

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian-penelitian terdahulu menunjukkan bukti bahwa adanya pengaruh *earning management*, *risk change*, *underpricing* pada penawaran saham antara lain seperti berikut :

1. Penelitian Chastina Yolana dan Dwi Martani 2005

Penelitian ini bertujuan membuktikan secara empiris pengaruh beberapa variabel yang diduga mempengaruhi tingkat *underpricing* yang ditandai dengan adanya positif *initial return* yang terjadi di BEJ pada tahun 1994-2001. Penelitian ini mengambil populasi perusahaan-perusahaan yang listing di BEJ dengan mengambil sampel perusahaan yang melakukan penawaran perdana antara tahun 1994–2001. Dalam penelitian ini ada lima variabel bebas yaitu: reputasi penjamin emisi, rata-rata kurs, skala perusahaan, *ROE*, dan jenis industri. Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi berganda. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa reputasi penjamin emisi, rata-rata kurs, skala perusahaan, *ROE*, dan jenis industri secara bersama-sama (simultan) mempengaruhi tingkat *underpricing*, sedangkan secara parsial yang signifikan mempengaruhi *underpricing* adalah skala perusahaan, *ROE*, dan jenis industri.

Dalam penelitian ini terdapat persamaan dengan penelitian sebelumnya adalah sama-sama meneliti variabel-variabel yang mempengaruhi *underpricing* pada penawaran saham seperti reputasi penjamin emisi, ukuran

perusahaan dan *ROE*. Adapun perbedaan dengan penelitian sebelumnya adalah :

1) Penelitian sebelumnya menggunakan data pada BEJ tahun 1994 - 2001.

Sedangkan pada penelitian ini menggunakan data pada BEI tahun 2009-2014.

2) Penelitian ini akan menambahkan variabel seperti umur perusahaan dan *financial leverage*.

2. Irawati Junaeni dan Rendi Agustian 2013

Penelitian sebelumnya menentukan tujuannya adalah mengetahui pengaruh *financial leverage*, proceeds, dan jenis industri pada tingkat *underpricing*. Dengan menggunakan Uji F dan Uji t. Hasilnya pada uji F diketahui bahwa secara bersama - sama variabel bebas mempengaruhi variabel terikat, sedangkan secara parsial yang signifikan mempengaruhi *underpricing* adalah jenis industri.

Dalam penelitian ini persamaan dengan penelitian sebelumnya adalah sama- sama menggunakan *financial leverage* sebagai salah satu variabel bebas. Adapun perbedaan dengan penelitian sebelumnya, dalam penelitian sebelumnya menguji pengaruh faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* seperti faktor *financial leverage*, proceeds, jenis industri sedangkan penelitian ini menggunakan variabel reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, ukuran perusahaan, dan *ROE*.

3. Resti Azzahra 2010

Penelitian ini dilakukan untuk menguji dan menganalisis pengaruh variabel independen pada tingkat *underpricing* dan untuk meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi terjadinya *underpricing* pada penawaran saham perdana perusahaan *go public* di BEI tahun 2008-2010 dengan sampel penelitian sebanyak 39 perusahaan. Dalam penelitian ini yang menjadi objek penelitian

adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO dan mengalami *underpricing* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008–2010. Variabel independen yang digunakan yaitu: jumlah saham yang ditawarkan perusahaan, besaran perusahaan, *debt to equity ratio* (DER), *return on equity* (ROE), solvabilitas. Variabel *debt to equity* rasio dan solvabilitas yang berpengaruh pada *underpricing*, sedangkan variabel jumlah saham yang ditawarkan perusahaan, besaran perusahaan, dan *return on equity*, tidak berhasil dibuktikan adanya pengaruh signifikan pada *underpricing*.

Dalam penelitian ini persamaan dengan penelitian sebelumnya adalah Sama-sama menggunakan variabel ROE sebagai salah satu variabel independen. Adapun perbedaan dengan penelitian sebelumnya adalah :

- 1) Penelitian ini tidak menggunakan umur perusahaan, *financial leverage*, reputasi penjamin emisi, dan ukuran perusahaan sebagai variabel dependen.
- 2) Tahun penelitian yang digunakan Restu Azzahra dimulai dari tahun 2008-2010, sedangkan di dalam penelitian ini peneliti menggunakan tahun penelitian dari tahun 2009-2014.

4. Dominique Razafindrabinina dan Tiffany Kwan 2013

Penelitian ini mengambil topik mengenai pengaruh *underwriter* dan reputasi auditor pada *underpricing* pada saat IPO. Tujuan dari penelitian ini untuk menginvestigasi dan mengukur pengaruh *underwriter* dan reputasi auditor pada harga saham yang mengalami *underpricing*. Variabel bebas yang digunakan di dalam penelitian ini adalah *underwriter*, reputasi auditor, *return on assets* (ROA), *asset turnover*, *current ratio* dan *debt to equity ratio* (DER). Sampel yang

digunakan adalah perusahaan yang melakukan *initial public offering* di Bursa Efek Indonesia pada periode 2004-2009. Alat analisis yang digunakan adalah uji regresi. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa hanya variabel *underwriter* dan reputasi auditor yang berpengaruh secara negative dan signifikan pada *underpricing*. Sedangkan variable lainnya tidak memiliki pengaruh pada *underpricing*.

Dalam penelitian ini persamaan dengan penelitian sebelumnya adalah sama-sama menggunakan variabel *underwriter* sebagai salah satu variabel independen. Adapun perbedaan dengan penelitian sebelumnya adalah :

- 1) Penelitian ini tidak menggunakan umur perusahaan, ukuran perusahaan, *ROE*, dan *financial leverage* sebagai variabel dependen.
- 2) Tahun penelitian yang digunakan oleh Razafindrabinina dan Kwan (2013) dimulai dari tahun 2004-2009, sedangkan di dalam penelitian ini peneliti menggunakan tahun penelitian dari tahun 2009-2014.

Tabel 2.1
PERBEDAAN DAN PERSAMAAN DENGAN PENELITIAN TERDAHULU

Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Dependen	Variabel Independen	Alat Analisis	Hasil Penelitian	Persamaan	Perbedaan
Chastina Yolana dan Dwi Martani (2005)	"Variabel-Variabel Yang Mempengaruhi Fenomena Underpricing Pada Penawaran Saham Perdana di BEJ Tahun 1994 – 2000"	<i>Underpricing</i>	Nilai kurs, skala perusahaan, ROE, jenis industri, reputasi <i>underwriter</i>	Analisis Regresi linier berganda	<p>Negatif dan signifikan: Skala Perusahaan, ROE, Jenis industri</p> <p>Negatif dan tidak signifikan: Reputasi <i>Underwriter</i></p> <p>Positif dan tidak signifikan: Nilai Kurs</p> <p>Uji F: secara bersama - sama variabel bebas mempengaruhi variabel terikat.</p>	<p>Sama-sama menggunakan <i>underpricing</i> sebagai variabel dependen.</p> <p>Sama-sama menggunakan variabel ukuran perusahaan, dan reputasi <i>underwriter</i> sebagai salah satu variabel independen.</p>	<p>Chastina Yolana dan Dwi Martani (2005) menggunakan variabel reputasi penjamin emisi, rata-rata kurs, skala perusahaan, ROE, dan jenis industri sebagai salah satu variabel independen. Chastina Yolana dan Dwi Martani (2005) tidak menggunakan <i>financial leverage</i> sebagai salah satu variabel independen. Tahun penelitian Chastina Yolana dan Dwi Martani dari tahun 1994-2001.</p>

Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Dependen	Variabel Independen	Alat Analisis	Hasil Penelitian	Persamaan	Perbedaan
Irawati Junaeini dan Rendi Agustian (2013)	"Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing Saham Pada Perusahaan Yang Melakukan Initial Public Offering Di Bel"	<i>Underpricing</i>	<i>financial leverage</i> , <i>proceeds</i> , dan jenis industri	Analisis Regresi Linier Berganda	<p>Negatif dan signifikan: Jenis industri</p> <p>Negatif dan tidak signifikan: <i>proceeds</i></p> <p>Positif dan tidak signifikan: <i>financial leverage</i></p> <p>Uji F: secara bersama - sama variabel bebas mempengaruhi variabel terikat</p>	Sama-sama menggunakan <i>underpricing</i> sebagai variabel dependen. sama- sama menggunakan <i>financial leverage</i> sebagai salah satu varaibel bebas.	Dalam penelitian sebelumnya menguji pengaruh faktor-faktor yang mempengaruhi <i>underpricing</i> seperti faktor <i>financial leverage</i> , <i>proceeds</i> , dan jenis industri sedangkan pada penelitian ini menggunakan variabel bebas reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, ukuran perusahaan, dan <i>ROE</i> .
Resta Azzahra (2010)	"Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Underpricing Pada Penawaran Saham Perdana Perusahaan Go Public Di BEI (Tahun 2008-2010)"	<i>Underpricing</i>	Jumlah saham yang ditawarkan perusahaan, besaran perusahaan, <i>debt to equity ratio</i> (DER), <i>return on equity</i> (ROE), solvabilitas	Analisis Regresi Linier Berganda	<p>Negatif dan signifikan: DER, Solvabilitas</p> <p>Negatif dan tidak signifikan: Besarran perusahaan. <i>ROE</i></p> <p>Positif dan tidak signifikan: Jumlah saham yang ditawarkan</p> <p>Uji F: secara bersama - sama variabel bebas mempengaruhi variabel terikat</p>	Sama-sama menggunakan variabel <i>ROE</i> sebagai salah satu variabel independen.	Pada penelitian ini tidak menggunakan umur perusahaan, <i>financial leverage</i> , reputasi penjamin emisi, dan skala perusahaan sebagai variabel dependen.

Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Dependen	Variabel Independen	Alat Analisis	Hasil Penelitian	Persamaan	Perbedaan
Dominique Razafindrambinina dan Tiffany Kwan (2013)	"The Influence of Underwriter and Auditor Reputations on IPO Underpricing"	Initial Return	Underwriter, reputasi auditor, ROA, perputaran aset, current ratio, dan DER	Analisis Regresi Linier Berganda	<p>Negatif dan signifikan: Underwriter, reputasi auditor</p> <p>Negatif dan tidak signifikan: ROA, current ratio, DER</p> <p>Positif dan tidak signifikan: Perputaran aset</p> <p>Uji F: secara bersama - sama variabel bebas mempengaruhi variabel terikat</p>	Sama-sama menggunakan Underwriter sebagai salah satu variabel independen.	Peneliti tidak menggunakan initial return sebagai variabel dependen seperti di dalam penelitian Dominique Razafindrambinina dan Tiffany Kwan (2013), di dalam penelitian ini peneliti tidak menggunakan variabel ROA, perputaran aset, current ratio, dan DER sebagai variabel independen

Sumber : penelitian terdahulu

2.2 Landasan Teori

Adapun teori - teori yang digunakan pada penelitian ini yaitu:

2.2.1 Penawaran Umum Di Pasar Perdana dan Pasar Sekunder

Perusahaan memiliki berbagai alternatif sumber pendanaan, baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Alternatif pendanaan dari dalam perusahaan umumnya menggunakan laba yang ditahan perusahaan. Sedangkan alternatif pendanaan dari luar perusahaan dapat berasal dari kreditor berupa utang, pembiayaan bentuk lain, penerbitan surat-surat utang, atau pendanaan yang bersifat penyertaan dalam bentuk saham (*equity*). Pendanaan melalui mekanisme penyertaan umumnya dilakukan dengan menjual saham perusahaan kepada masyarakat atau sering dikenal dengan istilah *go public*.

Pasar perdana terjadi pada saat perusahaan menjual sekuritasnya kepada investor umum untuk pertama kalinya. Dalam menjual sekuritasnya, perusahaan umumnya menggunakan jasa profesional dan lembaga pendukung pasar modal, untuk membantu menyiapkan berbagai dokumen serta persyaratan yang diperlukan untuk *go public*. Penjamin (*underwriter*) yang ditunjuk oleh perusahaan akan membantu dalam penentuan harga perdana saham serta membantu memasarkan sekuritas tersebut kepada calon investor.

Secara teoritis, penawaran saham-saham di pasar perdana dapat terjadi kemungkinan penawaran harga yaitu: apakah emisi-emisi tersebut *overpricing* ataukah *underpricing*. Untuk mengetahui apakah emisi saham perdana *overpricing* atau *underpricing* di bawah ini diuraikan dua alternatif pendekatan yang digunakan, yaitu :

1. Menaksir harga teoritis saham tersebut dibandingkan dengan harga yang ada di

pasar perdana. Jika harga di pasar perdana lebih tinggi dari harga teoritis, saham tersebut dinilai *overvalue*. Sebaliknya, jika lebih rendah diklasifikasikan *undervalue*.

2. Membandingkan tingkat keuntungan yang diperoleh dari saham-saham yang baru dijual tersebut dengan memperhatikan faktor risiko. Jika tingkat keuntungan yang diperoleh lebih besar dari tingkat keuntungan yang diharapkan, hal ini berarti nilai saham tersebut *overvalue*. Sebaliknya jika tingkat keuntungan yang diperoleh lebih kecil dari tingkat keuntungan yang diharapkan maka saham tersebut *undervalue*.

Pada dasarnya, hampir semua-investor berminat untuk membeli saham di pasar perdana dengan harapan memperoleh keuntungan pada saat harga tersebut akan naik di pasar sekunder. Namun, dalam prakteknya harga saham pada pasar perdana adalah harga yang terjadi karena hasil negoisasi antara penjamin emisi (*underwriter*) dengan calon emiten. Oleh karena itu, harga perdana ini disebut juga dengan harga negoisasi (*negotiation price*). Berbeda dengan pasar perdana, pasar sekunder adalah pasar yang terjadi ketika suatu efek dicatatkan dan diperdagangkan di bursa. Ini disebut pasar sekunder karena pihak yang melakukan perdagangan adalah para pemegang saham dan calon pemegang saham. Uang yang mengalir dalam pasar sekunder, tidak lagi mengalir ke dalam perusahaan yang menerbitkan efek akan tetapi berpindah atau bergerak dari pemegang saham yang satu ke pemegang saham yang lain.

Emiten tidak berhubungan langsung dengan pasar sekunder, akan tetapi memiliki kepentingan atas naik turunnya harga saham di pasar sekunder.

Sebagai tambahan, apabila dilihat dari segi kepentingan pemodal dalam membeli dan menjual saham, maka terdapat beberapa perbezaan antara pasar perdana dan pasar sekunder seperti yang dijelaskan (Lubis, 2008) yang dapat dilihat pada tabel berikut ini :

Tabel 2.2
PERBEDAAN PASAR PERDANA DAN PASAR SEKUNDER

No	Pasar Perdana	Pasar Sekunder
1	Harga saham tetap	Harga saham berfluktuasi sesuai kekuatan <i>supply</i> dan <i>demand</i>
2	Tidak dikenai komisi	Dibebankan komisi
3	Hanya untuk pembelian saham	Berlaku untuk pembelian dan penjualan saham
4	Pemesanan dilakukan melalui agen penjualan	Pemesanan melalui broker
5	Jangka waktu terbatas	Jangka waktu tidak terbatas

Sumber : www.idx.co.id

2.2.2 Pengertian dan Fenomena *Underpricing*

Saham suatu perusahaan yang akan diperdagangkan di pasar sekunder atau berada di penjualan di lantai bursa, sebelumnya akan ditawarkan terlebih dahulu di pasar perdana. Harga pasar yang dijual di pasar perdana telah ditentukan terlebih dahulu atas kesepakatan antar emiten dengan pihak penjamin emisi (*underwriter*), sedangkan harga saham yang dijual di pasar sekunder ditentukan oleh penawaran dan permintaan. Dalam dua mekanisme penentuan harga tersebut sering terjadi perbezaan harga atau yang disebut dengan *underpriced*.

Beberapa peneliti menjelaskan mengapa harga pada penawaran perdana lebih rendah daripada harga pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder. Menurut Carter and Manaster dalam Nur Indrianto (1999) menjelaskan bahwa *Underpriced* merupakan hasil dari ketidakpastian harga saham pada pasar

sekunder yang terjadi karena perusahaan dinilai lebih rendah dari kondisi yang sesungguhnya oleh penjamin emisi untuk mengurangi tingkat risiko yang harus ia hadapi karena fungsi penjaminannya. Menurut (Jogiyanto, 2008) menjelaskan bahwa *underpricing* perusahaan IPO merupakan perbedaan antara harga penawaran perdana dengan harga penutupan saham perusahaan IPO di pasar sekunder pada hari pertama. Kecenderungan *underpricing* terjadi hampir di setiap negara, yang membedakannya hanyalah berapa besar tingkat *underpricing* yang terjadi.

2.2.3 Teori *underpricing*

Teori *underpricing* dikemukakan dalam literatur-literatur keuangan (Ritter, 1998), ada beberapa teori mengenai *underpricing* yang telah dikemukakan oleh para ahli diantaranya :

Informasi assimetris (Assimetri Information Theory), kebanyakan teori yang menjelaskan harga penawaran perdana (IPO) yang *underpriced* didasarkan pada asumsi bahwa terjadi perbedaan informasi antara berbagai pihak pada nilai saham yang baru tersebut. Salah satu dari teori tersebut menganggap bahwa penjamin emisi secara signifikan mempunyai informasi yang lebih baik dari pada emiten. Hal ini oleh karena penjamin emisi memiliki informasi yang lebih lengkap, penjamin emisi akan mampu meyakinkan emiten bahwa harga yang rendah lebih baik jika emiten tidak pasti pada nilai sahamnya sendiri.

Penjelasan lain dari *underpricing* adalah yang dikenal sebagai istilah "*winner's curse*". *Winner's curse* ini menekankan adanya informasi asimetris diantara investor potensial. Menurut pandangan ini, beberapa investor (informed

investor) mempunyai akses informasi mengetahui berapa sesungguhnya nilai saham yang akan dikeluarkan. Investor lainnya (uninformed investor) tidak mengetahui karena sangat sulit atau mahal untuk mendapat informasi tersebut. Penjamin emisi dan emiten melakukan kesalahan acak (*random error*) dalam penetapan harga, beberapa saham ditetapkan *overvalued* dan lainnya *undervalued*. Investor yang mempunyai informasi akan membeli saham yang *undervalued* dan menghindari saham yang *overvalued*. Akibatnya, investor yang tidak mempunyai informasi sulit mendapatkan saham *undervalued*, karenanya akan mendapatkan return yang lebih kecil. Karena emiten harus terus menerus menarik investor yang tidak mendapatkan informasi seperti investor yang mempunyai informasi, maka rata-rata harga saham baru tersebut harus *underpriced* agar investor yang tidak mempunyai informasi tersebut mendapatkan return yang memadai.

Selain teori *underpricing* IPO yang berdasarkan informasi asimetris ada juga penjelasan tradisional, antara lain:

1. Undang-Undang membuat penjamin emisi menetapkan harga perdana di bawah harga yang diharapkan.
2. Terjadi kolusi diantara para penjamin emisi dengan menetapkan kondisi *underpriced*.
3. Saham yang *underpriced* meninggalkan kesan yang baik pada investor sehingga pada waktu berikutnya, saham baru yang dikeluarkan dapat dijual pada harga yang lebih menarik.
4. "*Firm commitment*" membuat penjamin emisi mencoba mengurangi risiko dengan cara *underpriced* saham perdana untuk mengkompensasikannya.
5. Proses *underwriting* biasanya memasukkan unsur *underpricing* dalam IPO,

kondisi ini terjadi karena kebiasaan / tradisi atau berdasarkan perjanjian yang disepakati antara emiten dan penjamin emisi.

6. Perusahaan yang mengeluarkan saham (emiten) dan penjamin emisi menganggap bahwa *underpricing* merupakan bentuk jaminan pada tuntutan hukum.

Teori sinyaling (*Signaling Theory*) menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk (*separating equilibrium*). Pada saat melakukan penawaran umum, calon investor tidak sepenuhnya dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk. Oleh Karena itu, emiten dan penjamin emisi dengan sengaja akan memberikan sinyal kepada pasar yang merupakan sinyal positif yang berusaha diberikan oleh emiten guna menunjukkan kualitas perusahaan pada saat IPO (Sumarso, 2003). (Allen dan Faulhaber, 2009) melihat *underpricing* dari IPO sebagai alat bantu yang digunakan oleh perusahaan untuk memberi sinyal tentang kualitas baik mempunyai insentif untuk melakukan *underpricing* pada IPO. Perusahaan dapat menawarkan harga sahamnya lebih baik pada penawaran berikutnya. Dengan demikian total penawaran yang diterima perusahaan dari pasar IPO ditambah dari pasar saham berikutnya lebih besar dibandingkan dengan penerbitan saham IPO yang tidak dilakukan underprice.

Teori reaksi yang berlebihan (*Over-Reaction Theory*) adalah bahwa harga penawaran yang ditetapkan oleh penjamin emisi telah sesuai dan initial return yang positif merupakan akibat dari reaksi berlebihan dari investor yang

tidak rasional. Pandangan ini dikemukakan oleh (Ritter et all, 2009).

Argumentasi yang diajukan terutama didasarkan pada psikologi dan tingkah laku (*behaviour*) atau ketidak-rasionalan dari investor. Tantangan yang harus diselesaikan oleh model ini adalah implikasi bahwa: (1) investor secara konsisten bertindak tidak rasional atau bereaksi secara berlebihan, dan (2) reaksi tersebut biasanya hanya kepada sisi positif saja.

Teori prospek (*Prospect Theory*) oleh (Loughran dan Ritter, 2009) mengajukan teori prospek yang berdasarkan pada *covariance* antara kerugian yang dialami oleh emiten akibat *underpricing* dengan perubahan nilai kekayaan emiten setelah *go public*. Berita buruk yaitu adanya kerugian yang dialami oleh emiten karena *underpricing* dibarengi dengan berita baik bahwa pemilik perusahaan ternyata sekarang menjadi lebih kaya dari perkiraannya semula. Penggabungan berita buruk dan berita baik tersebut emiten tetap merasa gembira walaupun terjadi kerugian.

Argumen yang diajukan oleh teori ini adalah *underpricing* merupakan bentuk tidak langsung antara biaya langsung (*spread*) dan biaya *opportunity* (selisih harga pasar hari pertama dengan harga penawaran). Apabila penjamin emisi menaikkan persentase biaya langsung, emiten akan melakukan tawar menawar (*bargain*) yang hebat dibandingkan jika terjadi transfer kekayaan dalam bentuk biaya *opportunity*. Dengan demikian, melakukan *underpricing* lebih menguntungkan bagi penjamin emisi.

Underpricing dapat diukur dengan menggunakan rumus :

$$\text{underpricing} = \frac{\text{closing price} - \text{offering price}}{\text{offering price}} \times 100\% \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan:

Closing price = harga penutupan saham di pasar sekunder

Offering price = harga penawaran saham di pasar perdana

2.2.4 Faktor-faktor yang mempengaruhi IPO

Berikut adalah faktor-faktor yang mempengaruhi *initial public offering* (IPO):

1. Reputasi Penjamin Emisi (*underwriter*)

Dalam pelaksanaan emisi efek penjamin emisi (*underwriter*) memiliki peran yang sangat menentukan keberhasilan emisi terutama dalam melakukan pemasaran dan penjualan suatu efek. Pentingnya fungsi *underwriter* disebabkan alasan-alasan sebagai berikut :

- (a) Membantu emiten mempersiapkan pernyataan pendaftaran beserta dokumen pendukungnya
- (b) Memberikan konsultasi di bidang keuangan seperti jumlah dan jenis efek yang akan diterbitkan, bursa yang dipilih untuk mencatatkan saham, jadwal emisi penunjukkan lembaga penunjang lain, metode pendistribusian efek, dan sebagainya.
- (c) Melakukan penjaminan pada efek yang diemisikan.
- (d) Melakukan evaluasi pada kondisi perusahaan antara lain : keuangan, manajemen, pemasaran, produksi berikut prospeknya
- (e) Menentukan harga saham bersama-sama dengan emiten
- (f) Sebagai pembentuk pasar (*market maker*) di Bursa Paralel

Penjaminan emisi efek (*underwriting*) selalu dihadapkan pada kemungkinan risiko. 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 pada saham atau efek lain yang akan dijamin emisinya. Perhitungan dan perkiraan mengenai kemampuan atau kekuatan pasar yang kurang tepat akan menimbulkan risiko pada tidak berhasilnya suatu emisi efek yang pada gilirannya akan mengakibatkan tanggung jawab penjamin emisi atas penjualan efek yang diemisikan tersebut. Dilihat dari kepentingan emiten, makin tinggi harga suatu saham di pasar perdana, semakin memperbesar kemampuan permodalan dan makin menguntungkan bagi emiten yang bersangkutan. Sebaliknya, dari sisi *underwriter* makin tinggi harga perdana suatu saham, makin besar pula risiko kerugian yang mungkin timbul. Dalam mekanisme penjaminan emisi ini mempertemukan kepentingan masing-masing pihak, *underwriter* dan emiten, biasanya dengan melalui negosiasi yang cukup panjang.

Emiten dan *underwriter* merupakan pihak yang menentukan harga saham saat IPO. Dalam proses IPO *underwriter* bertanggung jawab atas terjualnya saham. Apabila ada saham yang masih tersisa maka *underwriter* berkewajiban untuk membelinya. Bagi *underwriter* yang belum mempunyai reputasi akan menghindari risiko tersebut. Bagi *underwriter* yang memiliki reputasi tinggi, maka akan berani memberi harga yang tinggi sebagai konsekuensi dari kualitas penjaminannya (Imang Dapit Pamungkas, 2013).

Auditor yang profesional dapat digunakan sebagai tanda pada kualitas perusahaan emiten.

Dalam kegiatan penjaminan emisi efek, dikenal beberapa jenis dan cara penjaminan emisi sebagai berikut :

a. *Full Commitment Underwriting*

Full commitment atau sering juga disebut *firm commitment underwriting* adalah suatu perjanjian penjaminan emisi efek di mana penjamin emisi mengikatkan diri untuk menawarkan efek kepada masyarakat dan membeli sisa efek yang tidak laku terjual.

Dari pengertian tersebut berlaku ketentuan bahwa *underwriter* berusaha menjual di pasar perdana kemudian membeli efek yang ternyata tidak laku terjual dengan harga yang sama dengan harga penawaran pada pasar perdana. Ketentuan ini berlaku pada penjaminan emisi di pasar modal Indonesia. Sedangkan di Amerika Serikat memiliki persepsi yang berbeda yaitu *underwriter* membeli seluruh saham emisi kemudian menjual kembali kepada investor dengan harga yang tentunya lebih tinggi.

b. *Best Efforts Commitments*

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

c. *Stand By Commitment*

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 tertentu sesuai dengan perjanjian yang besarnya di bawah harga penawaran pada pasar perdana.

d. *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. Selanjutnya, dalam konteks ini dikenal istilah komitmen minimum atau maksimum. Komitmen ini mengatur apabila penjualan efek telah mencapai batas minimum penjualan yang ditentukan misalnya, maka *underwriter* dapat meneruskan penawaran sampai batas maksimum penjualan. Akan tetapi apabila sampai batas waktu tertentu, efek yang terjual belum memenuhi ketentuan jumlah minimum maka penjualan efek tersebut dibatalkan (Dahlan Siamat, 2005 : 503-506).

Pengaruh Reputasi Penjamin Emisi Pada Underpricing

Harga saham pada penawaran perdana ditentukan berdasarkan kesepakatan antara perusahaan emiten dengan *underwriter*. *Underwriter* adalah pihak yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan emiten. Apabila masih ada saham yang tersisa setelah penawaran perdana, maka *underwriter* berkewajiban untuk membelinya. *Underwriter* yang

belum mempunyai reputasi, akan sangat hati-hati untuk menghindari resiko tersebut dengan menetapkan harga saham serendah mungkin. Bagi *underwriter* yang memiliki reputasi tinggi, mereka berani memberikan harga yang tinggi pula sebagai konsekuensi dari kualitas penjaminannya (Imang Dapit Pamungkas, 2013).

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Dominique dan Tiffany Kwan (2013), Asih Yuli Astuti dan Syahyunan (2013), dan Zirman dan Edfan Darlis (2013), reputasi *underwriter* berpengaruh secara negatif dan signifikan pada *underpricing*.

2. Umur Perusahaan

Menurut Daljono (2000), umur perusahaan menunjukkan seberapa lama perusahaan mampu bertahan. Semakin lama umur perusahaan, maka semakin banyak informasi yang telah diperoleh masyarakat tentang perusahaan tersebut. Dengan demikian akan mengurangi adanya asimetri informasi dan memperkecil ketidakpastian di masa yang akan datang yang pada akhirnya akan menurunkan tingkat *underpricing* saham.

Pengaruh Umur Perusahaan Pada *Underpricing*

Umur perusahaan merupakan salah satu hal yang dipertimbangkan oleh investor dalam menanamkan modalnya. Umur perusahaan emiten menunjukkan seberapa lama perusahaan mampu bertahan dan menjadi bukti perusahaan mampu bersaing dan dapat mengambil kesempatan bisnis yang ada dalam perekonomian.

Perusahaan yang beroperasi lebih lama mempunyai kenaikan yang lebih besar untuk menyediakan informasi perusahaan yang lebih banyak dan luas dari pada yang baru saja berdiri. Dengan demikian akan mengurangi adanya informasi asimetri dan memperkecil ketidakpastian pasar yang pada akhirnya akan menurunkan tingkat *underpricing* saham.

Berdasarkan penelitian Imang Dapit Pamungkas (2013), variabel umur perusahaan berpengaruh secara negatif signifikan pada *underpricing*.

3. Ukuran Perusahaan (Total Aktiva)

Aktiva merupakan tolok ukur besaran atau skala suatu perusahaan. Biasanya perusahaan besar mempunyai aktiva yang besar pula nilainya. Secara teoritis perusahaan yang lebih besar mempunyai kepastian yang lebih besar dari pada perusahaan yang kecil sehingga akan mengurangi tingkat ketidakpastian mengenai prospek kedepan. Hal tersebut dapat membantu investor memprediksi resiko yang mungkin terjadi jika berinvestasi diperusahaan itu. Skala perusahaan mempengaruhi *underpricing* karena ketika investor membaca prospektus, menganalisa skala perusahaan atau total aktiva dan menilai bahwa total aktiva mampu menutupi kewajibannya, maka resiko ketidakpastian dimasa yang akan datang dapat diperkecil (Chastina Yolana dan Dwi Martini 2005). Perusahaan yang melakukan IPO, jika perusahaannya kecil asset atau masa depannya tidak pasti. Ketidakpastiannya itu menimbulkan resiko. Perusahaan kecil mempunyai tingkat resiko yang tinggi, tentunya dengan resiko yang tinggi diharapkan memperoleh keuntungan yang besar untuk mengkompensasi atau mengganti resiko tadi.

Bernadeta Septi W dan Paulus Wardoyo (2010), ukuran perusahaan berpengaruh signifikan pada *underpricing* karena pertimbangan bahwa perusahaan yang besar pasti akan menjamin pertumbuhan yang baik. Ini berarti semakin besar skala perusahaan tingkat *underpricing*nya rendah (negative).

Pengaruh Skala Perusahaan Pada *Underpricing*

Aktiva merupakan tolak ukur besaran atau skala suatu perusahaan. Biasanya perusahaan besar mempunyai aktiva yang besar pula nilainya. Secara teoritis perusahaan yang lebih besar mempunyai kepastian (*certainty*) yang lebih besar daripada perusahaan kecil sehingga akan mengurangi tingkat ketidakpastian mengenai prospek perusahaan ke depan. Hal tersebut dapat membantu investor memprediksi risiko yang mungkin terjadi jika berinvestasi pada perusahaan itu.

4. *Return On Equity (ROE)*

ROE merupakan rasio yang sering digunakan oleh pemegang saham untuk menilai kinerja perusahaan yang bersangkutan. *ROE* mengukur tingkat pengembalian modal dari perusahaan. Pertimbangan untuk memasukkan variabel *ROE* karena *profitabilitas* perusahaan memberikan informasi kepada pihak luar mengenai efektifitas operasional perusahaan (Chastina dan Dwi Martini 2005).

Tyagita (2009) dan Resti Azzahra (2010) mengatakan bahwa, *profitabilitas* yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang tinggi. Laba merupakan informasi yang penting bagi investor dalam pengambilan keputusan. *ROE* menunjukkan kemampuan

perusahaan dalam mengelola modal sendiri untuk menghasilkan laba. Dengan mengetahui nilai *ROE* investor dapat mengetahui besar kecilnya keuntungan yang dihasilkan perusahaan dari modal sendiri dimasa yang akan datang.

Dalam penelitian Chastina Yolana dan Dwi Martani (2005), return on equity (*ROE*) diasumsikan sebagai ekspektasi investor atas dana yang ditanamkan pada perusahaan saat IPO, semakin besar *ROE* maka investor akan tertarik membeli atau mencari saham perusahaan IPO tersebut karena berharap di kemudian hari akan mendapatkan pengembalian yang besar atas penyertaan, hal ini memungkinkan naiknya harga saham perusahaan pada saat melakukan IPO dan investor bersedia membeli saham perdananya dengan harga yang lebih tinggi (negatif). *ROE* dapat dihitung dengan menggunakan rumus :

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih (Net Profit)}}{\text{Ekuitas (Equity)}} \dots\dots\dots (2)$$

Pengaruh *ROE* Pada *Underpricing*

ROE merupakan sebuah rasio yang sering dipergunakan oleh pemegang saham untuk menilai kinerja perusahaan yang bersangkutan. *ROE* mengukur besarnya tingkat pengembalian modal dari perusahaan. Pertimbangan memasukkan variabel *ROE* karena *profitabilitas* perusahaan memberikan informasi kepada pihak luar mengenai efektifitas operasional perusahaan. Semakin besar tingkat *profitabilitas* suatu perusahaan maka akan memperbesar tingkat rasio *ROE*. *ROE* perusahaan yang semakin besar akan mengurangi tingkat *underpricing* karena investor akan menilai kinerja perusahaan lebih baik dan bersedia membeli saham perdananya dengan harga yang lebih tinggi. *ROE* suatu

perusahaan yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian bagi investor sehingga menurunkan tingkat *underpricing*.

5. Financial leverage

Financial leverage menunjukkan berapa besar utang yang digunakan untuk membiayai total asetnya. Semakin besar nilai *leverage* maka akan semakin besar pula *underpricing* yang akan terjadi. Investor beranggapan bahwa perusahaan yang memiliki nilai *leverage* yang tinggi, akan memiliki peluang investasi bagus. Hal ini dikarenakan bahwa utang yang dimiliki digunakan untuk mendanai aset perusahaan sehingga akan ada kemungkinan bahwa perusahaan berencana untuk melakukan ekspansi dan memperluas kegiatan bisnisnya. Sehingga, para investor dalam melakukan keputusan investasi, tentu akan mempertimbangkan informasi *financial leverage* (Daljono, 2000). Dengan demikian, untuk menghindari penilaian harga saham perdana terlalu tinggi yang menyebabkan terjadinya *underpricing*. *Financial Leverage* dapat dihitung dengan menggunakan rumus :

$$\text{Financial Leverage} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}} \dots \dots \dots (3)$$

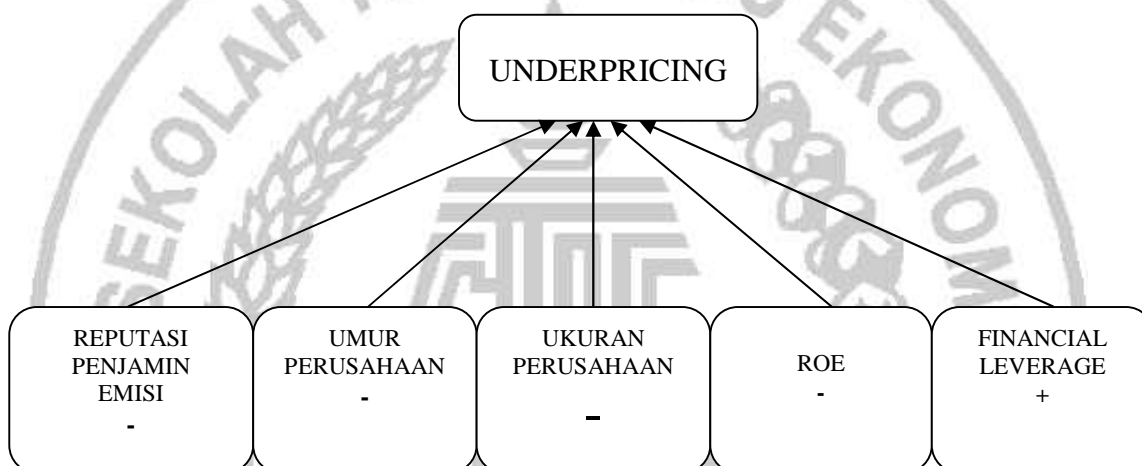
Pengaruh *Financial Leverage* Pada *Underpricing*

Financial leverage menunjukkan seberapa besar utang yang digunakan untuk mendanai total asetnya. Semakin besar nilai *leverage* maka akan semakin besar pula *underpricing* yang akan terjadi. Investor beranggapan bahwa perusahaan yang memiliki nilai *leverage* yang tinggi, akan memiliki peluang investasi bagus. Hal ini dikarenakan bahwa utang yang dimiliki digunakan untuk mendanai aset perusahaan sehingga akan ada kemungkinan

bahwa perusahaan berencana untuk melakukan ekspansi dan memperluas kegiatan bisnisnya.

Berdasarkan penjelasan di atas dan hasil penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh Setianingrum dan Suwito (2008) bahwa *financial leverage* berpengaruh secara positif dan signifikan pada *underpricing*.

2.3 Kerangka Pemikiran



2.4 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan permasalahan yang ada maka dapat dibuat suatu hipotesis yaitu :

H₁: Reputasi penjamin emisi berpengaruh negatif signifikan pada tingkat *underpricing*.

H₂: Umur perusahaan berpengaruh negatif signifikan pada tingkat *underpricing*.

H₃: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan pada tingkat *underpricing*.

H₄: ROE berpengaruh negatif signifikan pada tingkat *underpricing*.

H₅: *Financial leverage* berpengaruh positif signifikan pada tingkat *underpricing*.

H₆: reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, ukuran perusahaan, *ROE*, dan *Financial leverage* secara simultan berpengaruh signifikan pada *underpricing*.

