



Hak cipta dan penggunaan kembali:

Lisensi ini mengizinkan setiap orang untuk menggubah, memperbaiki, dan membuat ciptaan turunan bukan untuk kepentingan komersial, selama anda mencantumkan nama penulis dan melisensikan ciptaan turunan dengan syarat yang serupa dengan ciptaan asli.

Copyright and reuse:

This license lets you remix, tweak, and build upon work non-commercially, as long as you credit the origin creator and license it on your new creations under the identical terms.

BAB II

TELAAH LITERATUR

2.1 Teori Agensi

Teori agensi dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menjelaskan bahwa hubungan keagenan muncul apabila *principal* membuat kontrak kerja dengan pihak lain (*agen*). Menurut Wiguna dan Yadnyana (2015) teori agensi berasumsi bahwa individu melakukan tindakan untuk kepentingan sendiri yang akhirnya menimbulkan asimetri informasi. Terdapat dua macam asimetri informasi yaitu, *adverse selection*, yaitu bahwa para manajer serta orang-orang dalam lainnya biasanya mengetahui lebih banyak tentang keadaan dan prospek perusahaan dibandingkan pihak luar. Terdapat fakta-fakta yang tidak disampaikan kepada *principal*; *moral hazard*, yaitu bahwa kegiatan yang dilakukan oleh seorang manajer tidak seluruhnya diketahui oleh investor (pemegang saham, kreditor), sehingga manajer dapat melakukan tindakan diluar pengetahuan pemegang saham yang melanggar kontrak dan sebenarnya secara etika atau norma mungkin tidak layak dilakukan (Safitri, 2013).

Beatty (1989) dalam Wiguna dan Yadnyana (2015) menyebutkan terjadinya asimetri informasi antara perusahaan yang akan melakukan penawaran perdana (emiten) dengan penjamin emisi efek yang disebut dengan *Baron Model*. Selain *Baron Model*, asimetri informasi juga dapat terjadi pada kelompok *informed investor* dengan *uninformed investor* yang disebut dengan *Rock Model*. *Baron Model* berkembang pada tahun 1982, model ini memiliki asumsi bahwa

penjamin emisi efek mempunyai lebih banyak informasi mengenai kondisi pasar dari pada emiten. Selain itu *Baron Model* juga berasumsi dari sudut pandang calon investor, model ini berasumsi bahwa *underwriter* mempunyai informasi lebih banyak mengenai kondisi perusahaan yang akan melakukan penawaran perdana dibandingkan dengan calon investor tersebut.

Rock Model berkembang pada tahun 1986, model ini berasumsi bahwa asimetri informasi terjadi antara pihak *informed* investor dan *uninformed* investor. *Informed* investor adalah kelompok yang mempunyai informasi tentang perusahaan yang akan melakukan penawaran perdana lebih banyak dan lengkap. Kelompok ini akan membeli saham-saham perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana apabila harga saham di pasar sekunder lebih tinggi dari harga saham dipasar perdana. Sedangkan *uninformed* investor adalah kelompok yang memiliki informasi sedikit mengenai perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana. Dengan sedikitnya informasi yang mereka miliki, maka kelompok ini akan cenderung melakukan penawaran terhadap saham dengan sembarangan. Kelompok ini akan melakukan penawaran terhadap saham perusahaan yang melakukan penawaran perdana tanpa mempedulikan saham-saham perusahaan mengalami *underpriced* ataupun *overpriced* (Wiguna dan Yadnyana, 2015).

2.2 Teori Signaling

Teori sinyal pertama kali dikemukakan oleh Michael Spence. Spence (1973) mengatakan dengan memberikan suatu sinyal, pihak pemilik informasi berusaha memberikan informasi yang dapat dimanfaatkan oleh pihak penerima informasi.

Menurut Ratnasari dan Hudiwinarsih (2015) teori sinyal digunakan untuk menjelaskan bahwa pada dasarnya suatu informasi dimanfaatkan perusahaan untuk memberi sinyal positif maupun negatif kepada pemakainya. Menurut Purwanto dan Mahyani (2016) informasi yang dikirimkan perusahaan kepada publik akan dievaluasi dan direspon oleh pasar. Bila investor mendapatkan lebih banyak berita positif dibandingkan dengan berita negatif mengenai perusahaan maka tingkat minat investor akan meningkat. Kenaikan minat investor akan menimbulkan penilaian yang *overvalued* atas perusahaan sehingga terjadi kenaikan volume permintaan. Kenaikan volume permintaan ini akan menyebabkan kenaikan harga saham sehingga terjadi *underpricing* (Kristiantari, 2013). Pada konteks ini, saham pada waktu *IPO* berfungsi sebagai sinyal kepada para investor mengenai kondisi perusahaan (Ratnasari dan Hudiwinarsih, 2015).

2.3 Pasar Modal

Pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik surat utang (obligasi), ekuiti (saham), reksa dana, instrumen derivatif maupun instrumen lainnya. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain (misalnya pemerintah), dan sebagai sarana bagi kegiatan berinvestasi. Dengan demikian, pasar modal memfasilitasi berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli dan kegiatan terkait lainnya (www.idx.co.id). Sedangkan, Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 mendefinisikan pasar modal sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik

yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Menurut Gitman dan Zutter (2015) pasar modal sebagai pasar yang memungkinkan pemasok dan pembeli melakukan transaksi atas dana jangka panjang termasuk penerbitan surat berharga dari bisnis maupun pemerintah. Dalam hal ini merupakan tulang punggung dari pasar modal adalah *broker* dan *dealer* yang menyediakan forum untuk transaksi obligasi maupun saham. Dihampir seluruh negara di dunia ini memiliki pasar modal (*capital market*) kecuali bagi negara-negara yang masih berbenah dan belum mampu melepaskan diri dari persoalan ekonomi dan politik yang begitu parah (Fahmi, 2012). Menurut Bursa Efek Indonesia pasar modal memiliki peran penting bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi, yaitu pertama sebagai sarana bagi pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (*investor*). Dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, penambahan modal kerja dan lain-lain, kedua pasar modal menjadi sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrument keuangan seperti saham, obligasi, reksa dana, dan lain-lain. Dengan demikian, masyarakat dapat menempatkan dana yang dimilikinya sesuai dengan karakteristik keuntungan dan risiko masing-masing instrumen (www.idx.co.id).

Menurut Smart, dkk. (2017), *capital markets* (pasar modal) diklasifikasikan sebagai *primary* atau *secondary*, tergantung pada sekuritas yang sedang dijual yang mulanya kepada *investor* oleh *issuer* (*primary market*) atau

dijual kembali antar *investor* (*secondary market*). Artinya pasar modal bisa diklasifikasikan kembali menjadi 2 (dua) bagian yaitu *primary market* (pasar perdana) dan *secondary market* (pasar sekunder):

1. *The Primary Market* (Pasar Perdana)

Sebuah pasar dimana penerbitan baru dari sekuritas dijual kepada para *investor* merupakan *the primary market* (pasar perdana). Dalam pasar perdana, penerbit dari sebuah *equity* atau *debt securities* menerima hasil dari penjualan. Transaksi yang paling signifikan dalam pasar perdana adalah *Initial Public Offering (IPO)*, yang menandakan penjualan pertama dari saham perusahaan kepada publik dan berdampak dalam sebuah perusahaan mengambil status publik.

Untuk menjual sekuritas mereka dalam pasar perdana, sebuah perusahaan memiliki 3 (tiga) pilihan. Itu mungkin dengan membuat:

- a. *public offering*, dimana sebuah perusahaan menawarkan sekuritas mereka untuk dijual kepada *investor* umum;
- b. *rights offering*, dimana sebuah perusahaan menawarkan saham kepada pemegang saham yang sudah ada dalam pro rata basis (setiap saham yang beredar mendapatkan proporsi yang sama dari saham baru); atau
- c. *private placement*, dimana sebuah perusahaan menjual sekuritas langsung tanpa registrasi *Securities and Exchange Commission* (di Indonesia adalah Otoritas Jasa Keuangan) untuk memilih kelompok dari *private investors* seperti perusahaan asuransi, manajer investasi, dan dana pensiun.

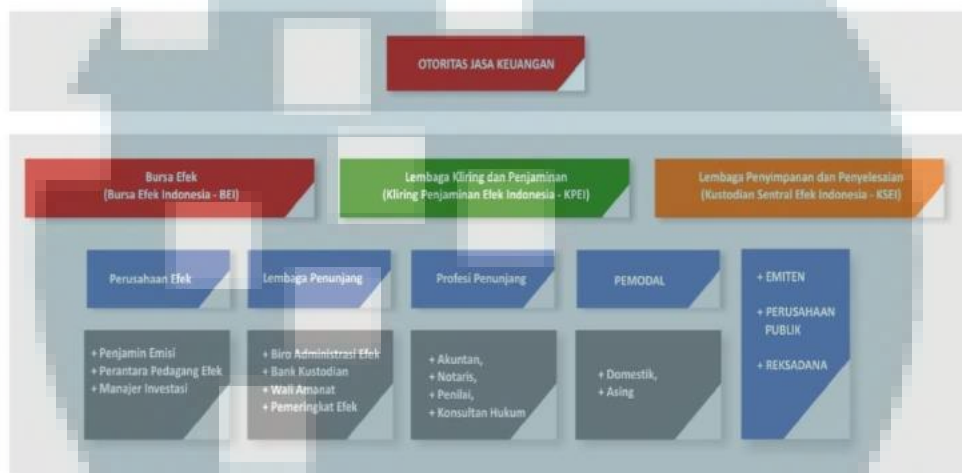
2. *The Secondary Market* (Pasar Sekunder)

Pasar sekunder atau sebuah *aftermarket*, adalah sebuah pasar dimana sekuritas diperjual-belikan setelah mereka telah diterbitkan. Tidak seperti pasar perdana, transaksi pada pasar sekunder tidak melibatkan perusahaan yang menerbitkan sekuritas tersebut. Sebagai gantinya, pasar sekunder memperbolehkan seorang *investor* untuk menjual kepemilikan mereka kepada *investor* lain. Pasar sekunder menyediakan sebuah lingkungan untuk *continuous pricing* dari sekuritas yang membantu untuk memastikan harga sekuritas tersebut mencerminkan sebuah nilai sesungguhnya dari sekuritas yang berdasarkan pada kesediaan informasi yang terbaik pada saat waktu tertentu (Smart, dkk., 2017).

Instrumen keuangan yang diperdagangkan di pasar modal merupakan instrumen jangka panjang (jangka waktu lebih dari 1 tahun) seperti saham, obligasi, waran, *right*, reksa dana, dan berbagai instrumen derivatif seperti *option*, *futures*, dan lain-lain (www.idx.co.id). Sedangkan menurut Gitman (2015) terdapat 2 produk utama dalam pasar modal, yaitu obligasi dan saham, baik saham biasa maupun saham preferen. Obligasi merupakan utang yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut, sedangkan saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas.

Struktur pasar modal tertinggi di Indonesia adalah OJK (Otoritas Jasa Keuangan) sesuai yang diatur dalam UU No. 8 Tahun 1995 tentang pasar modal, dijelaskan dalam struktur berikut ini:

Gambar 2.1
Struktur Pasar Modal Indonesia



Sumber: www.idx.co.id

Struktur pasar modal tertinggi di Indonesia adalah Otoritas Jasa Keuangan. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) adalah lembaga negara yang dibentuk berdasarkan Undang-undang Nomor 21 Tahun 2011 yang berfungsi menyelenggarakan sistem pengaturan dan pengawasan yang terintegrasi terhadap keseluruhan kegiatan di dalam sektor jasa keuangan baik di sektor perbankan, pasar modal, dan sektor jasa keuangan non-bank seperti asuransi, dana pensiun, lembaga pembiayaan, dan lembaga jasa keuangan lainnya. Tugas pengawasan industri keuangan non-bank dan pasar modal secara resmi beralih dari Kementerian Keuangan dan Bapepam-LK ke OJK pada 31 Desember 2012. Pasal 4 UU Nomor 21 Tahun 2011 tentang OJK menyebutkan bahwa OJK dibentuk dengan tujuan agar keseluruhan kegiatan

di dalam sektor jasa keuangan terselenggara secara teratur, adil, transparan, akuntabel dan mampu mewujudkan sistem keuangan yang tumbuh secara berkelanjutan dan stabil, serta mampu melindungi kepentingan konsumen maupun masyarakat (www.ojk.go.id)

Self Regulatory Organization (SRO) dapat disebut juga sebagai lembaga yang memfasilitasi pihak-pihak yang terkait di pasar modal, terdiri dari:

1. Bursa Efek adalah Pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli Efek Pihak - Pihak lain dengan tujuan memperdagangkan Efek di antara mereka (UU No.08 Tahun 1995 tentang Pasar Modal).
2. PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) didirikan berdasarkan akta notaris No.8 tertanggal 5 Agustus 1996 dan diresmikan sebagai badan hukum sejak 24 September 1996 melalui pengesahan Menteri Kehakiman Republik Indonesia (www.kpei.co.id). UU Pasar Modal No 8 tahun 1995, yang menyebutkan bahwa tugas Lembaga Kliring dan Penjaminan (LKP) adalah untuk menyediakan jasa kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi bursa yang teratur, wajar dan efisien serta jasa lain berdasarkan ketentuan yang ditetapkan oleh OJK.
3. PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) merupakan Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP) di pasar modal Indonesia, yang didirikan di Jakarta, pada tanggal 23 Desember 1997 dan memperoleh izin operasional pada tanggal 11 November 1998. Berdasarkan ketentuan Undang Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, KSEI menjalankan

fungsinya sebagai LPP di pasar modal Indonesia dengan menyediakan jasa kustodian sentral dan penyelesaian transaksi Efek yang teratur, wajar, dan efisien (www.ksei.co.id).

Berdasarkan UU No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, perusahaan efek adalah pihak yang melakukan kegiatan usaha sebagai Penjamin Emisi Efek, Perantara Pedagang Efek, dan atau Manajer Investasi;

1. Penjamin emisi efek 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.
2. Perantara pedagang efek adalah pihak yang melakukan kegiatan usaha jual beli efek untuk kepentingan sendiri atau pihak lain.
3. Manajer Investasi adalah Pihak yang kegiatan usahanya mengelola Portofolio Efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio investasi kolektif untuk sekelompok nasabah, kecuali perusahaan asuransi, dana pensiun, dan bank yang melakukan sendiri kegiatan usahanya berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

Lembaga penunjang dalam pasar modal Indonesia terdiri dari:

1. Biro Administrasi Efek adalah pihak yang berdasarkan kontrak dengan emiten melaksanakan pencatatan pemilikan efek dan pembagian hak yang berkaitan dengan efek (UU No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal).
2. Kustodian adalah pihak yang memberikan jasa penitipan efek dan harta lain yang berkaitan dengan efek serta jasa lain, termasuk menerima dividen,

bunga, dan hak - hak lain, menyelesaikan transaksi efek, dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya (UU No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal).

3. Wali Amanat adalah Pihak yang mewakili kepentingan pemegang Efek yang bersifat utang (UU No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal).
4. Perusahaan Pemeringkat Efek adalah penasihat investasi berbentuk perseroan terbatas yang melakukan kegiatan pemeringkatan dan memberikan peringkat. Dalam melaksanakan kegiatannya, perusahaan pemeringkat efek wajib terlebih dahulu mendapatkan izin usaha dari Bapepam dan LK (www.ojk.go.id).

Profesi penunjang pasar modal Indonesia terdiri dari:

1. Akuntan publik (auditor independen) merupakan pihak yang bertugas untuk melakukan audit atau pemeriksaan atas laporan keuangan perusahaan tercatat dan calon perusahaan tercatat.
2. Penilai independen yang merupakan pihak yang melakukan penilaian atas aktiva calon perusahaan tercatat dan menentukan nilai wajar dari aktiva tersebut.
3. Konsultan hukum merupakan pihak yang memberikan pendapat dari segi hukum (*legal opinion*).
4. Notaris merupakan pihak yang membuat akta-akta perubahan anggaran dasar, akta perjanjian-perjanjian dalam rangka penawaran umum dan juga notulen-notulen rapat.

Selain itu, dalam struktur pasar modal Indonesia terdapat pemodal baik domestik maupun asing, emiten (pihak yang melakukan penawaran umum), perusahaan publik yaitu perseroan yang sahamnya telah dimiliki sekurang-kurangnya oleh 300 (tiga ratus) pemegang saham dan memiliki modal disetor sekurang – kurangnya Rp3.000.000.000,00 (tiga miliar rupiah) atau suatu jumlah pemegang saham dan modal disetor yang ditetapkan dengan peraturan pemerintah (UU No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal).

2.4 Go Public atau Initial Public Offering (IPO)

Kegiatan penawaran perdana untuk perusahaan yang hendak menjadi *go public* disebut dengan *Initial Public Offering* (IPO). Menurut Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, makna penawaran umum adalah kegiatan penawaran saham atau efek lainnya yang dilakukan oleh emiten (perusahaan penerbit saham) kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur oleh Undang-Undang Pasar Modal dan Peraturan Pelaksanaannya.

Terdapat banyak keuntungan bagi perusahaan untuk melakukan penawaran umum atau *initial public offering* atau biasa disebut *Go Public*. Beberapa diantaranya adalah sebagai berikut (Bursa Efek Indonesia, 2017):

1. Membuka akses perusahaan terhadap sarana pendanaan jangka panjang

Pemodalan yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk meningkatkan modal kerja dalam rangka membiayai pertumbuhan perusahaan, untuk membayar utang, untuk melakukan investasi, atau melakukan akuisisi.

Go public juga akan meningkatkan nilai ekuitas perusahaan sehingga perusahaan memiliki struktur pemodalannya yang optimal. Setelah menjadi perusahaan publik, perusahaan dapat memanfaatkan pasar modal untuk memperoleh pendanaan selanjutnya, antara lain melalui penawaran umum terbatas yang penawarannya dibatasi hanya kepada investor yang telah memiliki saham perusahaan, atau melalui *secondary offering* dan *private placement*. Perusahaan juga akan lebih mudah untuk menarik *strategic investor* untuk ikut berinvestasi pada saham perusahaan.

Dengan menjadi perusahaan publik yang sahamnya diperdagangkan di bursa, kalangan perbankan atau institusi keuangan lainnya akan dapat lebih mengenal dan percaya kepada perusahaan. Setiap saat perbankan dapat mengetahui kondisi keuangan perusahaan melalui berbagai keterbukaan informasi yang diumumkan perusahaan melalui bursa. Dengan kondisi demikian, tidak hanya proses pemberian pinjaman yang relatif akan lebih mudah dibandingkan pemberian pinjaman kepada perusahaan yang belum dikenal, namun tingkat bunga yang dikenakan juga dimungkinkan akan lebih rendah mengingat *credit risk* perusahaan terbuka yang relatif lebih kecil dibandingkan *credit risk* pada perusahaan tertutup. Selain itu, dengan menjadi perusahaan publik yang sahamnya diperdagangkan di bursa, akan mempermudah akses perusahaan untuk menerbitkan surat utang, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Karena dalam penerbitan surat utang, efek bersifat utang diperingkat oleh Lembaga Pemeringkatan Efek dengan salah satu pertimbangannya adalah kredibilitas perusahaan, perusahaan publik

tentunya memiliki kredibilitas yang lebih tinggi daripada perusahaan tertutup karena kewajiban perusahaan publik menyampaikan laporan keuangan kepada Bapepam-LK dan BEI, sehingga kinerja dan performa dapat diketahui dan diakses dengan mudah publik dalam menilai dan mengukurnya. Pada umumnya, investor pembeli surat utang akan lebih menyukai jika perusahaan yang menerbitkan surat utang tersebut telah dikenal dan memiliki citra yang baik dalam dunia keuangan. Kondisi demikian tentunya tidak hanya akan sangat membantu mempermudah penerbitan surat utang, tetapi juga memungkinkan perusahaan untuk menerbitkan surat utang dengan tingkat bunga yang lebih bersaing.

2. Meningkatkan nilai perusahaan (*company value*)

Dengan menjadi perusahaan publik yang sahamnya diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia, setiap saat publik dapat memperoleh data pergerakan nilai perusahaan. Setiap peningkatan kinerja operasional dan kinerja keuangan umumnya akan mempunyai dampak terhadap harga saham di bursa, yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan. Apabila pemegang saham pendiri membutuhkan dana untuk keperluan usahanya yang lain, divestasi dapat dilakukan melalui Bursa Efek Indonesia dengan nilai yang optimal. Perdagangan saham yang aktif di Bursa Efek Indonesia akan menciptakan harga yang dapat menjadi acuan pemegang saham dalam melakukan transaksi.

3. Kemampuan untuk mempertahankan kelangsungan usaha

Salah satu permasalahan yang menjadi pemicu kejatuhan bisnis yang dikelola suatu keluarga adalah perpecahan dalam keluarga tersebut. Dengan menjadi perusahaan publik, setiap pihak dalam keluarga dapat memiliki saham perusahaan dalam porsi masing-masing dan sewaktu-waktu dapat melakukan penjualan atau pembelian melalui Bursa Efek Indonesia. Pemegang saham pendiri juga dapat mempercayakan pengelolaan perusahaan kepada pihak profesional yang kompeten dan dapat dengan mudah mengawasi perusahaan melalui laporan keuangan atau keterbukaan informasi perusahaan yang diwajibkan oleh otoritas. Dalam hal terjadi kesulitan keuangan dan kegagalan pembayaran utang kepada kreditur yang kemudian memerlukan restrukturisasi utang, *debt to equity swap* dapat menjadi alternatif jalan keluar bagi kedua belah pihak. Kreditur yang memperoleh saham dari konversi utang, dapat menjual saham tersebut melalui mekanisme perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia. Hal demikian sulit dilakukan jika debitur merupakan perusahaan tertutup.

4. Meningkatkan *image* perusahaan

Dengan pencatatan saham perusahaan di Bursa Efek Indonesia, informasi dan berita tentang perusahaan akan sering diliput oleh media, penyedia data, dan analis di perusahaan sekuritas. Publikasi secara cuma-cuma tersebut akan meningkatkan *image* perusahaan serta meningkatkan eksposur pengenalan atas produk-produk yang dihasilkan perusahaan. Hal ini akan menciptakan peluang-peluang baru dan pelanggan baru dalam bisnis perusahaan.

5. Menumbuhkan loyalitas karyawan perusahaan

Apabila saham perusahaan dapat diperdagangkan di bursa, karyawan akan senang hati mendapatkan insentif berupa saham. Dengan lebih melibatkan karyawan dalam proses pertumbuhan perusahaan, diharapkan dapat menimbulkan rasa memiliki, yang pada akhirnya dapat meningkatkan profesionalisme dan kinerja karyawan. Selain itu, program kepemilikan saham oleh karyawan melalui pemberian saham atau opsi saham oleh perusahaan, juga merupakan strategi untuk dapat mempertahankan karyawan kunci, tanpa mengeluarkan biaya tunai. Karyawan dapat menjual saham insentif yang diperoleh dari perusahaan melalui Bursa Efek Indonesia.

6. Insentif Pajak

Untuk mendorong perusahaan melakukan *go public*, pemerintah memberikan insentif pajak melalui penerbitan peraturan pemerintah yang terakhir diubah dalam Peraturan Pemerintah No. 56 Tahun 2015 tentang Perubahan Atas Peraturan Pemerintah Nomor 77 Tahun 2013 Tentang Penurunan Tarif Pajak Penghasilan Bagi Wajib Pajak Badan Dalam Negeri Yang Berbentuk Perseroan Terbuka. Wajib Pajak badan dalam negeri yang berbentuk Perseroan Terbuka yang dapat memperoleh penurunan tarif Pajak Penghasilan (PPh) sebesar 5% lebih rendah dari tarif PPh Wajib Pajak badan dalam negeri, sepanjang 40% sahamnya tercatat dan diperdagangkan di bursa dan memiliki minimal 300 pemegang saham.

Berdasarkan Lampiran I Keputusan Direksi BEI nomor KEP-00001/BEI/01-2014 Peraturan Nomor I-A Tentang Pencatatan Saham dan Efek Bersifat Ekuitas Selain Saham yang Diterbitkan oleh Perusahaan Tercatat, saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) terbagi dalam 2 papan pencatatan, yaitu papan utama dan papan pengembangan. Papan utama adalah papan pencatatan yang disediakan untuk mencatatkan saham dari perusahaan besar dan memiliki pengalaman operasional yang cukup lama, sedangkan papan pengembangan adalah papan pencatatan yang disediakan untuk mencatatkan saham dari perusahaan menengah yang diharapkan dapat berkembang.

Calon perusahaan tercatat baik yang akan mencatatkan saham di papan utama maupun di papan pengembangan harus berupa badan hukum berbentuk Perseroan Terbatas (PT) wajib memiliki (BEI, 2014):

1. Komisaris independen minimal 30% dari jajaran dewan komisaris;
2. Direktur independen minimal 1 orang dari jajaran anggota direksi;
3. Komite audit;
4. Unit audit internal;
5. Sekretaris perusahaan.

Calon perusahaan tercatat yang akan mencatatkan sahamnya di papan utama wajib memenuhi persyaratan sebagai berikut (BEI, 2014):

1. Memenuhi persyaratan umum pencatatan saham.
2. Sampai dengan diajukannya permohonan pencatatan, telah melakukan kegiatan operasional dalam usaha utama (*core business*) yang sama paling kurang selama 36 (tiga puluh enam) bulan berturut-turut.

3. Membukukan laba usaha paling kurang pada 1 (satu) tahun buku terakhir.
4. Laporan keuangan calon perusahaan tercatat telah diaudit paling kurang 3 (tiga) tahun buku terakhir, dengan ketentuan laporan keuangan auditan 2 (dua) tahun buku terakhir dan laporan keuangan auditan interim terakhir (jika ada) memperoleh pendapat Wajar Tanpa Pengecualian (WTP).
5. Berdasarkan laporan keuangan auditan terakhir memiliki aset berwujud bersih (*net tangible asset*) paling kurang Rp100.000.000.000 (seratus miliar rupiah).
6. Jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham bukan pengendali dan bukan pemegang saham utama setelah penawaran umum atau bagi perusahaan publik dalam periode 5 (lima) hari bursa sebelum permohonan pencatatan paling kurang 300.000.000 (tiga ratus juta) saham dan memenuhi ketentuan sebagai berikut:
 - a. paling kurang 20% (dua puluh per seratus) dari jumlah saham dalam modal disetor, bagi calon perusahaan tercatat yang memiliki nilai ekuitas sebelum penawaran umum kurang dari Rp500.000.000.000 (lima ratus miliar rupiah);
 - b. paling kurang 15% (lima belas per seratus) dari jumlah saham dalam modal disetor, bagi calon perusahaan tercatat yang memiliki nilai ekuitas sebelum penawaran umum mulai dari Rp500.000.000.000 (lima ratus miliar rupiah) sampai dengan Rp2.000.000.000.000 (dua triliun rupiah); atau
 - c. paling kurang 10 % (sepuluh per seratus) dari jumlah saham dalam modal disetor, bagi calon perusahaan tercatat yang memiliki nilai ekuitas sebelum penawaran umum lebih dari Rp2.000.000.000.000 (dua triliun rupiah).

7. Jumlah pemegang saham paling sedikit 1.000 (seribu) pemegang saham yang memiliki rekening efek di anggota bursa efek.

Calon perusahaan tercatat yang akan mencatatkan sahamnya di papan pengembangan wajib memenuhi persyaratan sebagai berikut (BEI, 2014):

1. Memenuhi persyaratan umum pencatatan saham
2. Sampai dengan diajukannya permohonan pencatatan, telah melakukan kegiatan operasional dalam usaha utama (*core business*) yang sama paling kurang selama 12 (dua belas) bulan penuh berturut-turut.
3. Laporan keuangan auditan tahun buku terakhir yang mencakup paling kurang 12 (dua belas) bulan dan laporan keuangan auditan interim terakhir (jika ada) memperoleh pendapat Wajar Tanpa Pengecualian (WTP).
4. Memiliki aset berwujud bersih (*net tangible asset*) paling kurang Rp5.000.000.000 (lima miliar rupiah).
5. Bagi calon perusahaan tercatat yang mengalami rugi usaha atau belum membukukan keuntungan atau beroperasi kurang dari 2 (dua) tahun, wajib:
 - a. paling lambat pada akhir tahun buku ke-2 (kedua) sejak tercatat sudah memperoleh laba usaha dan laba bersih berdasarkan proyeksi keuangan;
 - b. khusus bagi calon perusahaan tercatat yang bergerak dalam bidang yang sesuai dengan sifat usahanya memerlukan waktu yang cukup lama untuk mencapai titik impas (seperti: infrastruktur, perkebunan tanaman keras, konsesi Hak Pengelolaan Hutan (HPH) atau Hutan Tanaman Industri (HTI) atau bidang usaha lain yang berkaitan dengan pelayanan umum), maka berdasarkan proyeksi keuangan calon perusahaan tercatat tersebut paling

lambat pada akhir tahun buku ke-6 (keenam) sejak tercatat sudah memperoleh laba usaha dan laba bersih.

6. Jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham bukan pengendali dan bukan pemegang saham utama setelah penawaran umum atau bagi perusahaan publik dalam periode 5 (lima) hari bursa sebelum permohonan pencatatan paling kurang 150.000.000 (seratus lima puluh juta) saham dan memenuhi ketentuan sebagai berikut:
 - a. paling kurang 20% (dua puluh per seratus) dari jumlah saham dalam modal disetor, bagi calon perusahaan tercatat yang memiliki nilai ekuitas sebelum penawaran umum sampai dengan Rp500.000.000.000 (lima ratus miliar rupiah);
 - b. paling kurang 15% (lima belas per seratus) dari jumlah saham dalam modal disetor, bagi calon perusahaan tercatat yang memiliki nilai ekuitas sebelum penawaran umum lebih dari Rp500.000.000.000 (lima ratus miliar rupiah) sampai dengan Rp2.000.000.000.000 (dua triliun rupiah); atau
 - c. paling kurang 10% (sepuluh per seratus) dari jumlah saham dalam modal disetor, bagi calon perusahaan tercatat yang memiliki nilai ekuitas sebelum penawaran umum lebih dari Rp2.000.000.000.000 (dua triliun rupiah).
7. jumlah pemegang saham paling sedikit 500 (lima ratus) pemegang saham yang memiliki rekening efek di anggota bursa efek.

Berikut ini adalah beberapa tahapan yang harus dilakukan dalam proses penawaran umum dalam Panduan *Go Public* (BEI, 2017):

1. Penunjukan *Underwriter* dan Persiapan Dokumen

Pada tahap awal, perusahaan perlu membentuk tim internal, menunjuk *underwriter* dan lembaga serta profesi penunjang pasar modal yang akan membantu perusahaan melakukan persiapan *go public* meminta persetujuan RUPS dan merubah Anggaran Dasar, serta mempersiapkan dokumen-dokumen yang diperlukan untuk disampaikan kepada Bursa Efek Indonesia dan OJK.

2. Penyampaian Permohonan Pencatatan Saham ke Bursa Efek Indonesia

Untuk menjadi perusahaan publik yang sahamnya dicatatkan dan diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia, perusahaan perlu mengajukan permohonan untuk mencatatkan saham, dilengkapi dengan dokumen-dokumen yang dipersyaratkan, antara lain profil perusahaan, laporan keuangan, opini hukum, proyeksi keuangan, dll.

Perusahaan juga perlu menyampaikan permohonan pendaftaran saham untuk dititipkan secara kolektif (*scripless*) di Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI). Bursa Efek Indonesia akan melakukan penelaahan atas permohonan yang diajukan perusahaan, dan akan mengundang perusahaan beserta *underwriter* dan profesi penunjang untuk mempresentasikan profil perusahaan, rencana bisnis dan rencana penawaran umum yang akan dilakukan. Untuk mengetahui lebih lanjut tentang kegiatan usaha perusahaan, Bursa Efek Indonesia juga akan melakukan kunjungan ke perusahaan serta meminta penjelasan lainnya yang relevan dengan rencana IPO perusahaan. Apabila perusahaan telah memenuhi persyaratan yang ditentukan, dalam waktu maksimal 10 Hari Bursa setelah dokumen lengkap, Bursa Efek Indonesia akan memberikan persetujuan prinsip berupa Perjanjian Pendahuluan Pencatatan Saham kepada perusahaan.

3. Penyampaian Pernyataan Pendaftaran ke OJK

Setelah mendapatkan Perjanjian Pendahuluan Pencatatan Saham dari Bursa Efek Indonesia, perusahaan menyampaikan Pernyataan Pendaftaran dan dokumen pendukungnya kepada OJK untuk melakukan penawaran umum saham. Dokumen pendukung yang diperlukan antara lain adalah prospektus.

Dalam melakukan penelaahan, OJK dapat meminta perubahan atau tambahan informasi kepada perusahaan untuk memastikan bahwa semua fakta material tentang penawaran saham, kondisi keuangan, dan kegiatan usaha perusahaan diungkapkan kepada publik melalui prospektus. Sebelum mempublikasikan prospektus ringkas di surat kabar atau melakukan penawaran awal (*bookbuilding*), perusahaan harus menunggu izin dari OJK. Perusahaan juga dapat melakukan *public expose* jika izin publikasi telah dikeluarkan OJK. OJK akan memberikan pernyataan efektif setelah perusahaan menyampaikan informasi mengenai harga penawaran umum saham dan keterbukaan informasi lainnya. Apabila Pernyataan Pendaftaran perusahaan telah dinyatakan efektif oleh OJK, perusahaan mempublikasikan perbaikan/tambahan informasi prospektus ringkas di surat kabar serta menyediakan prospektus bagi publik atau calon pembeli saham, serta melakukan penawaran umum.

4. Penawaran Umum Saham kepada Publik

Masa penawaran umum saham kepada publik dapat dilakukan selama 1-5 hari kerja. Dalam hal permintaan saham dari investor melebihi jumlah saham yang ditawarkan (*over-subscribe*), maka perlu dilakukan penjatahan. Uang pesanan investor yang pesannya tidak dipenuhi harus dikembalikan (*refund*)

kepada investor setelah penjatahan. Distribusi saham akan dilakukan kepada investor pembeli saham secara elektronik melalui KSEI (tidak dalam bentuk sertifikat).

5. Pencatatan dan Perdagangan Saham Perusahaan di Bursa Efek Indonesia

Perusahaan menyampaikan permohonan pencatatan saham kepada Bursa disertai dengan bukti surat bahwa Pernyataan Pendaftaran telah dinyatakan efektif oleh OJK, dokumen prospektus, dan laporan komposisi pemegang saham perusahaan.

Bursa Efek Indonesia akan memberikan persetujuan dan mengumumkan pencatatan saham perusahaan dan kode saham (*ticker code*) perusahaan untuk keperluan perdagangan saham di Bursa. Kode saham ini akan dikenal investor secara luas dalam melakukan transaksi saham perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Setelah saham tercatat di Bursa, investor akan dapat memperjualbelikan saham perusahaan kepada investor lain melalui *broker* atau Perusahaan Efek yang menjadi Anggota Bursa terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Menurut Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor : Kep-306/BEJ/07-2004 tentang Peraturan nomor I-E tentang Kewajiban Penyampaian Informasi terdapat kewajiban dari pihak emiten yang wajib dilakukannya setelah *go public* dan kewajiban ini berlangsung terus selama perusahaan yang bersangkutan masih merupakan perusahaan terbuka yaitu sebagai berikut:

1. Laporan berkala

Perusahaan tercatat wajib menyampaikan laporan keuangan secara berkala ke bursa yang meliputi:

a. Laporan keuangan tahunan harus disampaikan dalam bentuk Laporan Keuangan Auditan, selambat-lambatnya pada akhir bulan ke-3 (ketiga) setelah tanggal Laporan Keuangan Tahunan, terdiri dari:

- 1) Neraca;
- 2) Laporan Laba Rugi;
- 3) Laporan Perubahan Ekuitas;
- 4) Laporan Arus Kas;
- 5) laporan lain serta materi penjelasan yang merupakan bagian integral dari Laporan Keuangan jika dipersyaratkan oleh instansi yang berwenang sesuai dengan jenis industrinya;
- 6) Catatan Atas Laporan Keuangan.

b. Laporan Keuangan Interim yaitu Laporan Keuangan triwulan I, Laporan Keuangan tengah tahunan dan Laporan Keuangan triwulan III. Laporan Keuangan Interim yang diaudit oleh Akuntan Publik disampaikan selambat-lambatnya 3 (tiga) bulan setelah tanggal Laporan Keuangan Interim dimaksud. Laporan Keuangan Interim yang ditelaah secara terbatas oleh Akuntan Publik disampaikan selambat-lambatnya 2 (dua) bulan setelah tanggal Laporan Keuangan Interim dimaksud. Laporan Keuangan Interim yang tidak diaudit oleh Akuntan Publik, disampaikan selambat-lambatnya 1 (satu) bulan setelah tanggal Laporan Keuangan Interim dimaksud.

c. Laporan tahunan

Perusahaan Tercatat wajib menyampaikan ke Bursa Laporan Tahunan (*Annual Report*) sesuai dengan Peraturan Bapepam Nomor: VIII.G.2 tentang Laporan

Tahunan. Dalam hal Perusahaan Tercatat telah menyampaikan Laporan Tahunan (*Annual Report*) dalam jangka waktu 3 (tiga) bulan setelah tahun buku perusahaan berakhir maka Perusahaan Tercatat tersebut tidak wajib menyampaikan Laporan Keuangan Tahunan Auditor.

d. Laporan berkala lainnya

Bagi Perusahaan Tercatat yang bergerak di bidang pertambangan yang melakukan aktivitas eksplorasi untuk mengetahui adanya cadangan sumber daya alam lainnya dalam rangka pengembangan usaha wajib menyampaikan laporan bulanan tentang aktivitas eksplorasi, termasuk besarnya biaya yang dikeluarkan, pihak yang melakukan eksplorasi, metode pengujian dan pemilihan areal pengujian yang diterapkan, dan hasil aktivitas tersebut sampai dengan masa eksplorasi selesai. Laporan dimaksud wajib disampaikan ke Bursa selambat-lambatnya pada hari ke-12 (dua belas) bulan berikutnya.

2. Laporan insidentil

Perusahaan tercatat wajib menyampaikan laporan insidentil sesegera mungkin kepada bursa mengenai setiap kejadian, informasi atau fakta material yang berkaitan dengan perusahaan tercatat dan atau perusahaan anak yang laporan keuangannya dikonsolidasikan dengan laporan keuangan perusahaan tercatat yang dapat mempengaruhi harga efek perusahaan tercatat dan atau keputusan investasi pemodal, setelah terjadinya kejadian informasi atau fakta material tersebut.

3. Kewajiban *public expose*

Public expose adalah suatu pemaparan umum kepada publik untuk menjelaskan mengenai kinerja perusahaan tercatat dengan tujuan agar informasi mengenai

kinerja perusahaan tersebut tersebar secara merata. Setiap perusahaan tercatat wajib melakukan *public expose* tahunan sekurang-kurangnya 1 (satu) kali dalam setahun yang dapat dilaksanakan pada hari yang sama dengan penyelenggaraan RUPS.

2.5 Underpricing

Dalam proses *go public*, saham diperdagangkan di pasar primer dan sekunder. Penawaran saham perdana kepada pasar primer ini yang disebut dengan *Initial Public Offering (IPO)*. Harga saham yang akan dijual perusahaan pada pasar perdana ditentukan oleh kesepakatan antara emiten (perusahaan penerbit) dengan *underwriter* (penjamin emisi), sedangkan harga saham yang dijual pada pasar sekunder ditentukan oleh mekanisme pasar, yaitu permintaan dan penawaran (Kristiantari, 2013). Apabila harga saham pada pasar perdana (*IPO*) lebih rendah dibandingkan dengan harga saham pada pasar sekunder pada hari pertama, maka akan terjadi fenomena harga rendah di penawaran perdana, yang disebut *underpricing* (Hanafi, 2004 dalam Saputra dan Suaryana, 2016).

Underpricing dapat dijadikan strategi pemasaran untuk meningkatkan minat investor berinvestasi dalam saham *IPO* dengan memberikan *initial return* yang tinggi (Kristiantari, 2013). Secara rasional, *underpricing* merupakan fenomena yang wajar, karena perusahaan ingin menarik minat investor yang potensial melalui strategi penetapan harga perdana yang rendah (*low price*), sehingga harga saham di pasar sekunder bisa terus meningkat. Fenomena *underpricing* merupakan sinyal positif bagi investor yang menandakan bahwa perusahaan tersebut memiliki kemungkinan memberikan keuntungan dimasa

mendatang. Investor yang membeli saham saat penawaran perdana berharap agar harga sahamnya meningkat di pasar sekunder. Hal ini menunjukkan bahwa dengan kondisi *underpricing*, keuntungan berupa *initial return* akan didapat oleh investor. *Initial return* adalah keuntungan yang diperoleh pemegang saham karena perbedaan harga saham yang dibeli di pasar perdana saat *IPO* dengan harga jual yang bersangkutan di hari pertama di pasar sekunder (Kristiantari, 2013). *Initial return* untuk mengukur *underpricing* dihitung dengan rumus dari Yustisia dan Roza (2012) sebagai berikut:

$$\text{Initial return} = \frac{\text{closing price (P1)} - \text{offering price (P0)}}{\text{offering price (P0)}} \times 100\%$$

Setiap perusahaan yang akan melaksanakan *IPO* diwajibkan menerbitkan prospektus terlebih dahulu. Menurut Undang-Undang No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal, prospektus adalah setiap informasi tertulis sehubungan dengan penawaran umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek. Berdasarkan beberapa penelitian yang telah dilakukan di Indonesia maupun di luar negeri menunjukkan bahwa informasi akuntansi dan non akuntansi yang terdapat dalam prospektus digunakan oleh investor dalam pembuatan keputusan investasi di pasar modal (Kristiantari, 2013).

2.6 Reputasi Underwriter

Menurut Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, penjamin emisi efek 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. Sedangkan menurut Wahyusari (2013), *underwriter* atau perusahaan penjamin emisi biasanya adalah perusahaan besar yang profesional dan berpengalaman dalam melakukan penjualan emisi, bertindak sebagai moderator antara penjual emisi dan investor. Selain berperan sebagai *underwriter* dalam *IPO*, perusahaan efek juga melakukan kegiatan jual beli saham di pasar sekunder sebagai perantara pedagang efek dan manajer investasi. *Underwriter* berperan penting saat emiten melakukan penawaran saham di pasar perdana. Tugas *underwriter* adalah melakukan penjaminan penjualan pada efek dan keseluruhan pembayaran efeknya yang diemisikan kepada perusahaan dan mewakili penjamin emisi efek lainnya dalam hubungan dengan perusahaan dan pihak ketiga (Hermuningsih, 2012 dalam Putra dan Sudjarni, 2017). Dalam praktiknya, *underwriter* akan membentuk suatu sindikasi penjaminan yang terdiri dari beberapa *underwriter* dengan porsi penjaminan yang berbeda-beda. Pihak dengan porsi penjaminan terbesar umumnya merupakan para penjamin pelaksana atas emisi tersebut. Dengan pembentukan sindikasi jaminan ini diharapkan risiko yang akan ditanggung akan terbagi, dan penguatan analisa juga menjadi jauh lebih maksimal (Fahmi, 2012).

Menurut Hendy M. Fakhrudin dalam Fahmi (2012) wujud kerjasama antara penjamin emisi dan emiten adalah kontrak penjaminan emisi lengkap dengan berbagai hak dan kewajiban masing-masing pihak. Dalam Undang-undang Pasar Modal Nomor 8 tahun 1995 pada penjelasan pasal 39, kontrak penjaminan emisi efek dapat berbentuk kesanggupan penuh (*full commitment*) atau kesanggupan terbaik (*best effort*). Dengan kesanggupan penuh, penjamin emisi

efek bertanggung jawab mengambil sisa efek yang tidak terjual, sedangkan dengan kesanggupan terbaik, penjamin emisi efek tidak bertanggung jawab terhadap sisa efek yang tidak terjual, tetapi berusaha dengan sebaik-baiknya untuk menjualkan efek emiten. Katti dan Phani (2016) dalam penelitiannya menyebutkan “*involvement of underwriter in the process of IPO has significant impact on the pricing, after market liquidity and price stabilization process in the secondary market. Studies in the extant literature explored influence of underwriter reputation on IPO underpricing. It is found that well reputed underwriters are able to price the issue more accurately and attract long term investors.*”. *Underwriter* yang bereputasi tinggi memiliki pengalaman penjaminan, informasi serta pengetahuan akan kondisi pasar yang lebih baik sehingga dapat menentukan harga *IPO* sesuai dengan kebutuhan modal perusahaan dan sesuai tren keadaan pasar sehingga harga yang ditetapkan dapat menarik minat investor jangka panjang, sehingga menyebabkan tingginya minat investor terhadap saham tersebut di pasar sekunder, sehingga harga saham akan meningkat seiring dengan peningkatan permintaan, sehingga selisih antara harga saham di pasar sekunder dengan primer menjadi lebih tinggi. Sehingga semakin tinggi reputasi *underwriter* maka menyebabkan *underpricing* yang tinggi. Dalam penelitian ini reputasi *underwriter* diukur dengan menggunakan variabel *dummy*, seperti yang dilakukan oleh Putra dan Sudjarni (2017) dalam penelitiannya, memberikan nilai 1 untuk penjamin emisi yang masuk *top 5 underwriter* berdasarkan total nilai (*value*) menurut BEI dan nilai 0 untuk penjamin emisi yang tidak masuk *top 5 underwriter*.

Penelitian yang dilakukan oleh Risqi dan Harto (2013) pada 71 perusahaan yang melakukan *IPO* pada 2007-2011 yang menghitung reputasi *underwriter* dengan menggunakan variabel *dummy*, memberikan nilai 1 untuk penjamin emisi yang masuk top 10 dalam *20 most active brokerage house monthly* berdasarkan total frekuensi perdagangan dan nilai 0 untuk penjamin emisi yang tidak masuk *top 10*, menunjukkan reputasi *underwriter* memiliki pengaruh terhadap *underpricing*. Menurut Risqi dan Harto (2013) hal ini menunjukkan bahwa *underwriter* yang bereputasi tinggi lebih berani menentukan harga yang tinggi atas konsekuensi dari kualitas penjaminannya sehingga tingkat *underpricing* rendah.

Penelitian yang dilakukan oleh Kristiantari (2013) atas 161 perusahaan yang melakukan *IPO* di BEI pada periode 1997 – 2010, menunjukkan terdapat pengaruh dari reputasi *underwriter* terhadap *underpricing*. Ukuran yang digunakan oleh Kristiantari adalah *underwriter* yang memiliki reputasi tinggi adalah *underwriter* yang masuk dalam *top 5 underwriter* menurut perankingan yang dibuat oleh Majalah Uang dan Efek, Koran Investor, dan www.bloomberg.com sedangkan *underwriter* yang tidak masuk dalam *top 5 underwriter* dikategorikan sebagai *underwriter* yang tidak memiliki reputasi tinggi. Dalam menghadapi *IPO*, calon investor cenderung melihat terlebih dahulu pihak yang menjadi *underwriter* karena menurut investor, *underwriter* dianggap memiliki informasi yang lebih lengkap tentang kondisi emiten. Begitu pula jika dibandingkan dengan emiten, *underwriter* dianggap memiliki informasi yang lebih lengkap tentang pasar.

Hal ini serupa dengan penelitian yang dilakukan oleh Putra dan Sudjarni (2017) pada 61 perusahaan yang IPO di BEI pada periode 2012-2014. Pada penelitian tersebut *underwriter* yang memiliki reputasi baik adalah *underwriter* yang masuk dalam *top 5 underwriter* dengan dasar perankingan yang dilakukan berdasarkan nilai (*value*) oleh BEI pada periode 2012-2014. Menurut Putra dan Sudjarni reputasi *underwriter* yang semakin tinggi, maka tingkat *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO akan semakin rendah karena investor meyakini bahwa *underwriter* yang bereputasi tinggi tidak menjamin emiten yang berkualitas rendah sehingga akan menimbulkan kepercayaan pada investor.

Berdasarkan penjelasan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

Ha1: Reputasi *underwriter* berpengaruh positif terhadap *underpricing*.

2.7 Ukuran Perusahaan

Besar kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai total aset yang diukur dalam ukuran perusahaan atau *firm size* karena total aset menunjukkan kekayaan perusahaan (Putra dan Sudjarni, 2017). Ukuran perusahaan diproksikan dengan menggunakan *logaritma natural* dari total aset perusahaan pada periode terakhir sebelum perusahaan melakukan *listing* yang terdapat pada prospektus (Putra dan Sudjarni, 2017):

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \ln(\text{Total Assets})$$

Penggunaan logaritma natural (*Ln*) dari total aset karena adanya perbedaan besarnya total aset diantara berbagai perusahaan yang ada bahkan memiliki selisih yang sangat besar. Oleh karenanya, tujuan total aset di *Ln*-kan untuk mengurangi

fluktuasi data yang berlebih serta menghindari data yang tidak normal (Yudiandari, 2018). Jika *total asset* langsung dipakai begitu saja maka nilai variabel akan sangat besar, miliar bahkan triliun. Dengan menggunakan *natural log*, nilai miliar bahkan triliun tersebut disederhanakan, tanpa mengubah proporsi dari nilai asal yang sebenarnya (Anggraeni dan Hadiprajitno, 2013). Keputusan ketua Bapepam Nomor Kep-11/PM/1997 menyatakan bahwa perusahaan kecil dan menengah berdasarkan aktiva (kekayaan) adalah badan hukum yang memiliki total aktiva tidak lebih dari seratus milyar, sedangkan perusahaan besar adalah badan hukum yang total aktiva di atas seratus milyar. Dalam PSAK 19 tentang Aset Tidak Berwujud, aset adalah sumber daya yang dikendalikan oleh entitas akibat peristiwa masa lalu dan manfaat ekonomis di masa depan dari aset tersebut diharapkan diterima oleh entitas (IAI, 2016). Weygandt, dkk. (2015) menyatakan bahwa aset merupakan sumber daya yang dimiliki sebuah perusahaan. Perusahaan menggunakan asetnya untuk menjalankan aktivitasnya, seperti aktivitas produksi dan penjualan.

Aset dikategorikan menjadi 4 dalam *statement of financial position* (Weygandt, dkk., 2015):

1. *Intangible assets*

Dalam PSAK 19 tentang Aktiva tak Berwujud, aset tak berwujud adalah aset nonmoneter teridentifikasi tanpa wujud fisik. Umumnya, harga yang dibayarkan oleh entitas untuk perolehan terpisah aset tak berwujud akan mencerminkan probabilitas manfaat ekonomik di masa depan aset yang akan diperoleh entitas. Dengan kata lain, entitas memperkirakan adanya arus masuk manfaat ekonomik,

bahkan jika terdapat ketidakpastian mengenai waktu dan jumlah arus masuk tersebut. Manfaat ekonomik masa depan yang timbul dari aset tak berwujud dapat mencakup pendapatan dari penjualan barang atau jasa, penghematan biaya, atau manfaat lain yang berasal dari penggunaan aset oleh entitas. Sebagai contoh, penggunaan hak kekayaan intelektual dalam suatu proses produksi tidak meningkatkan pendapatan masa depan, tetapi mengurangi biaya produksi masa depan (IAI, 2016).

2. *Property, plant, and equipment*

Dalam PSAK 16 tentang Aset Tetap, aset tetap adalah aset berwujud yang (IAI, 2016):

- a. Dimiliki untuk digunakan dalam produksi atau penyediaan barang atau jasa untuk direntalkan kepada pihak lain atau untuk tujuan administratif.
- b. Diharapkan untuk digunakan selama lebih dari satu periode.

3. *Long-term investments*

Investasi jangka panjang pada umumnya adalah, (1) investasi dalam saham biasa dan obligasi dari perusahaan lain yang umumnya ditahan selama beberapa tahun, dan (2) aset tidak lancar seperti tanah atau bangunan yang tidak digunakan oleh sebuah perusahaan untuk aktivitas operasionalnya (Weygandt, dkk., 2015).

4. *Current assets*

Dalam PSAK 1 dinyatakan bahwa entitas mengklasifikasikan aset sebagai aset lancar, jika (IAI, 2016):

- a. Entitas memperkirakan akan merealisasikan aset, atau memiliki

intense untuk menjual atau menggunakannya dalam siklus operasi normal.

- b. Entitas memiliki aset untuk tujuan diperdagangkan.
- c. Entitas memperkirakan akan merealisasi aset dalam jangka waktu dua belas bulan setelah periode pelaporan.
- d. Aset merupakan kas atau setara kas, kecuali aset tersebut dibatasi pertukaran atau penggunaannya untuk menyelesaikan liabilitas sekurang-kurangnya dua belas bulan setelah periode pelaporan.

Menurut Putra dan Sudjarni (2017) ukuran perusahaan ialah salah satu indikator yang dapat mempengaruhi investor dalam pengambilan keputusan saat *IPO*. Memiliki ukuran perusahaan yang besar merupakan salah satu sinyal bahwa perusahaan memiliki kemampuan untuk melakukan kegiatan usaha dengan lebih baik (Kartika dan Putra, 2017). Aset perusahaan yang besar akan memberikan sinyal bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek di masa yang akan datang, sehingga akan menarik investor untuk membeli saham (Purwanto dan Mahyani, 2016). Semakin besar total aset yang dimiliki oleh perusahaan menunjukkan semakin banyak aset yang dapat digunakan perusahaan untuk melakukan aktivitas operasional untuk menghasilkan laba. Dengan semakin tingginya laba yang dimiliki perusahaan maka kemampuan perusahaan membayarkan dividen kepada investor semakin tinggi, menyebabkan tingginya minat investor terhadap saham tersebut sehingga jumlah permintaan saham di pasar sekunder akan meningkat yang mendorong naiknya harga saham di pasar sekunder. Hal ini menyebabkan semakin tingginya selisih harga saham di pasar sekunder dengan harga saham saat

IPO, yang menyebabkan tingginya tingkat *underpricing* yang terjadi. Semakin besar ukuran perusahaan maka tingkat *underpricing* yang terjadi juga akan semakin tinggi.

Penelitian yang dilakukan oleh Kristiantari (2013) atas 161 perusahaan yang melakukan *IPO* di BEI pada periode 1997 – 2010, menunjukkan terdapat pengaruh dari ukuran perusahaan terhadap *underpricing*. Menurut Kristiantari, hasil tersebut menunjukkan perusahaan besar umumnya lebih dikenal oleh masyarakat daripada perusahaan kecil dan selain itu total aset yang besar dinilai akan memberikan kesempatan lebih bagi perusahaan untuk menambah penghasilan maupun mengurangi risiko ketidakpastian di masa yang akan datang. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Putra dan Sudjarni (2017) pada perusahaan yang melakukan *IPO* pada tahun 2012-2014 menunjukkan ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap *underpricing*. Menurut Putra dan Sudjarni (2017), total aset yang tinggi juga membuat investor percaya dan mengetahui prospek jangka panjang dari perusahaan sehingga menjadi salah satu pilihan untuk berinvestasi atau menanamkan modalnya sehingga akan memperkecil terjadinya *underpricing*. Penelitian yang dilakukan oleh Kartika dan Putra (2017) pada 69 perusahaan yang melakukan *IPO* di BEI pada 2010-2014, menurutnya jumlah aset besar berarti memiliki sumber daya yang lebih banyak sehingga perusahaan memiliki peluang untuk semakin dikenal oleh masyarakat melalui produk, jasa maupun aktivitas yang dilakukan oleh perusahaan. Bila perusahaan melaksanakan *IPO* maka masyarakat khususnya calon investor tidak

akan ragu lagi ingin memiliki saham perusahaan karena aktivitas perusahaan telah menjadi bagian dari kehidupan masyarakat.

Berdasarkan penjelasan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

Ha2: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *underpricing*.

2.8 Debt to Equity Ratio

Menurut Gitman dan Zutter (2015), *Debt to Equity Ratio (DER)* merupakan proporsi relatif dari jumlah kewajiban terhadap ekuitas saham biasa yang digunakan untuk membiayai aset perusahaan. *DER* mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang (Ratnasari dan Hudiwinarsih, 2015). Subramanyam (2014) menyatakan bahwa *Debt to Equity Ratio (DER)* dapat dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{total liabilities}}{\text{shareholders' equity}}$$

Menurut Subramanyam (2014), *debt* atau *financial liabilities*, mengacu pada dana perusahaan yang secara eksplisit dipinjam dari berbagai penyedia modal. Perusahaan dapat meminjam langsung kepada investor dengan menerbitkan surat berharga seperti obligasi, pinjaman tersebut disebut *public debt*. Perusahaan juga dapat meminjam dari lembaga keuangan seperti bank, dalam bentuk pinjaman. Pinjaman tersebut disebut *private debt*. Utang selalu memiliki biaya pinjaman dalam bentuk pembayaran bunga. Dalam Kerangka Dasar Penyusunan dan Penyajian Laporan Keuangan (IAI, 2016), menyatakan bahwa karakteristik utama liabilitas adalah adanya kewajiban masa kini

perusahaan yang mana kewajiban tersebut merupakan tugas atau tanggung jawab untuk melaksanakan sesuatu dengan cara tertentu. Liabilitas adalah klaim terhadap aset yang dimiliki oleh perusahaan (Weygandt, dkk., 2015).

Ekuitas adalah hak residual atas aset perusahaan setelah dikurangi semua liabilitas (IAI, 2016). Dalam Weygandt, dkk. (2015), ekuitas adalah klaim kepemilikan terhadap total aset di dalam perusahaan yang terbagi kedalam dua kategori, antara lain:

1. Modal saham biasa (*share capital ordinary*)

Modal saham biasa adalah pola yang digunakan untuk menggambarkan jumlah yang dibayarkan pemegang saham atas saham yang dibelinya.

2. Laba ditahan (*retained earnings*)

Laba ditahan ditentukan dengan tiga item antara lain pendapatan, beban, dan dividen.

Perusahaan dengan *DER* tinggi menunjukkan bahwa pendanaan perusahaan dari kreditor semakin tinggi, sehingga dapat diartikan risiko perusahaan semakin tinggi. Hal ini dikarenakan *equity* yang dimiliki perusahaan lebih kecil daripada hutang perusahaan. Berdasarkan teori signaling, kondisi perusahaan dengan *DER* tinggi akan menjadi sinyal buruk bagi investor, sehingga investor akan mencari perusahaan dengan *DER* yang rendah. Perusahaan dengan *DER* rendah akan lebih banyak dicari investor sehingga harga sahamnya akan meningkat dan terjadilah *underpricing* (Rachmadhanto dan Raharja, 2014). *DER* akan lebih diminati karena menunjukkan perusahaan menggunakan utang yang sedikit sehingga kewajiban melunasi seluruh utang pokok beserta bunganya lebih

rendah, maka memiliki kelebihan dana untuk membayar dividen kepada investornya

Penelitian yang dilakukan oleh Rachmadhanto dan Raharja (2014) pada 37 perusahaan yang melakukan *IPO* pada 2008-2011 menunjukkan terdapat pengaruh *DER* terhadap *underpricing*. Menurut Rachmadhanto dan Raharja (2014) Hasil penelitian yang signifikan dan dengan koefisien negatif menunjukkan bahwa investor menggunakan informasi rasio keuangan *DER*, dan cenderung menghindari risiko atau memilih risiko yang kecil dalam menentukan investasinya (Rachmadhanto dan Raharja, 2014). Didukung penelitian yang dilakukan oleh Saputra dan Suaryana (2016) yang menemukan pengaruh signifikan *financial leverage* dengan indikator *DER* terhadap *underpricing*, karena semakin tingginya rasio hutang dari perusahaan relatif lebih mencerminkan risiko perusahaan yang dapat mengakibatkan penurunan harga saham dan berdampak pada *return saham* yang nantinya diterima oleh investor, akibatnya investor cenderung menghindari saham-saham yang memiliki *financial leverage* tinggi. Didukung penelitian yang dilakukan oleh Marlina, dkk. (2017) yang menunjukkan hasil terdapat pengaruh *DER* terhadap *underpricing*, menurutnya berkaitan dengan kebijakan hutang sebagai kebijakan pendanaan oleh manajemen, akan berpengaruh terhadap penilaian perusahaan yang terefleksi pada harga saham. Besarnya *Debt to Equity Ratio (DER)* akan menunjukkan besarnya risiko kegagalan perusahaan untuk mengembalikan pinjamannya, karena *Debt to Equity Ratio (DER)* berfungsi untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan untuk jaminan utang. *DER* yang rendah menunjukkan perusahaan

menggunakan sedikit utang sehingga kewajiban melunasi seluruh utang pokok beserta bunganya lebih rendah, maka memiliki kemampuan membayar dividen yang lebih tinggi kepada investornya sehingga meningkatkan minat investor di pasar sekunder yang mempengaruhi jumlah permintaan terhadap saham tersebut, menyebabkan meningkatnya harga saham di pasar sekunder, sehingga selisih dengan harga penawaran saat *IPO* menjadi lebih tinggi. Dalam hal ini berarti semakin rendah nilai *DER*, maka tingkat *underpricing* meningkat.

Berdasarkan penjelasan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

Ha3: *DER* berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.

2.9 Persentase Penawaran Saham

Besarnya persentase saham yang ditawarkan menunjukkan rasio saham yang ditawarkan pada publik dan keseluruhan saham yang diterbitkan emiten (Pahlevi, 2014). Persentase penawaran kepada publik menunjukkan porsi kepemilikan saham yang dikuasai oleh publik. Dana yang diperoleh perusahaan pada saat *IPO* berhubungan dengan persentase penawaran kepada publik. Investor melihat perusahaan yang persentase penawarannya besar memiliki prospek yang baik pada masa yang akan datang (Purbarangga dan Yuyetta, 2013). Persentase penawaran saham kepada publik diukur dengan rumus menurut sebagai berikut:

$$\text{Persentase Penawaran Saham Kepada Publik} = \frac{\text{Jumlah saham yang ditawarkan kepada publik}}{\text{Jumlah saham dalam anggaran dasar}} \times 100\%$$

Persentase penawaran kepada publik dapat dijadikan indikator untuk melihat aktivitas investor di pasar sekunder, karena persentase penawaran

berhubungan dengan kegiatan spekulatif dari investor (Kurniasari, 2016). Secara umum semakin besar bagian yang ditawarkan maka semakin memiliki potensi untuk likuidnya perdagangan saham di bursa, sebaliknya informasi privat yang dimiliki perusahaan semakin sedikit (Retnowati, 2013). Menurut Fakhruddin (2008) dalam Lestari, dkk. (2015), besarnya persentase jumlah saham yang dilepas ke publik diduga akan menarik minat investor untuk membeli. Alasan ini mengemuka karena investor berkepentingan dengan likuiditas saham di pasar sekunder, karena dengan semakin banyaknya saham yang beredar, maka semakin mudah pula investor untuk memperjualbelikan saham tersebut.

Penelitian yang dilakukan oleh Maya (2013) pada 71 perusahaan yang melakukan *IPO* pada 2007-2011 menunjukkan bahwa persentase penawaran saham yang ditawarkan kepada publik memiliki pengaruh terhadap *underpricing*. Hal ini disebabkan karena semakin banyak saham yang ditawarkan pada saat *IPO*, semakin tinggi resiko yang akan dihadapi oleh penjamin emisi (Maya, 2013). Didukung penelitian yang dilakukan oleh Retnowati (2013) yang menunjukkan terdapat pengaruh persentase penawaran saham yang ditawarkan kepada publik terhadap *underpricing*, menurutnya secara umum semakin besar bagian yang ditawarkan maka semakin memiliki potensi untuk likuidnya perdagangan saham di bursa, sebaliknya informasi privat yang dimiliki perusahaan semakin sedikit. Penelitian yang dilakukan oleh Kurniasari (2016) juga menunjukkan bahwa persentase penawaran saham kepada publik berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Semakin banyak jumlah saham yang ditawarkan pada publik menunjukkan semakin banyaknya jumlah saham tersebut beredar sehingga

semakin likuidnya perdagangan saham tersebut di bursa. Likuiditas perdagangan saham menunjukkan kemudahan saham tersebut untuk diperjualbelikan, sehingga saham yang memiliki likuiditas tinggi akan lebih diminati investor. Dengan minat investor yang tinggi mempengaruhi jumlah permintaan terhadap saham tersebut, menyebabkan meningkatnya harga saham di pasar sekunder, sehingga selisih dengan harga penawaran saat *IPO* menjadi lebih tinggi, yang mempengaruhi tingginya tingkat *underpricing*.

Berdasarkan penjelasan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

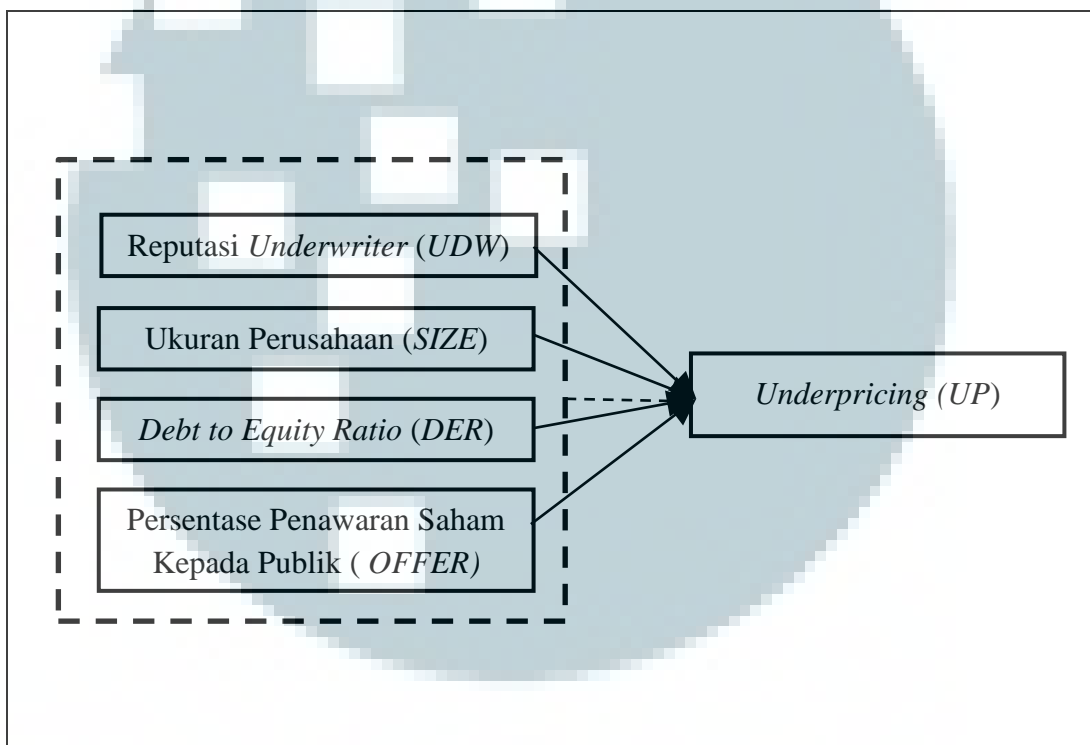
Ha4: Persentase penawaran saham berpengaruh positif terhadap *underpricing*.

Hasil uji simultan pada penelitian Kartika dan Putra (2017) menunjukkan reputasi penjamin emisi, reputasi KAP, ukuran perusahaan, *financial leverage*, persentase saham pemilik lama serta tujuan penggunaan dana secara serempak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Didukung juga oleh penelitian yang dilakukan oleh Puspita dan Daljono (2014) menunjukkan variabel umur perusahaan, persentase penawaran, jangka waktu penawaran, *financial leverage*, dan pertumbuhan total aset bersama sama mempengaruhi *underpricing*. Serta penelitian yang dilakukan oleh Ratnasari dan Hudiwinarsih (2013) menunjukkan *return on equity*, *debt to equity ratio*, tingkat inflasi, reputasi dari KAP dan reputasi penanggung berpengaruh secara simultan terhadap *underpricing*.

2.10 Model Penelitian

Model penelitian yang dapat digambarkan dari penelitian ini adalah:

Gambar 2.2
Model Penelitian



UMMN