

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Sebelumnya

Penelitian sebelumnya dilakukan oleh Ilhami (2005) dengan judul “Pengaruh Reputasi Auditor dan Reputasi *Underwriter* Terhadap Tingkat *Underpricing* Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta”. Penelitian tersebut bertujuan meneliti pengaruh reputasi auditor dan reputasi *underwriter* yang diperkirakan menjadi penyebab *underpricing* dalam penentuan harga saham perdana pada saat *intial public offering* (IPO). Sample dalam penelitian tersebut adalah perusahaan yang listing di BEJ dari tahun 2000-2001 dan mengalami *underpricing*. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian tersebut 52 perusahaan dan pengujian hipotesisnya dilakukan dengan menggunakan model analisis regresi linear berganda. Penelitian ini mengambil kesimpulan bahwa reputasi auditor dan reputasi *underwriter* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* dengan tingkat signifikansi 6 %.

Nasirwan (2000), menemukan bahwa reputasi penjamin emisi (*underwriter*), persentase penawaran saham dan nilai emisi berasosiasi secara statistis signifikan dengan return 15 hari setelah IPO dan kinerja perusahaan satu tahun setelah IPO sehingga secara umum ia menarik kesimpulan bahwa investor di BEJ menggunakan informasi reputasi penjamin emisi, persentase penawaran saham dan nilai penawaran saham dalam pembuatan keputusan investasi di pasar

sekunder. Penelitian Rosyati dan Sebeni (2002) semakin memperkuat hasil penelitian Nasirwan dan Daljono (2000) dengan memberikan bukti adanya hubungan yang signifikan antara reputasi underwriter dan ukuran perusahaan dengan underpricing yang diukur dari besarnya initial return. Penelitian Kartini dan Payamta (2002) yang diuraikan oleh Rochayani dan Setiawan (2004) membuktikan bahwa reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, ukuran perusahaan dan jenis industri berpengaruh terhadap abnormal return baik secara silmutan maupun individu.

Rochayani dan Setiawan (2004) melakukan penelitian mengenai pengaruh informasi prospektus IPO terhadap abnormal return dan ketepatan dan ketepatan ramalan laba dengan mengambil sample 35 perusahaan yang melakukan IPO di BEJ pada periode 1998–2002. Hasil penelitian tersebut menunjukkan informasi propektus yang berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi di BEJ adalah reputasi auditor, umur perusahaan dan tingkat *leverage* sedangkan informasi mengenai interval waktu penyusunan prospectus sampai dengan peramalan laba, ukuran perusahaan, reputasi underwriter, proporsi saham yang ditahan pemilik lama dan jenis industri tidak memberikan pengaruh yang signifikan untuk memberikan dasar bagi pembahasan dan analisis dalam penelitian.

Persamaan penelitian yang dilakukan peneliti dengan penelitian sebelumnya terletak pada pengujian hipotesisnya dengan menggunakan model analisis regresi linear berganda. Disamping itu persamaanya juga terdapat pada

variable yang berpengaruh terhadap tingkat underpricing yaitu variable reputasi penjamin emisi dan reputasi auditor.

Adapun perbedaan penelitian yang dilakukan peneliti dengan penelitian sebelumnya adalah pada periode pengamatannya. Dalam penelitian ini mengambil periode tahun 2005-2007, sedangkan pada penelitian sebelumnya periodenya tahun 2000-2001, disamping itu perbedaan dengan penelitian sebelumnya terdapat pada variable bebasnya, karena dalam penelitian ini peneliti menambahkan 3 (tiga) variable bebas lain yaitu variable umur perusahaan, financial leverage dan return on asset.

2.2 Landasan Teori

2.2.1. Pengertian pasar modal

Pasar modal dalam istilah asing disebut *capital market*, pada hakekatnya ialah suatu kegiatan yang mempertemukan penjual dan pembeli dana. Dana yang diperjual-belikan itu dipergunakan untuk jangka panjang dalam menunjang pengembangan usaha, tempat penawaran atau penjualan dana ini dilaksanakan dalam suatu lembaga resmi yang disebut “Bursa Efek”.

Jika dilihat dari pihak yang memerlukan dana (modal) pasar modal adalah wadah bagi perusahaan untuk memperoleh modal. Melalui pasar modal perusahaan memperoleh dana jangka panjang baik berupa modal sendiri maupun modal pinjaman. Apabila ingin memperoleh modal sendiri, perusahaan akan menjual saham dan bila menginginkan dana pinjaman, perusahaan akan menjual obligasi.

Kegiatan pasar modal meliputi pasar primer (perdana) dan pasar sekunder. Pasar primer pada pokoknya adalah penawaran efek dalam pasar perdana dilakukan oleh penjamin emisi (*underwriter*), broker atau perusahaan efek yang bertindak sebagai agen penjual. Pemasaran efek tersebut dilakukan berdasarkan perjanjian emisi efek. Harga efek yang ditawarkan pada saat perdana tersebut dinamakan harga perdana.

Menurut Husnan (2001;3) pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrument keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjual-belikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta. Dengan demikian pasar modal merupakan pasar yang lebih sempit dari pasar keuangan. Sedangkan Irmayanto (1997:18) mendefinisikan pasar modal sebagai pasar untuk instrumen keuangan jangka panjang, yaitu untuk satu tahun atau lebih. Weston dan Brigham (1996;30) mendefinisikan pasar modal sebagai bursa keuangan untuk saham serta hutang jangka panjang dan jangka pendek. Di dalam pasar modal elemen yang diperdagangkan adalah saham dan obligasi. Selain itu menurut kepres no.60 tahun 1988 pasar modal didefinisikan sebagai tempat bertemunya antara peminta dan penawar jangka panjang dalam bentuk efek. Dan Subagyo (1997;20) menyebutkan bursa efek adalah suatu pasar sekuritas (saham dan obligasi) yang terorganisasir dengan mekanisme tertentu (lelang atau bebas).

Berdasarkan pengertian diatas, dapat disimpulkan bahwa pasar modal adalah tempat bertemunya penjual dan pembeli efek. Untuk menarik pembeli dan penjual agar berpartisipasi, pasar modal harus bersifat likuid dan efisien. Suatu

pasar modal dikatakan likuid jika penjual dapat menjual dan pembeli dapat membeli surat-surat berharga dengan cepat. Pasar modal dikatakan efisien jika harga dari surat-surat berharga mencerminkan nilai perusahaan secara akurat. Jika pasar modal sifatnya efisien, harga dari surat berharga juga mencerminkan penilaian dari investor terhadap prospek laba perusahaan dimasa mendatang serta kualitas dari manajemennya. Dengan demikian pasar modal dapat digunakan sebagai sarana tidak langsung pengukur kualitas manajemen.

2.2.2 Fungsi pasar modal

Dalam pasar modal masyarakat dapat ditarik untuk membiayai pembangunan dengan jalan mengundang partisipasi modal masyarakat dalam pemilikan dan pengolahan perusahaan. Sementara itu, bagi para investor sendiri, pasar modal merupakan wahana yang dapat dimanfaatkan untuk menginvestasikan dananya (*dalam asset financial*). Berdasarkan pengertian pasar modal di atas, maka Irmayanto (1997;23) menyebutkan fungsi dari pada bursa efek yaitu :

1. Menciptakan pasar secara terus-menerus bagi saham atau obligasi yang telah ditawarkan pada masyarakat.
2. Menciptakan harga yang wajar bagi efek yang bersangkutan melalui mekanisme penawaran dan permintaan.
3. Membantu pembelanjaan Indonesia.

2.2.3. Manfaat pasar modal

Ada beberapa manfaat pasar modal yang dapat di rasakan baik oleh perusahaan penerbit sekuritas (emiten), pemodal (investor), pemerintah maupun lembaga penunjang pasar modal hasil penelitian Anoraga dan Pakarti (2003;12-13).

Manfaat pasar modal bagi lembaga penunjang yaitu:

1. Menuju kearah profesional di dalam memberikan pelayanan sesuai dengan bidang dan tugas masing–masing.
2. Sebagai pembentuk harga dalam bursa paralel
3. Semakin bervariasinya jenis lembaga penunjang
4. Likuiditas efek semakin tinggi.

Manfaat pasar modal bagi pemerintah yaitu :

1. Mendorong laju pembangunan
2. Mendorong investasi
3. Penciptaan lapangan kerja.

2.2.4. Jenis-jenis pasar modal

Penjualan saham (termasuk jenis sekuritas lain) kepada masyarakat dapat dilakukan dengan beberapa cara. Umumnya penjualan dilakukan sesuai dengan jenis ataupun bentuk pasar modal dimana sekuritas tersebut diperjual-belian.

Menurut penelitian Sunariyah (2003;12-13) jenis-jenis pasar modal tersebut ada beberapa macam, yaitu antara lain :

1. Pasar perdana (*primary market*).

Pasar perdana merupakan pasar modal yang memperdagangkan saham-saham atau sekuritas lainnya yang dijual untuk pertama kalinya (penawaran umum) sebelum saham tersebut dicatatkan di bursa.

2. Pasar sekunder (*secondary market*).

Pasar sekunder merupakan pasar dimana saham dan sekuritas lain diperjualbelikan secara luas, setelah melalui masa penjualan di pasar perdana.

3. Pasar ketiga (*third market*).

Pasar ketiga adalah tempat perdagangan saham atau sekuritas lain diluar bursa (*over the counter market*), disebut juga bursa pararel.

4. Pasar keempat (*fourth market*).

Pasar keempat merupakan bentuk perdagangan efek antar investor atau dengan kata lain pengalihan saham dari suatu pemegang saham ke pemegang lainnya tanpa melalui perantara perdagangan efek.

2.2.5. Penawaran umum perdana

2.2.5.1. Pengertian dan alasan penawaran umum perdana

Menurut undang–undang RI No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal penawaran umum adalah kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur dalam undang–undang ini dan peraturan pelaksanaanya .

Pendapat lain tentang penawaran umum (*go public*) menurut Subagyo (1997) adalah penawaran efek yang dilakukan dengan menggunakan media massa atau ditawarkan kepada lebih dari 100 (seratus) pihak atau telah dijual kepada lebih dari 50 (lima puluh) pihak. Dari kedua definisi diatas dapat disimpulkan bahwa *go public* adalah kegiatan menjual atau menawarkan efek kepada masyarakat umum (investor atau pemodal) untuk pertama kalinya.

Di negara-negara maju, salah satu indikator keberhasilan perusahaan adalah apabila perusahaan dicatat dan diperdagangkan di pasar modal. Menurut Sunariyah ada beberapa alasan mengapa perusahaan ingin *go public* dan menjual sahamnya kepada masyarakat, antara lain :

1. Meningkatkan modal dasar perusahaan

Dari segi perusahaan dana yang masuk dari masyarakat ke perusahaan akan memperkuat posisi permodalan sehingga akan meningkatkan kemampuan perusahaan.

2. Memungkinkan pendiri untuk diverifikasi usaha

Dengan menjual saham kepada masyarakat akan memberi indikasi mengenai berapa harga saham menurut penilaian masyarakat. Hal ini dapat memberi kesempatan bagi perusahaan untuk menunaikan seluruh atau sebagian sahamnya dengan laba kenaikan harga saham. Dengan demikian perusahaan akan memperoleh keuntungan kenaikan harga yang dapat digunakan untuk mengadakan diversifikasi penanaman dananya.

3. Mempermudah usaha pembelian perusahaan lain (ekspansi)

Para pemegang saham perusahaan sebelum *go public* mempunyai kesempatan untuk mencari dana dari lembaga-lembaga keuangan tanpa melepaskan sahamnya. Dengan pinjaman tersebut dapat dijadikan pembayaran untuk mengambil alih perusahaan lain (*share swap*).

4. Nilai perusahaan

Go public memungkinkan masyarakat maupun manajemen mengetahui nilai perusahaan, yang tercermin pada kekuatan tawar-menawar saham. Apabila perusahaan diperkirakan sebagai perusahaan yang mempunyai prospek pada masa yang akan datang, nilai saham menjadi tinggi, dan begitu sebaliknya.

2.2.5.2. Harga Penawaran Pasar Perdana

Dengan melihat besar kecilnya return yang diterima oleh penjamin emisi (*underwriter*), sejumlah harga pasar perdana dinilai terlalu rendah. Pada penawaran perdana adalah penawaran pertama saham public dan terkadang disebut *uncasioned offering*. Masalah penawaran yang mengundang pertanyaan bagi para peneliti di bidang keuangan. Pada umumnya penawaran saham dipasar perdana memberikan *abnormal return* yang positif bagi para pemodal segera setelah saham-saham tersebut diperdagangkan di bursa. *Abnormal return* menunjukkan selisih tingkat keuntungan yang sebenarnya (*accrual return*) dengan tingkat keuntungan yang ditaksir (*estimasted return*). Dalam penawaran saham perdana, *estimated return* sering diwakili oleh tingkat keuntungan indeks pasar (*market return*). Dengan demikian maka abnormal return yang positif

menunjukkan bahwa tingkat keuntungan yang diperoleh karena memiliki suatu saham, lebih besar dari keuntungan pasar. Hal ini menunjukkan bahwa sebenarnya harga saham pada waktu penawaran perdana relatif murah.

2.2.5.3. Keuntungan dan Kerugian Penawaran Umum Perdana

Banyak keuntungan yang dapat diperoleh dengan melakukan *go public*. Adapun keuntungan dari *go public* diantaranya sebagai berikut :

1. Perusahaan dapat memperoleh dana relatif murah dan diterima sekaligus (tidak dengan termin–termin) dan dana yang di peroleh tersebut tidak harus di bayar kembali sebagaimana pinjaman dari bank.
2. Dana yang di peroleh dari go public dapat digunakan untuk perluasan usaha atau memperbaiki struktur keuangan perusahaan.
3. Dengan melakukan go public menyebabkan adanya tuntutan dari masyarakat terhadap perusahaan agar terbuka dan transparan dalam operasionalnya sehingga hal ini akan memacu perusahaan untuk meningkatkan profesionalisme.
4. Dengan melakukan go public perusahaan akan lebih dikenai oleh masyarakat atau dengan kata lain go public merupakan sarana bagi perusahaan untuk melakukan promosi.

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

1. Biaya laporan meningkat

Perusahaan setiap tahunnya dan kwartal harus menyerahkan laporan-laporan kepada regulator. Laporan ini sangat mahal terutama untuk perusahaan yang ukurannya kecil.

2. Pengungkapan (*disclosure*).

Beberapa pihak di perusahaan umumnya keberatan dengan ide pengungkapan. Manajer enggan mengungkapkan semua informasi yang dimiliki karena dapat digunakan oleh pesaing. Sedangkan pemilik enggan mengungkapkan informasi tentang saham yang dimilikinya karena publik akan mengetahui besarnya kekayaan yang dimiliki.

3. Ketakutan untuk diambil alih.

Manajer perusahaan yang hanya mempunyai hak veto kecil akan khawatir jika perusahaan *going public*. Manajer perusahaan publik dengan hak veto yang lebih rendah umumnya diganti dengan manajer yang baru jika perusahaan di ambil alih.

2.2.5.4. Prosedur penawaran umum perdana

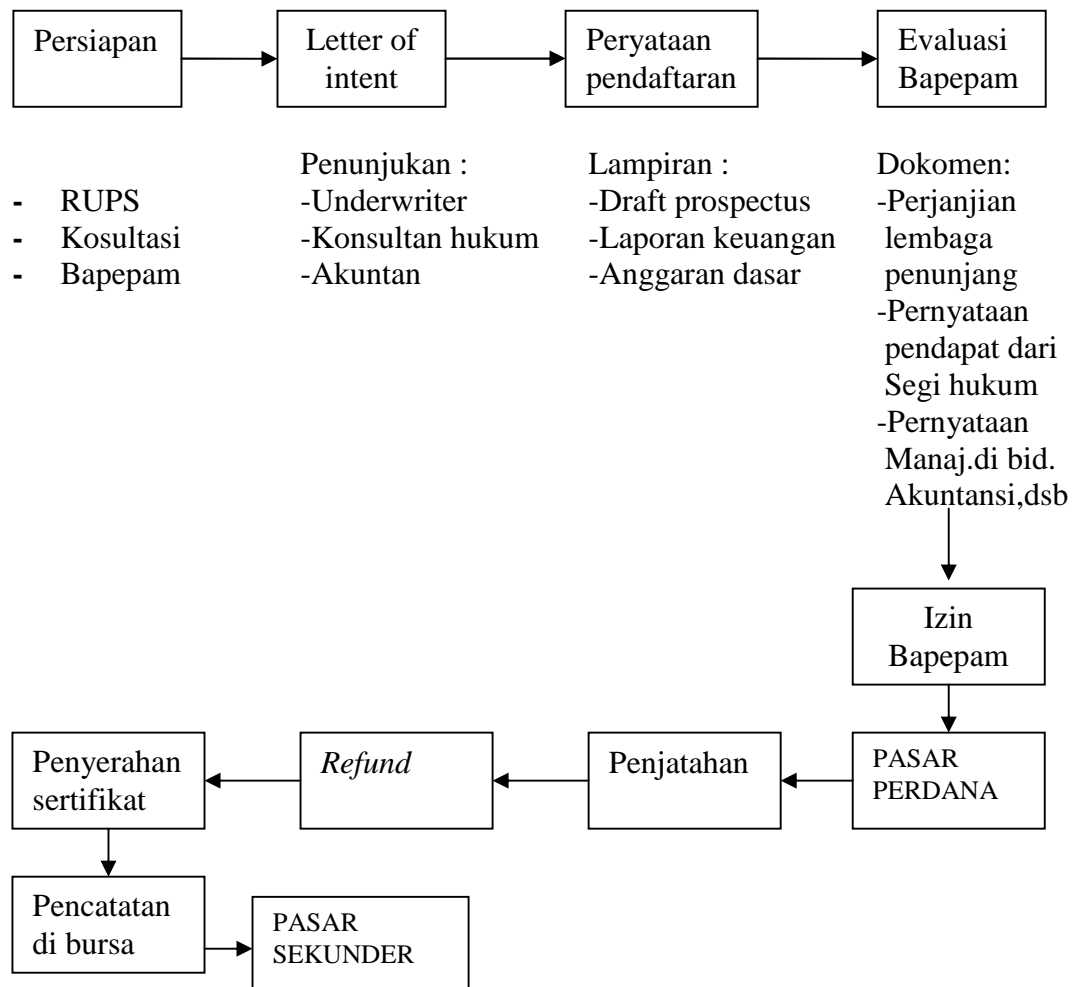
Adapun prosedur dalam penawaran umum perdana menurut Siamat (2001;261) adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan yang akan menerbitkan efek (*emiten atau issuer*) menyampaikan pernyataan maksud (*letter of intent*) kepada Bapepam.
2. Emiten menghubungi dan menunjuk penjamin emisi (*underwriter*) serta lembaga penunjang emisi lainnya.
3. Emiten dan underwriter mempersiapkan dokumen pernyataan pendaftaran emisi efek berikut lampiran dan dokumen emisi lainnya.

4. Emiten melalui underwriter menyampaikan pernyataan pendaftaran emisi efek kepada Bapepam.
5. Bapepam melakukan penelaahan kesesuaian dokumen emisi dengan ketentuan yang berlaku.
6. Izin emisi diberikan oleh Bapepam bila semua dokumen emisi telah lengkap dan memenuhi ketentuan.
7. Pengumuman dan pendistribusian prospektus. Dalam prospektus tersebut memuat informasi yang perlu diketahui calon investor, antara lain :
 - a. Tujuan penawaran
 - b. Keterangan tentang perseroan, antara lain riwayat perusahaan dan susunan Dewan Direksi dan Dewan Komisaris.
 - c. Masa penawaran dan tanggal penawaran
 - d. Tanggal pengembalian uang pesanan (*refund*)
 - e. Tanggal pencatatan di Bursa
 - f. Harga, jumlah dan jenis saham yang ditawarkan
 - g. Nama-nama penjamin emisi yang terdiri dari : penjamin utama, penjamin pelaksana, penjamin peserta.
 - h. Ikhtisar keuangan dan rasio-rasio keuangan perusahaan
 - i. Kegiatan dan prospek usaha perusahaan
 - j. Struktur permodalan perusahaan sebelum dan setelah emisi
 - k. Faktor-faktor resiko yang mungkin dihadapi dalam usaha emiten
 - l. Persyaratan dan tata cara pemesanan efek
 - m. Perpajakan
 - n. Nama-nama dan alamat agen penjual
8. Emiten dan underwriter melakukan penawaran efek melalui pasar perdana.
9. Penjatahan saham.
10. Pengembalian uang kepada pemesan (*refund*).
11. Penyerahan sertifikat efek.
12. Pencatatan saham di Bursa.

Gambar 2.1

Proses emisi efek



Sumber: Siamat., 2001, Manajemen Lembaga Keuangan, Edisi ketiga, FEUI, 263, Jakarta.

2.2.6. Saham

Saham merupakan bagian dari salah satu efek yang diperjual belikan atau diperdagangkan dipasar modal. Berikut ini adalah beberapa definisi dari saham.

“Saham menunjukkan bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas”. Husnan (1998:285). Selain itu, saham adalah bukti pernyataan dalam perusahaan. Usman (1990:61).

Selain itu saham juga dapat didefinisikan sebagai bukti pemilikan bagian modal perseroan terbatas yang memberi hak atas deviden dan lain-lain menurut besar-kecilnya modal yang disetor, Danareksa (1987:80). Jadi pemegang saham suatu perusahaan, turut memiliki sebagian dari perusahaan tersebut dan berhak menerima deviden. Sebagai bukti pemilikan diterbitkan surat saham yang diberikan kepada pemegang saham.

2.2.7. Penjamin Emisi (*underwriter*)

2.2.7.1. Pengertian dan peranan penjamin emisi

Pengertian tentang penjamin emisi menurut undang–undang RI No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal adalah pihak yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan emiten dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual. Pendapat lain tentang *underwriter* adalah pihak yang telah mengadakan kontrak untuk membeli efek dari emiten, pihak pengendali yang mempunyai afiliasi dengan emiten, atau penjamin emisi efek lainnya, untuk dijual dalam rangka penawaran umum, atau pihak yang telah mengadakan kontrak dengan emiten, atau pihak pengendali yang mempunyai afiliasi dengan emiten untuk menawarkan atau menjual efek melalui suatu penawaran umum (Subagyo, 1997;138).

Dari kedua pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa *underwriter* adalah lembaga yang mempunyai peran penting sebagai penjamin pada setiap emisi efek di pasar modal. Dalam melaksanakan fungsinya, para penjamin emisi melakukan kegiatan antara lain sebagai berikut :

1. Membantu emiten dalam rangka mempersiapkan pernyataan pendaftaran berikut dokumen pendukungnya.
2. Memberi konsultasi di bidang keuangan .
3. Melakukan penjaminan terhadap efek yang diemisikan.
4. Melakukan evaluasi terhadap kondisi perusahaan.
5. Menentukan harga saham bersama–sama emiten.
6. Sebagai pembentuk pasar di bursa paralel.

Dengan melihat fungsi tersebut dapat diketahui seberapa tingkat kesuksesan suatu emisi efek suatu perusahaan sangat tergantung pada kemampuan dan pengalaman penjamin emisi (*underwriter*).

2.2.7.2. Jenis – jenis Penjamin Emisi

Suatu perusahaan dapat saja menerbitkan sahamnya tanpa memakai jasa penjamin emisi, tetapi karena prosesnya yang rumit sehingga sulit bagi perusahaan untuk berpartisipasi di pasar modal tanpa bantuan penjamin emisi tersebut. Penjamin emisi memiliki pengetahuan yang dalam mengenai semua permasalahan di pasar modal, sehingga hal ini menjadi modal utama bagi para penjamin emisi tersebut dalam melakukan usahanya. Menurut Ghazali (2002) dilihat dari masing–masing fungsi dan tanggung jawab dalam sindikasi penjamin emisi, maka *underwriter* dapat di golongkan sebagai berikut :

1. Penjamin utama emisi (*lead underwriter*)

Lead underwriter dengan emiten membuat suatu perikatan dalam suatu perjanjian penjaminan emisi efek. Dalam perjanjian tersebut penjamin emisi

menjual efek dan pembayaran seluruh nilai efek. Apabila dalam suatu emisi terdapat lebih dari satu penjamin emisi utama, maka penjaminan dilakukan secara bersama-sama.

2. Penjamin pelaksana emisi (*managing underwriting*)

Seperti yang telah disebutkan diatas, bahwa dalam suatu emisi bias saja terdapat lebih dari satu penjamin emisi utama. Apabila hal tersebut terjadi, maka diantara mereka harus dipilih satu atau lebih yang akan bertindak sebagai penjamin pelaksana emisi (*managing underwriter*).

3. Penjamin peserta emisi (*co underwriter*)

Fungsi *co underwriter* ini adalah ikut menjamin penjualan dan pembayaran nilai efek sesuai dengan porsi efek yang diberikan kepadanya yang diikat dengan suatu perjanjian penjaminan emisi. Dalam pelaksanaan suatu emisi *co underwriter* tidak bertanggung jawab langsung kepada emiten, tetapi kepada *lead underwriter*.

2.2.7.3. Cara penjaminan emisi

Penjaminan emisi efek selalu dihadapkan pada kemungkinan resiko. Oleh karena itu, penjamin emisi benar-benar harus mempelajari dan meneliti seakurat mungkin mengenai keadaan atau kinerja emiten dan memproyeksi kemampuan dan minat calon investor terhadap saham atau efek lain yang akan dijamin emisinya. Resiko maksimum yang akan dihadapi oleh underwriter adalah kemungkinan tidak lakunya efek yang diemisi. Apabila hal tersebut terjadi, maka underwriter yang bertanggung jawab dan mengambil alih seluruh efek yang tidak terjual tersebut.

Dalam kegiatan *underwriting* dikenal beberapa cara penjaminan emisi, antara lain sebagai berikut :

1. *Full commitment underwriting*

Kesanggupan penuh atau sering disebut dengan *full commitment underwriting* yaitu suatu perjanjian penjaminan emisi efek dimana penjamin emisi efek mengikatkan diri untuk menawarkan efek kepada masyarakat dan membeli sisa efek yang tidak laku terjual.

2. *Best effort commitment*

Dalam komitmen ini, *underwriter* akan berusaha semaksimal mungkin menjual efek-efek dari emiten. Apabila ada efek yang belum habis terjual *underwriter* tidak wajib membelinya, sehingga *underwriter* tersebut hanya membayar semua efek yang berhasil terjual dan mengembalikan sisanya kepada emiten.

3. *Stand by commitment*

Menurut komitmen ini, *underwriter* berusaha menawarkan efek semaksimalnya kepada investor. Kemudian apabila ada sisa yang belum terjual sampai batas waktu penawaran yang telah ditetapkan, *underwriter* menyanggupi membeli sisa efek tersebut dengan harga sesuai perjanjian yang besarnya dibawah harga penawaran pada pasar perdana.

4. *All or none commitment*

Komitmen ini menyatakan bahwa apabila efek yang ditawarkan tersebut ternyata sebagian tidak terjual, maka penjualan efek tersebut dibatalkan sama

sekali. Artinya bagian efek yang telah laku dipesan oleh investor akan dibatalkan penjualannya dan semua sisa efek dikembalikan kepada emiten.

2.2.8. Fenomena *Underpricing* Pada Penawaran Umum Perdana

Fenomena *underpricing* terjadi jika pihak perusahaan dengan penjamin emisi menetapkan harga pada tingkat yang lebih rendah dari harga pasar sekunder. Menurut Brigham (1993) definisi *underpricing* adalah “*stock are underpriced if they begin trading at the public markets at a price that is higher than offering price*“. Berdasarkan definisi tersebut, maka *underpricing* di tandai dengan peningkatan harga saham yang mendorong terjadinya pendapatan *abnormal return* positif selama periode perdagangan tertentu emisi pertama.

Adanya *underpricing* ini tentu akan mempengaruhi return saham yang akan diperoleh oleh investor. Bagi investor, mereka akan memperoleh initial return yang menguntungkan sedangkan bagi emiten akan mengakibatkan konsekuensi kehilangan sejumlah uang yang seharusnya mereka terima bila harga pada saat penawaran perdana ditetapkan secara tepat. *Abnormal return* dihitung dengan rumus (Indriantoro dan Siti, 1998):

$$\text{Abnormal return} = \frac{\text{Harga pada hari pertama penutupan} - \text{harga penawaran}}{\text{Harga Penawaran}} \dots\dots(2.1)$$

Terdapat beberapa teori mengenai fenomena *underpricing* pada penawaran umum perdana. Prihartanto (2002) mengelompokkan teori-teori yang telah dikembangkan oleh para ahli di bidang keuangan dan pasar modal yaitu :

1. *Risk averse – underwriter hypothesis.*

Teori ini menerangkan bahwa terjadinya underpricing disebabkan perilaku penjamin emisi yang risk averse (penghindar resiko). Penjamin emisi menetapkan *underpricing* pada saham perdana dengan tujuan untuk mengurangi resiko dan biaya penjaminannya.

2. *Monopsony – power hypothesis*

Menurut teori ini, underpricing disebabkan oleh kekuatan monopsoni penjamin emisi pada emisi saham biasa dari perusahaan – perusahaan kecil.

3. *Speculatif – bubble hypothesis.*

Hipotesis ini menyatakan kelebihan pendapatan yang besar pada pasar perdana dihubungkan dengan keinginan spekulatif dari investor yang tidak mendapat alokasi saham–saham baru yang *oversubscribed* pada saat penawaran perdana, sementara harga penawaran konsisten dengan nilai ekonomisnya. Hipotesis ini menyatakan pula bahwa pendapatan *abnormal* positif pada awalnya kemudian diikuti pendapatan *abnormal* negatif. Berdasarkan hal tersebut, maka terjadinya *underpricing* di tandai dengan adanya pendapatan *abnormal* positif selama *hot issue period*.

4. *Asymmetric – informasi hypothesis*

Hipotesis ini mengasumsikan bahwa penjamin emisi memiliki informasi yang lebih lengkap mengenai permintaan saham di bandingkan dengan emiten. Hal ini akan menimbulkan konsekuensi bagi emiten untuk membiarkan penjamin emisi menawarkan harga penawaran saham perdananya pada tingkat diskon tertentu. Selain itu, hipotesis ini juga menjelaskan tentang keberadaan dua

kelompok investor potensial yang menyebabkan timbulnya informasi asimetris. kedua kelompok investor yang potensial tersebut adalah :

- a. *Informed investor*, yaitu investor yang hanya mau membeli saham-saham yang diharapkan akan mengalami peningkatan harga di pasar sekunder.
- b. *Uninformed investor*, yaitu investor yang membeli saham dengan acak.

Berdasarkan keberadaan dua kelompok investor ini, maka terjadinya *underpricing* dipandang sebagai kompensasi bagi investor yang telah mengeluarkan biaya untuk mendapatkan informasi.

2.2.9. Faktor – faktor Yang Mempengaruhi *Underpricing*

2.2.9.1. Reputasi Auditor

Laporan keuangan merupakan alat yang bisa digunakan investor untuk mengukur ketidakpastian. Dengan melihat informasi pada laporan keuangan, investor dapat mengetahui kemampuan kinerja perusahaan dalam menjalankan usahanya. Untuk itu agar laporan keuangan mempunyai nilai yang bisa digunakan sebagai informasi yang baik diperlukan adanya jaminan bahwa laporan keuangan yang dibuat perusahaan adalah wajar. Dengan demikian, dibutuhkan adanya pihak ketiga yang independen dalam hal ini adalah auditor. Auditor yang bereputasi diasosiasikan dengan auditor profesional dan berkualitas. Bagi perusahaan informasi yang diperoleh dari laporan auditor yang profesional akan memberi kepastian yang lebih memadai sehingga dapat membantu dalam penetapan harga penawaran saham perdana yang tinggi.

Menurut Rosyati (2002) auditor yang mempunyai reputasi tinggi akan mempertahankan reputasinya dengan memberikan kualitas pengauditan yang tinggi pula. Atas kualitas pengauditannya yang tinggi, auditor akan dihargai dalam bentuk premium harga klien. Penggunaan adviser yang professional (auditor dan underwriter yang mempunyai reputasi tinggi) dapat digunakan sebagai tanda atau petunjuk terhadap kualitas perusahaan emiten. Dengan memakai auditor yang berkualitas akan diinprestasikan oleh investor bahwa emiten mempunyai informasi yang tidak menyesatkan mengenai prospeknya dimasa mendatang. Hal ini berarti, penggunaan auditor yang memiliki reputasi tinggi akan mengurangi ketidakpastian dimasa mendatang.

Pengauditan merupakan mekanisme control yang bernilai dalam mengendalikan kebijakan perusahaan, maka hal ini diharapkan bervariasi dengan kualitas kantor akuntan publik (KAP). Proksi yang paling sering digunakan untuk kualitas audit adalah variabel dummy untuk anggota KAP *big four* dan *non big four*.

Selama ini yang menguasai pangsa pasar jasa akuntan (the big four) di Indonesia (Ilhami, 2005), yaitu:

1. Prasetio Sarwoko dan Sandjaya bermitra dengan Ernst & Young (EY).
2. Osman Ramli Satrio & Rekan bermitra dengan Deloitte Touche Tohmatsu (DTT).
3. Siddharta & Rekan bermitra dengan Klynveldt Pield Marwick Goerdeler (KPMG).
4. Haryanto Sahari dan Rekan bermitra dengan Pricewaterhouse (PWC).

Pada umumnya perusahaan yang akan go public memilih untuk menggunakan auditor yang dipersepsikan memilih kualitas tinggi (Firth dan Liao Tan, 1989). Auditor yang berkualitas akan dihargai di pasaran dalam bentuk peningkatan permintaan jasa audit, dengan demikian auditor yang berkualitas akan memiliki reputasi yang tinggi pula.

2.2.9.2. Reputasi Penjamin Emisi (*Underwriter*)

Fenomena *underwriter* yang berkualitas akan diburu oleh emiten untuk menjaminkan penjualan saham–saham perdananya karena dianggap mampu membuat perhitungan harga saham dengan efisien dan menguntungkan bagi semua pihak. Untuk menghindari resiko, *underwriter* yang berkualitas itu pun akan memilih saham–saham yang berkualitas saja yang akan dijaminkannya. Fenomena tersebut sangat menguntungkan investor karena mereka bisa menilai kewajaran harga saham berdasarkan “siapa“ *underwriter* yang menjaminkannya. Semakin berkualitas suatu perusahaan *underwriter*, Semakin diidolakan oleh emiten, dan semakin besar kesempatan yang diperolehnya untuk memilih saham–saham berkualitas untuk dijaminkannya.

Konsekuensi fenomena diatas adalah bahwa prestasi *underwriter* berpengaruh terhadap besar kecilnya tingkat *underpricing* . Saham–saham yang dijaminkan oleh *underwriter* yang berkualitas akan lebih cepat laku dan memiliki tingkat *underpricing* lebih rendah dibandingkan dengan yang lain.

Pada penelitian ini digunakan pengalaman penjamin emisi sebagai indikator dari penjamin emisi yang bereputasi tinggi . Pengalaman penjamin emisi

ditunjukkan dengan banyaknya klien yang pernah dijamin mulai awal beroperasi hingga akhir periode observasi sebagai dasar pemeringkatan. Argumen yang diajukan adalah :

1. Semakin berpengalaman penjamin emisi dalam membantu emiten untuk melakukan penawaran umum perdana diharapkan semakin mampu menentukan *fair price* saham perdana.
2. Banyaknya emiten yang menjadi klien dalam penawaran umum perdana secara logis dapat digunakan sebagai indikator reputasi yang dimiliki penjamin emisi.

Kooli dan Suret (2001) menemukan bahwa tingkat underpricing IPO di Kanada tahun 1991-1998 yang tidak ditangani oleh underwriter yang bereputasi tinggi mencapai 31,13%, sedangkan tingkat underpricing IPO yang ditangani oleh *underwriter prestisius* hanya 9,37% sehingga dapat disimpulkan kualitas underwriter berhubungan dengan kadar ketidakpastian kualitas IPO. Tingkat reputasi *underwriter* yang dipakai perusahaan mempengaruhi tingkat risiko IPO.

Underwriter yang bereputasi tinggi lebih berpengalaman dan lebih profesional dalam menangani IPO perusahaan. Mereka juga mempunyai beban moral yang lebih besar untuk mempertahankan reputasi baiknya sehingga pemilihan underwriter yang berkualitas akan memberikan keyakinan lebih bagi investor akan keberhasilan IPO perusahaan.

2.2.9.3. Umur Perusahaan

Suatu periode yang dihitung mulai perusahaan didirikan sampai dengan penawaran umum. Umur perusahaan menunjukkan seberapa lama perusahaan mampu bertahan dan menjadi bukti bahwa perusahaan mampu bersaing dan dapat mengambil kesempatan bisnis yang ada dalam perekonomian. Semakin lama umur perusahaan, maka semakin banyak informasi yang telah diperoleh masyarakat tentang perusahaan tersebut. Bagi investor umur ini dapat menunjukkan prospek perusahaan dimasa depan. (Daljono 2000:562).

Penelitian Trisnawati (1999) yang dikutip dalam Ghozali (2002:84) menyimpulkan bahwa semakin lama perusahaan berdiri, masyarakat luas akan mengenalnya dan investor secara khusus akan lebih percaya terhadap perusahaan yang sudah terkenal dan lama berdiri dibandingkan dengan perusahaan yang relative masih baru, biasanya perusahaan yang sudah lama berdiri tentunya punya strategi dan kiat-kiat yang lebih solid untuk tetap bias survive di masa depannya.

2.2.9.4. *Financial Leverage*

Menurut Firth dan Smith, seperti dikutip oleh Ghozali (2002:79) menjelaskan bahwa *Financial Leverage* sebagai suatu rasio yang menunjukkan tingkat hutang atau kewajiban perusahaan yang turut menjelaskan perubahan pada tingkat *underpricing* saham di pasar perdana. Tingkat kewajiban yang tinggi menjadikan pihak manajemen perusahaan menjadi lebih sulit dalam menyusun prediksi jalannya perusahaan ke depan. Situasi seperti ini akan memperbesar *underpricing* saham bilamana perusahaan sedang melakukan penawaran saham perdananya.

Sedangkan menurut Sartono (1998:339) yang dimaksud dengan *financial leverage* adalah penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan bahwa akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar daripada beban tetapnya. Sehingga akan meningkatkan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham. makin besar penggunaan hutang makin besar *financial leverage* dan makin besar pula biaya tetap keuangan yang harus ditanggung. Hal ini akan menyebabkan investor berpikir dua kali jika mau menginvestasikan dananya pada pasar modal, sehingga akan berdampak pada turunnya permintaan yang mengakibatkan harga pasar saham turun.

Masalah *financial leverage* baru timbul setelah perusahaan menggunakan dana dengan beban tetap. Perusahaan yang menggunakan dana dengan beban tetap dikatakan menghasilkan *leverage* yang menguntungkan (*favourable financial leverage*) atau efek yang positif kalau pendapatan yang diterima dari penggunaan tersebut lebih besar daripada beban tetap dari penggunaan dana itu (Sartono, 1998:375).

Financial leverage dikatakan menguntungkan bila perusahaan dapat menghasilkan laba yang melebihi biaya pembelanjaan tetapnya. *Financial leverage* menunjukkan proporsi atas penggunaan utang untuk membiayai investasinya. Penggunaan *financial leverage* yang makin tinggi mengakibatkan resiko *financial* juga meningkat. Hal ini akan menyebabkan investor meminta tingkat keuntungan yang tinggi pula sedangkan perusahaan dengan *ratio leverage* rendah memiliki rasio rugi yang lebih kecil jika kondisi ekonomi sedang menurun

tetapi juga memiliki hasil pengambilan yang lebih rendah jika kondisi ekonomi sedang membaik.

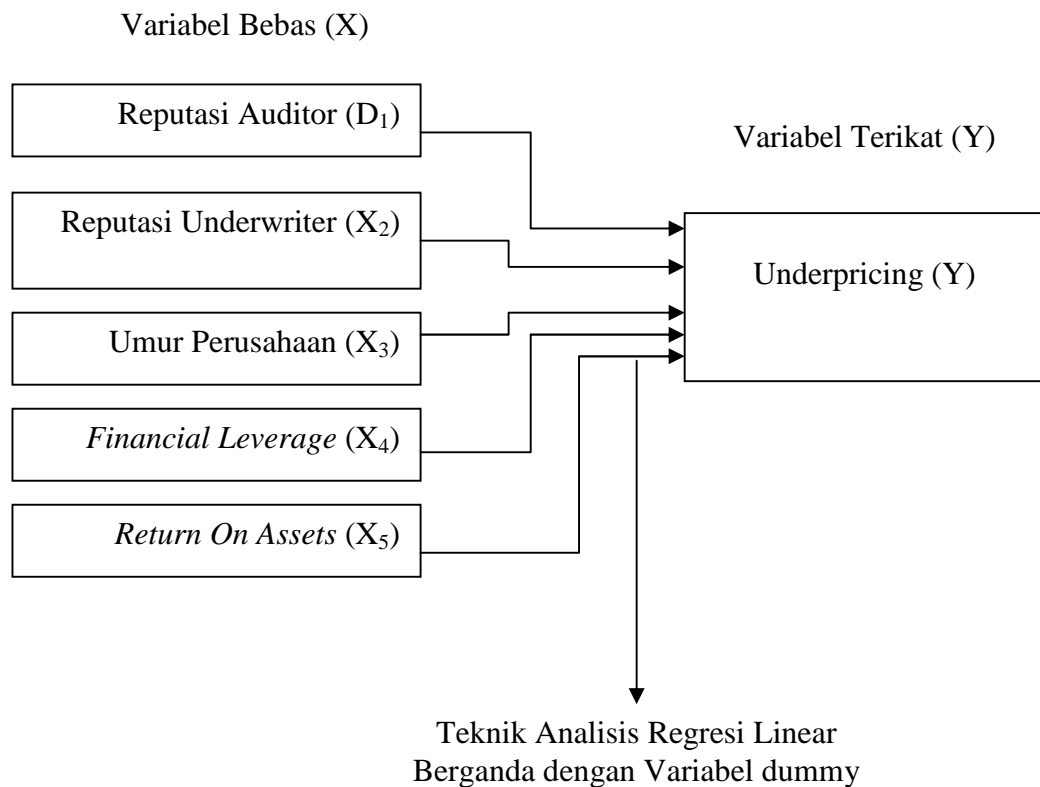
2.2.9.5. Return On Asset

Menurut Ghozali (2002:79) bahwa ROA merupakan suatu rasio penting yang dapat dipergunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dengan investasi yang telah ditanamkan (asset yang dimilikinya) untuk mendapatkan laba. ROA menjadi salah satu pertimbangan investor di dalam melakukan investasi terhadap saham-saham di lantai bursa. Oleh karena itu besar kecilnya nilai prosentase ROA akan mempengaruhi tingkat *underpricing* saham, yaitu apabila prosentase ROA tinggi maka cenderung mengurangi *underpricing* dan sebaliknya apabila prosentase ROA rendah maka untuk mengurangi resiko pihak *underwriter* cenderung menekan harga di pasar perdana.

Jumlah laba yang diperoleh secara teratur serta laba yang meningkat merupakan suatu factor yang sangat penting yang perlu mendapat perhatian calon investor dalam menilai profitabilitas suatu perusahaan. Rentabilitas ini diukur untuk mengetahui koefisien penggunaan modal dalam suatu perusahaan. Oleh karena itu laba yang besar tidak menjamin atau bukan merupakan ukuran bahwa perusahaan rentabilitas. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa rentabilitas yang tinggi lebih penting daripada laba yang besar.

2.3. Kerangka berfikir

Gambar 2.2
Kerangka Berfikir



Keterangan :

Dalam penelitian ini akan diuji pengaruh variabel bebas (X) yang terdiri dari reputasi auditor, reputasi *underwriter*, umur perusahaan, *financial leverage*, dan *Return On Assets (ROA)* terhadap variabel terikat (Y) yaitu *underpricing* dengan menggunakan teknik analisis regresi linier berganda dengan variabel dummy.

2.4. Hipotesis

Dari kerangka berfikir di atas, maka dapat dikemukakan hipotesis sebagai berikut:

- H₁ : Reputasi auditor memiliki pengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing* saham.
- H₂ : Reputasi penjamin emisi memiliki pengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing* saham.
- H₃ : Umur perusahaan memiliki pengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing* saham.
- H₄ : *Financial Leverage* memiliki pengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing* saham.
- H₅ : *Return on asset* memiliki pengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing* saham.