

## **BAB II**

### **LANDASAN TEORI**

Pada bab ini akan dibahas mengenai dasar-dasar teori keuangan ataupun studi literatur sebelumnya yang mendukung hipotesis yang digunakan, khususnya mengenai IPO.

#### **2.1 Penawaran Umum Saham Perdana (IPO) di Indonesia**

Pada sub bab ini akan dibahas mengenai pasar modal Indonesia, proses IPO di Indonesia, dan penelitian di Indonesia sebelumnya yang terkait dengan *underpricing* pada saat IPO.

##### **2.1.1 Pasar Modal Indonesia**

Pasar modal dalam arti sempit adalah suatu tempat yang terorganisasi dimana efek-efek diperdagangkan, yang disebut dengan bursa efek. Bursa efek atau stock exchange adalah suatu sistem terorganisasi yang mempertemukan penjual dan pembeli efek yang dilakukan baik secara langsung maupun dengan melalui wakil-wakilnya. Fungsi bursa efek antara lain adalah menjaga kontinuitas pasar dan menciptakan harga efek yang wajar melalui mekanisme permintaan dan penawaran.

Selanjutnya definisi pasar modal menurut Kamus Pasar Uang dan Modal adalah pasar kongkret atau abstrak yang mempertemukan pihak yang menawarkan dan yang memerlukan dana jangka panjang, yaitu jangka satu tahun ke atas.

Sedangkan menurut David L. Scott, pasar modal adalah pasar untuk dana jangka panjang di mana saham biasa, saham preferen, dan obligasi diperdagangkan.

Lembaga-lembaga penunjang pasar modal yang terkait dengan berlangsungnya proses IPO antara lain adalah:

1. Penjamin Emisi (*underwriter*). Merupakan pihak yang paling banyak keterlibatannya dalam membantu emiten dalam rangka penerbitan saham. Kegiatan yang dilakukan penjamin emisi antara lain: menyiapkan berbagai dokumen, membantu menyiapkan prospektus, dan memberikan penjaminan atas penerbitan.
2. Akuntan Publik (*Independent Auditor*). Bertugas melakukan audit atau pemeriksaan atas laporan keuangan calon emiten.
3. Persusahaan Penilai untuk melakukan penilaian terhadap aktiva tetap perusahaan dan menentukan nilai wajar dari aktiva tetap tersebut;
4. Konsultan Hukum untuk memberikan pendapat dari segi hukum (*legal opinion*).
5. Notaris untuk membuat akta-akta perubahan Anggaran Dasar, akta perjanjian-perjanjian dalam rangka penawaran umum dan juga notulen-notulen rapat.

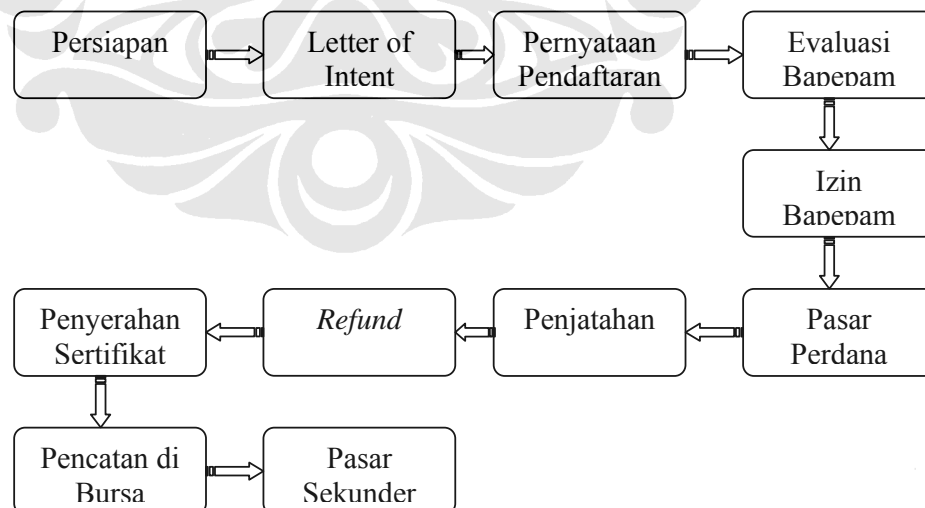
### **2.1.2 Proses IPO di Indonesia**

Perusahaan memiliki berbagai alternatif sumber pendanaan, baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Alternatif pendanaan dari dalam perusahaan, umumnya dengan menggunakan laba yang ditahan perusahaan (*retained earning*). Sedangkan alternatif pendanaan dari luar perusahaan dapat

berasal dari kreditur berupa hutang, pembiayaan bentuk lain atau dengan penerbitan surat-surat utang, maupun pendanaan yang bersifat penyertaan dalam bentuk saham (*equity*). Pendanaan melalui mekanisme penyertaan umumnya dilakukan dengan menjual saham perusahaan kepada masyarakat yang disebut sebagai penawaran umum saham (IPO) atau proses *go public*. Untuk *go publik*, perusahaan perlu melakukan persiapan internal dan penyiapan dokumentasi sesuai dengan persyaratan untuk IPO, serta memenuhi semua persyaratan yang ditetapkan oleh Bapepam (Badan Pengawas Pasar Modal).

IPO adalah kegiatan penawaran saham atau efek lainnya yang dilakukan oleh emiten (perusahaan yang akan *go public*) untuk menjual saham atau efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur oleh UU Pasar Modal dan Peraturan Pelaksanaannya. Keseluruhan proses IPO di Indonesia digambarkan pada bagan berikut ini.

Gambar 2-1. Proses *Initial Public Offering* di Indonesia



Sumber: Dahlan Siamat, Manajemen Lembaga Keuangan ed. 4, hal. 263

Proses IPO mencakup kegiatan-kegiatan berikut:

1. Perusahaan yang akan menerbitkan efek (emiten atau *issuer*) menyampaikan pernyataan maksud (*letter on intent*) kepada Bapepam.
2. Emiten menghubungi dan menunjuk *underwriter* serta lembaga penunjang emisi lainnya.
3. Emiten dan *underwriter* mempersiapkan dokumen pernyataan pendaftaran emisi efek berikut lampiran dan dokumen emisi lainnya.
4. Emiten melalui *underwriter* menyampaikan penyampaian pendaftaran emisi efek kepada Bapepam.
5. Bapepam melakukan penelaahan kesesuaian dokumen emisi dengan ketentuan yang berlaku.
6. Izin emisi diberikan oleh Bapepam bilamana semua dokumen emisi telah lengkap dan memenuhi ketentuan.
7. Pengumuman dan pendistribusian prospektus. Dalam prospektus tersebut memuat informasi yang perlu diketahui oleh calon investor, antara lain:
  - a. Tujuan penawaran
  - b. Keterangan tentang perseroan, antara lain riwayat perusahaan dan susunan dewan direksi dan dewan komisaris
  - c. Masa penawaran
  - d. Tanggal penjumlahan
  - e. Tanggal pengembalian uang pesanan (*refund*)
  - f. Tanggal pencatatan di bursa
  - g. Harga, jumlah, dan jenis saham yang ditawarkan
  - h. Nama-nama *underwriters* yang terdiri atas: penjamin utama, penjamin pelaksana, penjamin peserta

- i. Ikhtisar keuangan dan rasio-rasio keuangan perusahaan
  - j. Kegiatan dan prospek usaha perusahaan
  - k. Struktur permodalan perusahaan sebelum dan setelah emisi
  - l. Faktor-faktor resiko yang mungkin dihadapi dalam usaha emiten
  - m. Persyaratan dan tata cara pemesanan efek
  - n. Perpajakan
  - o. Nama-nama dan alamat agen penjual
8. Emiten dan underwriter melakukan penawaran efek melalui pasar perdana
  9. Penjatahan saham
  10. Pengembalian uang kepada pemesan (*refund*)
  11. Penyerahan sertifikat efek
  12. Pencatatan saham di bursa

### **2.1.3 Studi Literatur IPO di Indonesia**

Studi literatur atau penelitian di Indonesia telah banyak dilakukan sebelumnya. Penelitian ini pada umumnya meneliti terjadinya fenomena *underpricing* yang tercermin dari adanya *abnormal return*.

Hanafi (1998) dan Kusumaningtyas (2002) mendapatkan adanya *abnormal return* yang positif pada hari pertama perdagangan. Kusumaningtyas (2002) juga telah melakukan uji signifikansi sejumlah variabel seperti; tujuan penggunaan dana, jenis industri, nilai emisi, dan proporsi saham yang ditawarkan kepada publik terhadap *abnormal return* yang terjadi pada awal paska IPO. Kusumaningtyas (2002) dengan menggunakan pendekatan *industrial sectoral adjusted abnormal return* menemukan adanya *initial abnormal return* yang

positif pada hari pertama perdagangan sebesar 33.47% pada periode 1998 – 2000. Setelah itu terjadi penurunan *return* pada hari-hari perdagangan berikutnya.

Hanafi (1998) mendapatkan adanya *abnormal return* yang positif pada hari pertama perdagangan, sementara pada waktu satu minggu dan satu bulan setelah IPO tidak ditemukan adanya *abnormal return* yang konstan. Selain itu juga Hanafi (1998) tidak menemukan adanya hubungan yang signifikan antara *abnormal return* dengan variabel-variabel kapitalisasi pasar, ketidakpastian terjadinya inflasi, jenis industri, dan peraturan pemerintah tentang pembatasan P/E rasio.

Hermawan (2000) menemukan adanya *abnormal return* yang signifikan pada penelitian yang dilakukannya terhadap IPO periode 1995 – 1998 sebesar 8.852% pada tingkat keyakinan 99%.

## **2.2 Determinan Performa Jangka Pendek**

Ada dua determinan performa jangka pendek dari *return* saham IPO yang akan di bahas pada sub bab ini, yaitu reputasi *underwriters* dan keakuratan dari *earnings forecasts* yang dilakukan oleh perusahaan.

### **2.2.1 Reputasi Underwriters**

Bukti-bukti dari faktor penentu *initial premiums* belum meyakinkan (Ibbotson & Ritter, 1995). Bukti berdasarkan data U.S mendukung hasil studi tersebut yang menyatakan bahwa adanya hubungan yang negatif antara ukuran perusahaan dan ukuran dari penerbitan saham, dan premium (Ritter, 1984; Ibbotson et al., 1988). Beatty dan Ritter (1986) menemukan bahwa penerbitan saham yang lebih beresiko akan berakibat pada nilai *underpricing* yang lebih

besar, kondisi ini mendukung beberapa bukti untuk model *Rock's winner's curse* (1986). Adanya hubungan negatif antara premium dengan persentase saham yang akan dimiliki oleh *outsiders* (publik) dinyatakan baik oleh Logue (1973) maupun oleh Brennan & Franks (1995).

Diferensiasi produk yang ada di pasar untuk *underwriting* dapat dijelaskan di dalam kerangka *asymmetric information* dan atau *agency theory*. Berdasarkan pandangan dari *sisi agency theory*, pemilihan terhadap *underwriter* yang memiliki reputasi yang baik akan dapat mengurangi *agency cost* bagi perusahaan yang melakukan IPO. Sebagai alternatif, pemilihan *underwriter* yang berkualitas tinggi dapat dipandang sebagai *signalling device* dimana *underwriter* yang berkualitas tinggi dipilih oleh perusahaan yang memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan perusahaan lain (Titman & Trueman, 1986). Sudah banyak penelitian tentang IPO yang meneliti hubungan antara *underwriter* yang memiliki reputasi baik dan *initial returns* (sebagai contoh, Beatty & Ritter, 1986; Johnson & Miller, 1988; Beatty & Welch, 1996; Carter et al., 1997; Paudyal et al., 1998). Sehingga bukti-bukti empirik menunjukkan bahwa *underwriters* dengan reputasi yang lebih baik cenderung dapat mengurangi *initial underpricing*.

Pengetesan terhadap hipotesis ini dilakukan dengan menyusun dua portofolio berdasarkan reputasi *underwriters*. Dengan ketidakadaannya *signalling role* dari *underwriters*, *average (mean & median) initial premiums* dari kedua portofolio harus sama. Beberapa proksi untuk mengukur reputasi *underwriters* telah digunakan dalam literatur mengenai IPO (Carter et al., 1997). Pada skripsi ini akan digunakan sejumlah *underwriters* yang ada di Indonesia sejak tahun 2000.

### 2.2.2 Keakuratan dari *Forecasting*

Riset-riset terdahulu mengenai *management earnings forecasts* menemukan adanya hal-hal yang dapat diprediksi relatif terhadap *actual earnings* dan hubungan antara *voluntary disclosure of management earnings forecasts* dengan perubahan pada *market expectation* (Hassel & Jennings, 1986; Mc Nichols, 1989). Kemudian hal ini tercermin juga baik pada revisi analisa *earning forecasts* maupun pada perubahan harga saham (Lev & Penman, 1990; Baginski et al., 1993; Pownall et al., 1993). Teoh at al. (1998) menemukan adanya bukti bahwa perusahaan *issuer* yang memiliki nilai *accruals* yang tinggi dan tidak biasa pada tahun dilangsungkannya IPO akan mengalami *stock return performance* yang buruk pada tiga tahun kemudian. Bagaimanapun juga masih kurangnya penelitian mengenai dampak dari *management earnings forecasts* terhadap *financial performance* IPO.

Studi-studi terdahulu mengenai *earnings forecasts* yang ada pada prospektus IPO menyimpulkan bahwa kebanyakan manajer adalah peramal yang berhati-hati. *Positive forecasts error* ditemukan pada studi-studi yang dilakukan di negara U.K, Malaysia, Canada, dan Singapore (Keasey & McGuinness, 1991; Jelic et al., 1998; Clarkson et al., 1989; Firth et al., 1995). Pengecualian untuk New Zealand dan Hongkong dimana ditemukan *negative average forecasts error* (Firth & Smith, 1992; Selva et al., 1994). Dampak dari *management earning forecasts* pada *financial performance* hanya mendapatkan perhatian yang biasa-biasa saja di dalam literatur. Clarkson et al., 1992 menuliskan pentingnya *management earning forecasts* untuk *market valuation* pada perusahaan-perusahaan yang ada di Canada yang berencana untuk *go public* atau *listing*. *Retained ownership* dan *historical earnings* dipandang sebagai sesuatu yang



inferior di dalam *management earnings forecasts* terhadap *market valuation*. Hal ini kemudian ditentang oleh Firth (1997, 1998) yang menyatakan bahwa *earnings forecasts* memainkan peran yang penting di dalam *initial market valuation* di New Zealand dan Singapore. Firth menemukan bahwa *earning forecasts* merupakan sinyal utama untuk IPO values (lebih penting dari *retained ownership* dan *historical earnings*). Keakuratan *management earnings forecasts* merupakan variabel penjelas utama terhadap *cumulative abnormal returns* dari Singaporean IPO di tahun pertama setelah *listing*.

Oleh karena itu, dengan ketidaklengkapan data masa lalu yang dimiliki oleh investor dan dengan memperhatikan keakuratan pada *forecasting* yang dilakukan, investor akan cenderung untuk melakukan penilaian terhadap *profit forecasts* dan akan mencoba untuk mengidentifikasi yang mana di antara perusahaan-perusahaan tersebut yang terlalu optimis dan yang terlalu pesimis. Jika investor berhasil untuk mendiferensiasikan *optimistic* dari *pessimistic forecasts*, sehingga dapat membedakan tingkat premium yang didapat sehubungan dengan keakuratan dari *forecasting* tersebut. Premium yang lebih tinggi lebih terkait dengan *pessimistic forecasts*. Sehingga dalam kasus *optimistic forecasts* akan terjadi tingkat *underpricing* yang lebih rendah.

### **2.3 Determinan Performa Jangka Panjang**

Ibbotson dan Ritter (1995) menyediakan *review* detail teori yang sudah diajukan untuk menjelaskan *long-run underpricing* dari IPO. Sebagai contoh, Welch (1989) melihat *underpricing* sebagai sinyal sebagai *signalling device*, dimana tujuan utamanya adalah untuk memaksimalkan harga penawaran pada penerbitan saham yang berikutnya. *Signalling cost (underpricing)* akan menjadi penghalang yang sangat

berat untuk perusahaan dengan kualitas rendah. Implikasi yang telah diuji oleh Welch model adalah bahwa perusahaan dengan tingkat *underpricing* yang tinggi akan dengan segera melakukan penerbitan saham untuk yang berikutnya. Selain itu juga perusahaan yang melakukan *subsequent issues* (penerbitan saham yang berikutnya) akan cenderung memiliki nilai intrinsik yang lebih tinggi. Ritter (1991) memperkenalkan hipotesis “*the windows opportunities*” yaitu berdasarkan siklus apa (*hot periods*) yang dapat mengindikasikan waktu yang tepat bagi perusahaan untuk melakukan IPO saham perusahaan.

Shiller (1990) telah memperkenalkan *impresario hypothesis*, yaitu berdasarkan *underwriters* (berperan sebagai *impresarios*) yang mana yang dapat dengan sengaja meng-*underprice* penawaran dengan tujuan untuk menciptakan *excess demand*. Sebagai konsekuensinya, ketika *excess demand* terserap, harga pasar akan mengalami penurunan dan perusahaan dengan tingkat *underpricing* terbesar akan memiliki *long-run returns* yang paling rendah. Hipotesis “*divergence of opinion*” menyatakan bahwa *long-run underperformance* sebagai akibat dari pembeli yang terlalu optimis yang disebabkan besarnya ketidakpastian. Perbedaan antara optimis dan pesimis akan menghilang seiring dengan bertambahnya informasi dari waktu ke waktu mengenai perusahaan. Pada akhirnya kondisi ini akan mengarah kepada jatuhnya harga pasar dan *underperformance* di dalam jangka panjang (Miller, 1977; Levis, 1993). Kedua hipotesis di atas merupakan skenario yang konsisten dengan hipotesis “*over-reaction*” (Ritter, 1991; De Bondt & Thaler, 1985, 1987), yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *initial returns* yang tertinggi akan memiliki *long-term returns* yang terburuk.

Untuk menguji adanya kemungkinan *market overreaction*, dapat dilakukan dengan menyusun dua portofolio (*low & high initial returns*) berdasarkan *initial*

*performancinya (cut-off point menjadi median initial return). Long-term returns* dari kedua portofolio tersebut seharusnya sama dan seharusnya tidak signifikan perbedaannya dari *market returns*.

Teori yang lebih luas mengenai hubungan antara reputasi *underwriters* dan performa jangka panjang IPO masih belum dibangun. Kebanyakan peneliti, bagaimanapun juga, menghipotesis adanya hubungan yang positif antara reputasi *underwriters* dan performa jangka panjang. Fields (1995), sebagai contoh, menekankan peran dari bank (dan institusi lainnya) dalam *corporate governance*. Chemmanur & Fulghieri (1994) menyatakan bahwa investor melakukan penilaian terhadap reputasi *underwriters* dengan mengukur kualitas dari perusahaan yang berkonsultasi terhadap bank. Bank, kemudian, membangun (melindungi) reputasi perusahaan-perusahaan tersebut dengan terlibat di dalam IPO dari perusahaan yang berkualitas. Bukti yang bersifat anekdot untuk hipotesis ini didukung oleh kenyataan bahwa beberapa bank menggunakan data pada performa jangka panjang klien mereka pada *advertising*. Studi empirik juga mengindikasikan performa jangka panjang yang baik dari IPO yang ditangani oleh *underwriters* yang memiliki reputasi baik (Michaely & Wayne, 1994; Carter et al., 1997).

*Earning forecasts* merupakan variabel yang penting dalam melakukan valuasi dan sebagai sesuatu yang sering digunakan oleh investor. Kim & Ritter (1999), sebagai contoh, menyatakan bahwa *P/E multiplies* dengan menggunakan hasil dari *forecasts earnings* merupakan valuasi yang jauh lebih akurat dibandingkan dengan menggunakan *historical earnings*. Pertimbangan penting dalam konteks ini adalah kemampuan investor untuk menggunakan (atau memilih untuk tidak menggunakan) dan menilai *management earnings forecasts* pada waktu hal tersebut diungkap untuk publik. Jika investor bergantung terhadap peramalan tersebut tetapi tidak

memperhatikan *degree of bias*, maka harga saham dapat mencerminkan prediksi *earnings* yang optimis secara berlebihan. Dechow et al., (1999) & Rajan & Serves (1997) mengajukan pertanyaan yang sama mengenai peran dari analisis *earnings forecasts* pada saat adanya penerbitan ekuitas baru dan penentuan harga IPO di US. Sebagai contoh, Rajan & Serves (1997) menemukan bahwa dalam jangka panjang IPO memiliki *stock performance* yang lebih baik ketika analisis memprediksikan adanya potensi *growth* yang rendah daripada ketika analisis memprediksikan adanya potensial *growth* yang tinggi. Mereka menyimpulkan bahwa anomali muncul akibat adanya optimis yang berlebihan. Pernyataan ini ditentang oleh Dechow et al. (1999), yang menemukan bahwa analisis secara sistematis akan berperilaku optimis secara berlebihan pada saat penawaran ekuitas baru. Selanjutnya, sikap analisis yang *over optimistic* tersebut tercermin pada harga saham baru yang diterbitkan oleh perusahaan, yang mempengaruhi investor untuk percaya dan bergantung pada *growth* yang diramalkan oleh analisis. Bukti-bukti sejenis untuk *management earnings forecasts* sangat langka disebabkan oleh adanya keterbatasan data *forecasts* di berbagai negara.

Kelengkapan *earnings forecasts* yang dimiliki oleh manajemen perusahaan-perusahaan yang termasuk di dalam prospektus IPO menyediakan informasi yang sangat vital untuk calon investor. Keakuratan dari *forecasts* ini tentunya tidak dapat diverifikasi pada saat *listing*. Sehingga investor akan bergantung pada *forecasting* yang dilakukan oleh manajer dan tentunya investor tidak dapat membedakan antara optimis dan pesimis *forecasts* yang selanjutnya akan berpengaruh secara signifikan terhadap besarnya *initial premium*. Pertanyaan yang harusnya ditanyakan adalah: Jika manajer bersikap optimis secara berlebihan dan investor secara penuh percaya terhadap *forecasts*, apakah perusahaan dengan *earnings forecasts* yang tertinggi, pada saat penawaran, cenderung memiliki performa harga saham yang terburuk *aftermarket*? Jika

ini adalah permasalahannya, maka dapat disimpulkan bahwa investor secara penuh percaya pada *management's earnings forecasts* (dan bereaksi secara berlebihan) dan selanjutnya akan mengalami kekecewaan ketika mereka memperoleh *earnings* yang lebih kecil dari yang diekspektasikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi *forecast error*, maka semakin besar dampak yang diberikan pada performa jangka panjang, dan harga saham yang optimis secara berlebihan tersebut akan makin menurun.

