_{hitung} < t_{tabel}$ yaitu $-0.250 < 2.0195$. Ini berarti bahwa penelitian ini berhasil menemukan bukti bahwa *ownership retention* tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Nilai signifikasi yaitu $0,101 > \alpha : 0,05$ dan $t_{hitung} < t_{tabel}$ yaitu $1.678 > 2.01955$ dan menunjukkan arah positif. Ini berarti bahwa investasi dana dari penjualan saham perdana tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Variabel kepemilikan manajerial tidak memperkuat hubungan antara *ownership retention* dengan nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikasi yaitu $0.440 > \alpha : 0,05$ dan $t_{hitung} < t_{tabel}$ yaitu $0.780 < 2.0195$ dan menunjukkan arah positif. Ini berarti bahwa penelitian ini berhasil menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial bukan variabel moderasi antara *ownership retention* dengan nilai perusahaan. Variabel kepemilikan manajerial tidak memoderasi terhadap hubungan investasi dana dari *proceeds* dengan nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikasi yaitu $0.098 > \alpha : 0,05$ dan $t_{hitung} < t_{tabel}$ yaitu $-1.693 < -2.0195$. Ini berarti bahwa penelitian ini berhasil menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial tidak memperkuat pengaruh antara investasi dana dari *proceeds* dengan nilai perusahaan.

2.2. Landasan Teori

2.2.1. Signalling Theory

Pada waktu perusahaan melakukan penawaran umum saham perdana di pasar modal, terjadi informasi yang tidak simetris antara pemilik lama dan calon investor mengenai prospek perusahaan yang ditawarkan. Dalam hal ini pemilik

lama lebih mengetahui tentang informasi privat dan prospek perusahaan jika dibandingkan dengan calon investor. Untuk memperkecil informasi yang tidak simetris tersebut, maka pemilik lama harus melakukan tindakan dan mengkomunikasikan tindakannya yang dapat diamati secara langsung oleh calon investor untuk meyakinkan investor mengenai prospek perusahaan yang ditawarkan. Tindakan yang dilakukan oleh oleh pemilik lama dalam mengkomunikasikan informasi yang dimilikinya kepada investor disebut dengan sinyal. (Leland dan Pyle, 1977).

Menggunakan proporsi penyertaan saham pemilik lama pada perusahaan yang ditawarkan sebagai sinyal untuk mengkomunikasikan informasi kepada investor potensial. Dalam penelitiannya Leland dan Pyle (1977), mengajukan dua teori sinyal pada penawaran umum perdana.

Teori I menyatakan bahwa pada kondisi normal, secara monotonik pemilik lama meningkatkan retensi kepemilikannya. Pasar membaca bahwa semakin tinggi proporsi kepemilikan saham pemilik lama maka semakin baik prospek perusahaan yang ditawarkan, karena itu besaran kepemilikan saham pemilik lama atau alpha merupakan sinyal prospek perusahaan yang ditawarkan. Asumsi dari teori ini pemilik lama adalah *risk aversion*, dengan asumsi tersebut maka pemilik lama hanya akan menyertakan sahamnya bila prospek arus kas perusahaan baik.

Teori II menyatakan bahwa pada kondisi ekuilibrium bila pemilik lama dapat meyakinkan investor potensial akan prospek arus kas perusahaan tanpa biaya yang besar maka alpha akan menjadi lebih kecil. Teori ini mengandung makna bahwa pemilik lama akan menanggung biaya yang besar untuk

menyampaikan informasi mengenai prospek perusahaan. Biaya yang ditanggung oleh pemilik lama adalah kehilangan peluang untuk melakukan diversifikasi resiko pada portofolio pasar karena harus menanamkan dana yang besar pada perusahaan yang ditawarkan dan kehilangan kesempatan untuk melakukan diversifikasi portofolio pasar yang lebih menguntungkan. Sebagai kompensasi biaya sinyal yang besar, maka pemilik lama akan menuntut efisiensi perusahaan, oleh karena itu prediksinya adalah alpha berpengaruh negatif terhadap resiko spesifik perusahaan Leland dan Pyle (1977). Pengujian terhadap prediksi teori sinyal dengan menggunakan model regresi pertama kali dilakukan oleh Downes dan Heinkel (1982).

Hasil pengujian yang dilakukan tersebut mendukung prediksi teori sinyal yang menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama merupakan sinyal positif nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Artinya semakin tinggi proporsi saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama pada waktu melakukan penawaran umum perdana, maka semakin tinggi nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana, Penelitian yang dilakukan oleh Trueman (1986) dalam pengujian terhadap teori sinyal memperoleh hasil bahwa proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dan investasi dana yang diperoleh dari penjualan saham perdana kepada investor secara simultan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Bahwa jumlah investasi dana yang diperoleh dari penjualan saham perdana akan mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian tersebut mengandung makna bahwa dengan dana yang diperoleh penjualan saham perdana,

maka perusahaan akan memperoleh pendanaan untuk melakukan investasi dan pengembangan usaha.

Dengan pengembangan usaha tersebut maka pendapatan perusahaan akan meningkat, dengan meningkatnya pendapatan perusahaan maka akan meningkatkan profitabilitas perusahaan dan pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Keasey dan Short (1997) melakukan penelitian di Inggris untuk menguji prediksi teori sinyal. Penelitian tersebut menguji pengaruh proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama terhadap nilai perusahaan. Hasil yang diperoleh dalam penelitian tersebut adalah proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama pada tingkat kepemilikan 0 sampai dengan 75% berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan proporsi saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama lebih dari 75% tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

2.2.2. Kepemilikan Saham Yang Masih Dipertahankan Oleh Pemilik Lama (*Ownership Retention*)

Hartono (2006) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh pemilik lama adalah persentase antara penyertaan saham pemilik lama dengan jumlah saham yang ditempatkan dan disetor penuh setelah penawaran umum saham perdana. Pada momentum penawaran umum saham perdana atau *initial public offering* (IPO) para investor berhadapan dengan suatu informasi, di antaranya keberagaman

proporsi saham yang dijual kepada masyarakat. Seberapa besar proporsi saham yang dijual kepada masyarakat dalam proses IPO bergantung pada kebijakan masing-masing emiten. Makin besar keinginan perusahaan dalam kepemilikan saham (*Ownership retention*) maka semakin sedikit porsi saham yang dijual.

Leland dan Pyle (1977) menggunakan retensi kepemilikan saham sebagai sinyal arus kas di masa yang akan datang. Bahwa *entrepreneur* dapat menyampaikan informasi dalam suatu penawaran umum perdana melalui cara memperbesar bagian kepemilikan yang mereka pertahankan. Dalam penelitian tersebut mengajukan teori yang menyatakan bahwa dalam kondisi ekuilibrium retensi kepemilikan saham oleh pemilik lama berpengaruh positif terhadap nilai pasar perusahaan yang ditawarkan jika permintaan ekuitas pemilik lama adalah normal. Teori ini menyatakan bahwa semakin besar retensi kepemilikan maka semakin baik prospek perusahaan, semakin baik prospek perusahaan maka semakin tinggi nilai pasar perusahaan setelah penawaran umum perdana. Asumsi dalam teori ini pemilik lama adalah *risk aversion*, maka pemilik lama hanya akan menyertakan sahamnya apabila prospek perusahaan baik.

Grinblatt dan Hwang (1989) menyatakan bahwa retensi kepemilikan (*Entrepreneurial ownership retention*) berperan sebagai variabel yang dapat memberikan sinyal tentang nilai perusahaan. Downes dan Heinkel (1982) melakukan pengujian terhadap prediksi teori sinyal dengan menambahkan variabel kebijakan deviden ke dalam model penelitian. Hasil dari penelitian ini adalah retensi kepemilikan berpengaruh positif pada nilai perusahaan setelah pasar

perdana, tetapi kebijakan deviden bukan merupakan sinyal nilai perusahaan setelah pasar perdana.

2.2.3. Investasi Dana dari Penawaran Umum Saham Perdana (INV)

Investasi dana dari penawaran umum saham perdana adalah dana yang diterima dari penawaran umum saham yang digunakan untuk pengembangan usaha dan memperkuat modal kerja perusahaan (Trueman, 1986; McGuinness, 1993).

Dalam model teori sinyal Leland dan Pyle (1977) dijelaskan bahwa nilai perusahaan terdiri dari dua komponen, yaitu arus kas di masa yang akan datang yang disinyalkan dengan $\alpha + \ln(1 - \alpha)$ dan dana yang diterima dari penjualan saham kepada investor (K) seperti yang telah disajikan dalam persamaan (1). Dalam beberapa penelitian terdahulu *proceeds* (K) selalu dimasukkan ke dalam model penelitian, hal ini dikarenakan *proceeds* (K) merupakan komponen yang membentuk nilai perusahaan, jadi arus kas di masa yang akan datang yang disinyalkan oleh Leland dan Pyle dengan $\alpha + \ln(1 - \alpha)$ dan *proceeds* (K) yang merupakan dana dari penjualan saham kepada investor merupakan satu kesatuan model sinyal.

Trueman (1986) melakukan pengujian tentang pengaruh proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dan dana yang digunakan untuk investasi yang diperoleh dari penjualan saham perdana terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Hasil dari penelitian tersebut adalah proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dan investasi dana yang diperoleh dari penjualan saham perdana kepada investor

secara simultan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Jumlah investasi dana yang diperoleh dari penjualan saham perdana akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Hasil penelitian tersebut mengandung makna bahwa dengan dana yang diperoleh penjualan saham perdana, maka perusahaan akan memperoleh pendanaan untuk melakukan investasi dan pengembangan usaha. Dengan pengembangan usaha tersebut maka pendapatan perusahaan akan meningkat, dengan meningkatnya pendapatan perusahaan maka akan meningkatkan profitabilitas perusahaan dan pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Trueman menyatakan bahwa sinyal yang disampaikan melalui kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama harus dikondisikan dengan investasi dana yang diperoleh dari penjualan saham perdana. Jadi proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dan investasi dana yang diperoleh dari penjualan saham perdana merupakan satu kesatuan model sinyal.

Penelitian yang dilakukan oleh Keasey dan McGuinness (1992) memperoleh hasil bahwa proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dan investasi dana dari penawaran umum saham perdana berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Artinya semakin tinggi proporsi kepemilikan saham yang dipertahankan pemilik lama pada waktu penawaran umum saham perdana dan semakin tinggi penggunaan dana yang diperoleh dari penawaran umum perdana untuk investasi dan pengembangan usaha maka semakin tinggi nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

2.2.4. Laba Perusahaan

Solihin, (2004) menyatakan bahwa setiap pengumuman yang berhubungan dengan laba merupakan salah satu pengumuman yang dapat mempengaruhi harga sekuritas. Pengumuman ini bisa berupa laporan tahunan awal, laporan tahunan detail, laporan interim, laporan perubahan metode metode akuntansi, dan laporan auditor.

Pendapat tersebut menjadi dasar dari penelitian ini untuk melihat reaksi pasar atas nilai perusahaan dari pengumuman laba baik yang dilakukan oleh perusahaan. Nilai pasar perusahaan dapat dipahami sebagai laba agregasi perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang dan nilai buku ekuitas perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang. Orang dapat mengidentifikasi keadaan dalam hal laba yang diharapkan di masa yang akan datang (diskala berdasarkan *inversi* dari *riskfree risk*) untuk menentukan nilai perusahaan.

Dalam kasus seperti ini, laba yang diharapkan di masa yang akan datang tersebut memberikan informasi yang cukup untuk menghitung *present value* dalam penentuan nilai perusahaan (Ohlson, 1995; Kumalahadi, 2003). Dengan demikian, nilai buku ekuitas dan laba merupakan variabel dasar untuk menentukan nilai perusahaan. Solihin, (2004) melakukan penelitian yang bertujuan untuk menguji pengaruh laba sebelum pajak terhadap nilai perusahaan dengan hasil laba sebelum pajak secara positif signifikan berpengaruh dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Barth, *et al.* 1999; Kumalahadi, (2001) menemukan suatu pola bahwa kenaikan laba berkorelasi positif dengan pertumbuhan dan berkorelasi negatif dengan resiko.

2.2.5 Underpricing

Ada dua kemungkinan yang terjadi terhadap harga saham setelah penawaran. Harga saham perdana lebih besar dari harga yang terjadi pada saat saham tersebut mulai diperdagangkan. Kondisi harga saham tersebut disebut sebagai *overpricing*. Sebaliknya harga saham bisa juga mengalami *underpricing*. Kondisi ini terjadi bila harga saham perdana lebih kecil dari harga yang terjadi pada saat saham tersebut mulai diperdagangkan di pasar sekunder (Firth dan Smith, 1992; Kusuma, 2001).

Hartono (2005) menguji retensi *underpricing* sebagai variabel yang memperkuat sinyal positif nilai perusahaan. Hasil dari penelitian ini adalah *underpricing* merupakan sinyal positif nilai perusahaan setelah IPO. Prastyowati (2006) melakukan penelitian yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO ternyata mengalami *underpriced* (hasil dari ketidakpastian harga saham pada pasar sekunder).

2.2.6. Reputasi Auditor

Auditor yang bereputasi diasosiasikan dengan auditor profesional dan berkualitas. Bagi perusahaan, informasi yang diperoleh dari laporan auditor yang profesional akan memberikan kepastian yang lebih memadai sehingga dapat memberikan

tingkat reliabilitas yang lebih tinggi terhadap laporan keuangan yang akan diterbitkan.

Laporan keuangan auditan yang berkualitas, relevan dan reliabel dihasilkan dari audit yang dilakukan secara efektif oleh auditor yang berkualitas. Pemakai laporan keuangan lebih percaya pada laporan keuangan auditan yang diaudit oleh auditor yang dianggap berkualitas tinggi dibanding auditor yang kurang berkualitas, karena mereka menganggap bahwa untuk mempertahankan kredibilitasnya, auditor akan lebih berhati-hati dalam melakukan proses audit untuk mendeteksi salah saji atau kecurangan. Dengan tingginya tingkat reliabilitas dari laporan keuangan diharapkan akan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Datar *et al.* (1991) mengembangkan teori sinyal Leland dan Pyle (1977) dengan menambahkan variabel reputasi auditor dalam mengungkapkan sinyal nilai perusahaan. Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dan reputasi auditor dapat digunakan sebagai sinyal nilai perusahaan secara simultan. Bahwa perusahaan yang mempunyai prospek yang baik akan menggunakan auditor yang bereputasi tinggi untuk mendapatkan pernyataan pendapatnya mengenai laporan keuangan perusahaan. Semakin tinggi reputasi auditor yang digunakan oleh perusahaan maka semakin tinggi nilai pasar perusahaan.

2.2.7. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah situasi dimana mana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus pemilik atau pemegang saham perusahaan. Kepemilikan manajerial menunjukkan peran ganda seorang manajer. Dengan adanya peran ganda tersebut maka manajer tidak menginginkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau bahkan mengalami kebangkrutan. Hal ini disebabkan karena dia akan memperoleh dampak ganda dari kejadian tersebut. Sebagai manajer dia akan kehilangan insentif dan sebagai pemegang saham dia akan kehilangan *return* atau bahkan kehilangan investasinya.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan adanya konflik keagenan dalam perusahaan, konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan kendali pada perusahaan. Semakin terkonsentrasi kepemilikan pada satu orang atau satu institusi maka kendali akan semakin kuat, sehingga konflik keagenan dapat dikurangi. Bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam sebuah perusahaan maka manajemen akan berusaha untuk meningkatkan kinerjanya untuk kepentingan para pemegang saham. Hal ini dilakukan oleh manajer karena manajer merupakan pemegang saham perusahaan tersebut. Dengan meningkatnya kinerja perusahaan maka semakin besar hasil yang diperoleh oleh manajer tersebut dari investasi yang ditanamkannya pada perusahaan tersebut.

Cristiawan dan Tarigan (2007) telah membuktikan secara empiris tentang perbedaan antara perusahaan dengan kepemilikan manajerial dan tanpa kepemilikan manajerial dalam hal kebijakan hutang, kinerja dan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini adalah terdapat perbedaan dalam kebijakan hutang dan nilai perusahaan antara perusahaan dengan kepemilikan manajerial dan tanpa kepemilikan manajerial. Rata-rata *debt ratio* perusahaan dengan kepemilikan manajerial lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial, sedangkan rata-rata nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial lebih tinggi dibandingkan tanpa kepemilikan manajerial.

2.2.8. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kondisi dimana institusi memiliki saham dalam suatu perusahaan. Institusi tersebut dapat merupakan institusi pemerintah, institusi swasta, domestik maupun asing. Pada umumnya investor institusional merupakan pemegang saham yang cukup besar sekaligus memiliki pendanaan yang besar. Ada anggapan bahwa perusahaan yang memiliki pendanaan besar maka kecil kemungkinan berisiko mengalami kebangkrutan, sehingga keberadaannya akan meningkatkan kepercayaan publik terhadap perusahaan.

Pizarro *et al.* (2006) dan Bjuggen *et al.* (2007) menemukan bukti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional menjadi mekanisme yang handal untuk memotivasi manajer dalam meningkatkan kinerja. Investor institusi sebagai pemilik mayoritas sangat berkepentingan untuk membangun reputasi perusahaan tanpa harus melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Komitmen pemegang saham mayoritas untuk meningkatkan nilai perusahaan sangat kuat karena apabila pemegang saham mayoritas melakukan ekspropriasi pada saat dia memegang saham dalam jumlah

yang besar, maka para pemegang saham minoritas dan pasar saham akan mendiskon harga pasar saham perusahaan tersebut, sehingga akan merugikan pemegang saham mayoritas itu sendiri. Ada anggapan bahwa pemilik mayoritas memiliki pendanaan yang sangat kuat sehingga aman bagi pemegang saham maupun calon investor jika membeli saham perusahaan tersebut. Dengan meningkatnya kepercayaan publik terhadap perusahaan maka akan meningkatkan volume perdagangan saham, dengan meningkatnya volume perdagangan saham maka harga saham akan meningkat, dengan meningkatnya harga saham maka nilai perusahaan juga akan meningkat.

2.2.8. Nilai Perusahaan

Silveira dan Baros (2007) mendefinisikan nilai perusahaan sebagai apresiasi atau penghargaan investor terhadap sebuah perusahaan, nilai tersebut tercermin dalam harga saham perusahaan. Investor yang menilai perusahaan memiliki prospek yang baik di masa depan akan cenderung membeli saham perusahaan tersebut. Akibatnya permintaan akan saham dari perusahaan tersebut akan tinggi, dengan tingginya permintaan saham maka menyebabkan harga saham meningkat, dengan meningkatnya harga saham maka nilai perusahaan juga akan meningkat.

Tujuan umum dari suatu perusahaan adalah untuk mengembangkan usahanya dan memberikan kemakmuran yang maksimal kepada para pemegang sahamnya serta mengoptimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan pada umumnya dapat diukur dari beberapa aspek di mana salah satunya adalah dengan nilai pasar saham perusahaan. Dalam penelitian ini nilai pasar saham merupakan

nilai pasar saham perusahaan pada hari pertama di pasar sekunder, yaitu dengan mengalikan jumlah seluruh lembar saham yang ditempatkan dan disetor penuh dengan harga penutupan per lembar saham pada hari pertama di pasar sekunder (Hartono, 2006).

2.3. Hipotesis Penelitian

2.3.1. Kepemilikan Saham yang Masih Dipertahankan oleh Pemilik Lama (*Ownership Retention*) dan Nilai Perusahaan

Menurut Prastyowati (2006) *ownership retention* didefinisikan sebagai proporsi jumlah saham yang masih ditahan oleh pemegang saham lama (pemilik perusahaan yang menghantarkan perusahaan *go public*) setelah *listing* di Bursa Efek. Sedangkan menurut Widarjo *et al.* (2010) kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama adalah persentase penyertaan saham pemilik lama yang masih dipertahankan oleh pemilik lama setelah perusahaan melakukan penawaran umum perdana.

Jog dan McConomy, 2003; Firdaus, (2011) menemukan bukti bahwa besarnya proporsi saham yang dipertahankan perusahaan (*ownership retention*) pada waktu IPO merupakan sinyal bagi pasar mengenai kualitas perusahaan. Perusahaan dengan kualitas IPO yang baik dapat meningkatkan nilai perusahaan dan menarik perhatian para investor sehingga memberi keuntungan bagi perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Hartono (2006) memperoleh hasil bahwa proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama merupakan sinyal positif nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

Bahwa di bawah kondisi normal pemilik lama secara monotonik meningkatkan retensi kepemilikannya.

Widarjo *et al.* (2010) dalam penelitiannya menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut maka:

H₁: Proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

2.3.2. Investasi Dana dari Penawaran Umum Saham Perdana (Inv) dan Nilai Perusahaan

Investasi dana dari penawaran umum saham perdana adalah jumlah dana yang akan digunakan oleh perusahaan untuk melakukan pengembangan usaha dan memperkuat modal kerja yang diperoleh dari penawaran umum saham perdana (Trueman, 1986; McGuinness, 1993).

Trueman (1986) melakukan pengujian tentang pengaruh proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dan investasi dana yang diperoleh dari penjualan saham perdana terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Hasil dari penelitian tersebut adalah proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dan investasi dana yang diperoleh dari penjualan saham perdana kepada investor berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Bahwa jumlah dana yang digunakan untuk

investasi dan pengembangan usaha yang diperoleh dari penjualan saham perdana akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Hasil penelitian tersebut mengandung makna bahwa dengan dana yang diperoleh penjualan saham perdana, maka perusahaan akan memperoleh pendanaan untuk melakukan investasi dan pengembangan usaha. Dengan pengembangan usaha tersebut maka pendapatan perusahaan akan meningkat, dengan meningkatnya pendapatan perusahaan maka akan meningkatkan profitabilitas perusahaan dan pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Bahwa sinyal yang disampaikan melalui kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama harus dikondisikan dengan dana yang diperoleh dari penjualan saham perdana. Jadi proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dan dana yang diperoleh dari penjualan saham perdana merupakan satu kesatuan model sinyal, karena tanpa adanya variabel *proceeds* (K) maka proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Keasey dan McGuinness (1992) melakukan pengujian terhadap penelitian Trueman (1986). Hasil dari penelitian ini adalah kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dan dana yang digunakan untuk investasi dari hasil penawaran umum saham perdana berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. McGuinness (1993) melakukan pengujian kembali variabel-variabel yang digunakan oleh Keasey dan McGuinness (1992) dengan menggunakan sampel perusahaan di Hongkong. Hasil dari penelitian tersebut adalah proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama berpengaruh

positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan investasi dana dari penjualan saham perdana tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian diatas maka :

H2: Dana yang digunakan untuk investasi dan pengembangan usaha dari hasil penawaran umum saham perdana berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

2.3.3. Laba Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Solihin, (2004) menyatakan bahwa setiap pengumuman yang berhubungan dengan laba merupakan salah satu pengumuman yang dapat mempengaruhi harga sekuritas. Pengumuman ini bisa berupa laporan tahunan awal, laporan tahunan detail, laporan interim, laporan perubahan metode metode akuntansi, dan laporan auditor. Pendapat Foster tersebut menjadi dasar dari penelitian ini untuk melihat reaksi pasar atas nilai perusahaan dari pengumuman laba baik yang dilakukan oleh perusahaan.

Nilai pasar perusahaan dapat dipahami sebagai laba agregasi perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang dan nilai buku ekuitas perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang. Orang dapat mengidentifikasi keadaan dalam hal laba yang diharapkan di masa yang akan datang (diskala berdasarkan *inversi* dari *risk free risk*) untuk menentukan nilai perusahaan. Dalam kasus seperti ini, laba yang diharapkan di masa yang akan datang tersebut memberikan informasi yang cukup untuk menghitung *present value* dalam penentuan nilai perusahaan (Ohlson, 1995; Kumalahadi, 2003). Dengan demikian,

nilai buku ekuitas dan laba merupakan variabel dasar untuk menentukan nilai perusahaan. Solihin, (2004) melakukan penelitian yang bertujuan untuk menguji pengaruh laba sebelum pajak terhadap nilai perusahaan dengan hasil laba sebelum pajak secara positif signifikan berpengaruh dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Barth, *et al.* 1999; Kumalahadi, (2001) menemukan suatu pola bahwa kenaikan laba berkorelasi positif dengan pertumbuhan dan berkorelasi negatif dengan resiko. Berdasarkan uraian tersebut dapat diambil hipotesis sebagai berikut:

H3: Laba perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

2.3.4. *Underpricing* dan Nilai Perusahaan

Ada dua kemungkinan yang terjadi terhadap harga saham setelah penawaran. Harga saham perdana lebih besar dari harga yang terjadi pada saat saham tersebut mulai diperdagangkan. Kondisi harga saham tersebut disebut sebagai *overpricing*. Sebaliknya harga saham bisa juga mengalami *underpricing*. Kondisi ini terjadi bila harga saham perdana lebih kecil dari harga yang terjadi pada saat saham tersebut mulai diperdagangkan di pasar sekunder (Firth dan Smith, 1992; Kusuma, 2001).

Hartono (2005) menguji retensi *underpricing* sebagai variabel yang memperkuat sinyal positif nilai perusahaan. Hasil dari penelitian ini adalah *underpricing* merupakan sinyal positif nilai perusahaan setelah IPO. Prastyowati (2006) melakukan penelitian yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan

yang melakukan IPO ternyata mengalami *underpriced* (hasil dari ketidakpastian harga saham pada pasar sekunder). Berdasarkan hasil penelitianpenelitian tersebut, maka hipotesis selanjutnya dalam penelitian ini adalah:

H4 : Underpricing berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

2.3.5. Reputasi Auditor dan Nilai Perusahaan

Menurut Widarjo *et al.* (2010) auditor yang bereputasi diasosiasikan dengan auditor profesional dan berkualitas. Bagi perusahaan, informasi yang diperoleh dari laporan auditor yang profesional akan memberikan kepastian yang lebih memadai sehingga dapat memberikan tingkat reliabilitas yang lebih tinggi terhadap laporan keuangan yang akan diterbitkan. Reputasi auditor sangat menentukan kredibilitas laporan keuangan. Independensi dan kualitas auditor akan berdampak terhadap laporan keuangan yang diaudit (Widyaningdyah, 2001).

Ali dan Hartono, 2003; Widarjo *et al.* (2010) menyatakan bahwa kualitas aktual audit tidak dapat diobservasi, sehingga auditor berusaha untuk mengkomunikasikan kualitas mereka melalui sinyal seperti reputasi atau *brand names*. *Adviser* yang profesional (auditor dan *underwriter* yang mempunyai reputasi tinggi) dapat digunakan sebagai tanda atau petunjuk terhadap kualitas perusahaan emiten (Holland dan Horton, 1993; Yasa, 2008).

Kemudian Widarjo *et al.* (2010) menyatakan bahwa reputasi auditor tidak terbukti secara statistik dapat mempengaruhi nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana, namun secara simultan reputasi auditor secara statistik

terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana. Berdasarkan penelitian tersebut maka:

H₅: Reputasi auditor berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

2.3.6. *Ownership Retention*, Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan

Pihak manajerial adalah pihak yang menjalankan perusahaan. Nuringsih, 2005; Animah dan Ramadhani, (2010) berpendapat bahwa manajer mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan untuk mensetarakan dengan pemegang saham agar dapat menghasilkan kinerja yang lebih baik.

Penelitian Animah dan Ramadhani, (2010) menyatakan bahwa terdapat kesejajaran antara kepentingan manajer dan pemegang saham pada saat manajer memiliki saham perusahaan dalam jumlah yang besar. Menurut Wahyudi dan Pawestri (2006) Kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial. Hartono (2006) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak memperkuat sinyal positif nilai perusahaan. Hubungan antara kepemilikan saham oleh manajemen dengan nilai perusahaan telah banyak diteliti walaupun bukan dalam konteks IPO.

Penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) tentang implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening memperoleh hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun

melalui keputusan pendanaan. Animah dan Ramadhani, (2010) menghasilkan suatu kesimpulan penelitian yaitu kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil ini juga didukung oleh Widarjo *et al.* (2010) dan Hartono (2006). Dari penjelasan tersebut dapat ditarik suatu hipotesis, yaitu:

H₆ : Kepemilikan manajerial memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah penawaran. umum perdana.

2.3.7. Ownership Retention, Kepemilikan Institusional dan Nilai Perusahaan

Institusi sebagai pemilik saham dianggap lebih mampu dalam mendeteksi kesalahan yang terjadi. Menurut Wahyudi dan Pawestri, (2006) kepemilikan institusional diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemilik institusi dan kepemilikan oleh *blockholder*. Widarjo *et al.* (2010) menyatakan bahwa kepemilikan institusional adalah kondisi dimana institusi memiliki saham dalam suatu perusahaan.

Barclay dan Holderness, 1990; Widarjo *et al.* (2010), menemukan pengaruh positif signifikan tingkat kepemilikan institusional dalam jumlah yang cukup besar terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian Wahyudi dan Pawestri, (2006) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan keuangan maupun nilai perusahaan.

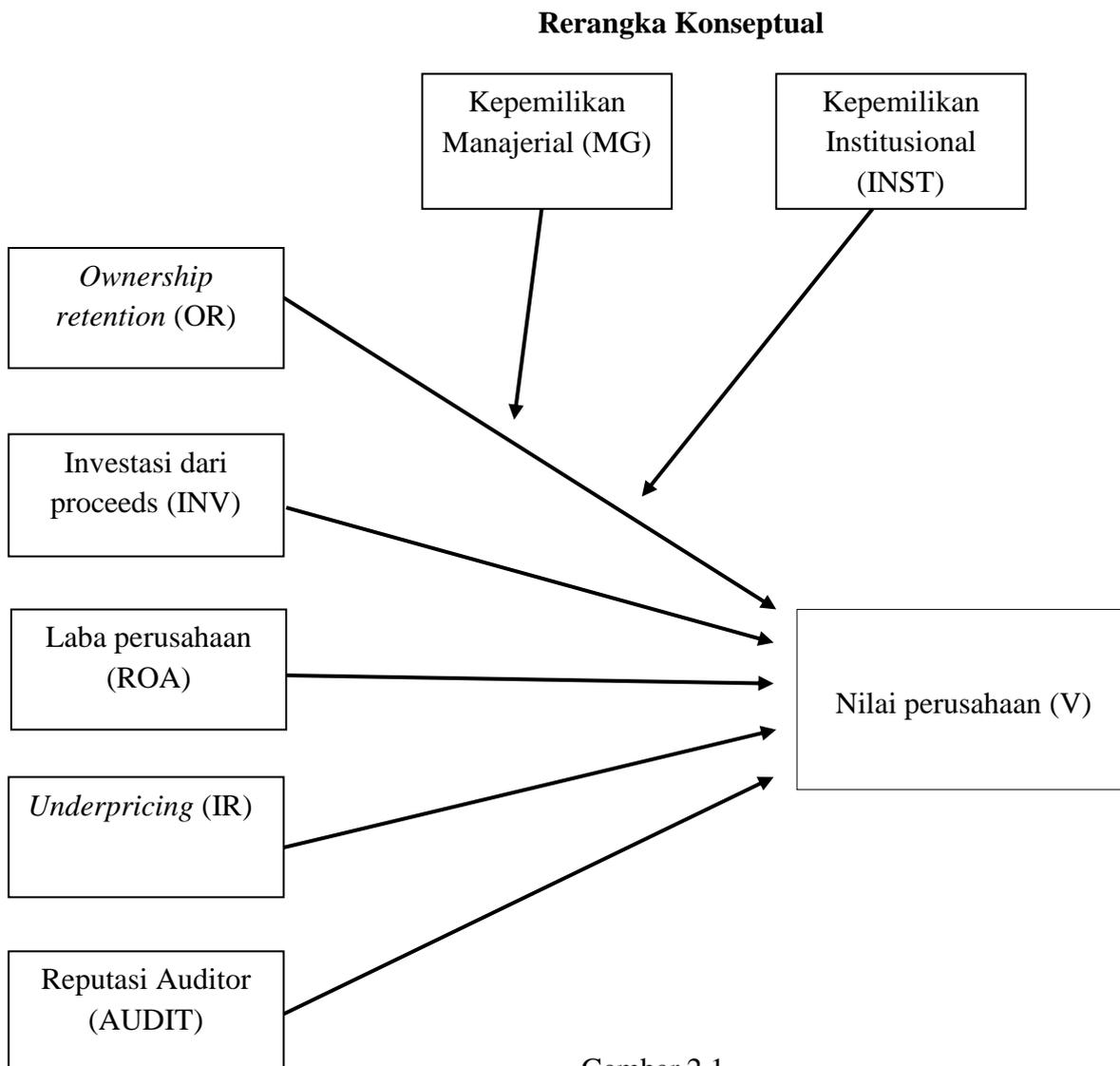
Hartono (2006) membuktikan secara empiris bahwa kepemilikan institusional memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah

penawaran umum perdana. Tetapi hasil penelitian Widarjo *et al.* (2010) bertentangan dengan Hartono (2006). Dari uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₇ : Kepemilikan institusional memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana.

2.4. Diagram Rerangka Konseptual

Berdasarkan teori dan beberapa penelitian yang telah dijelaskan di atas maka kerangka konseptual dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.1

Dari model penelitian di atas dapat diartikan bahwa kinerja nilai perusahaan dipengaruhi oleh interaksi antara hubungan *ownership retention* dengan kepemilikan manajerial dan institusional atau dengan kata lain hubungan

ownership retention mempengaruhi hubungan positif antara kepemilikan manajerial dan institusional dengan nilai perusahaan. kinerja nilai perusahaan dipengaruhi oleh interaksi investasi dari *proceeds*, laba perusahaan, *underpricing*, dan reputasi auditor atau dengan kata lain hubungan investasi dari *proceeds*, laba perusahaan, *underpricing*, reputasi auditor mempunyai hubungan positif dengan nilai perusahaan. Semakin banyak informasi akurat yang disediakan dalam *ownership retention* investasi dari *proceeds*, laba perusahaan, *underpricing*, dan reputasi auditor maka semakin efektif dan efisien dalam nilai perusahaan. Dengan demikian *ownership retention* investasi dari *proceeds*, laba perusahaan, *underpricing*, dan reputasi auditor semakin rendah maka semakin sedikit informasi yang disediakan dan diperoleh bagi investor sehingga nilai perusahaan semakin menurun.