

## **BAB II**

### **KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS**

#### **2.1 Kajian Pustaka**

##### **2.1.1 Reputasi *Underwriter***

###### **2.1.1.1 Pengertian Reputasi**

Menurut Hardjana (2008) reputasi merupakan kristalisasi dari citra, yang dibangun oleh masyarakat berdasarkan pengalaman secara langsung atau tidak langsung dan kinerja organisasi. Sedangkan menurut Eunsang, et al., (1993) dan Thomas (1978) dalam Adeosun dan Ganiyu (2013) menyatakan bahwa reputasi perusahaan dikenal sebagai faktor penentu keberhasilan dalam pelayanan pemasaran dan reputasi yang baik dianggap sebagai aset yang dapat meninggalkan harapan pembeli mengenai produk yang ditawarkan. Pengertian reputasi lain diungkapkan oleh Waddock (2000) yaitu reputasi pada dasarnya merupakan penilaian eksternal dari sebuah perusahaan atau organisasi yang dilakukan oleh *external stakeholders*.

Berdasarkan pengertian-pengertian di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa reputasi merupakan penilaian sebuah perusahaan atau organisasi lainnya yang berasal dari pihak luar baik itu masyarakat ataupun *stakeholders* serta dianggap sebagai faktor penentu keberhasilan sebuah pemasaran dan aset yang dapat meninggalkan sebuah harapan dari pihak luar ketika membeli produk yang ditawarkan.

### 2.1.1.2 Pengertian *Underwriter*

Horne dan Wachowicz, Jr (2008:506) menyatakan bahwa:

*“The investment banker (underwriter) acts as a middleman in bringing together parties who need funds with those who have savings. The principal function of the investment banker is to buy the new securities from the issuing company (at wholesale) and then resell them to investors (at retail).”*

Umumnya perusahaan menyerahkan permasalahan yang berhubungan dengan IPO pada *underwriter* karena mempunyai keahlian di dalam penjualan sekuritas.

Menurut Ritter dan Loughram (2004), mengemukakan bahwa:

*“Underwriters, as intermediaries, advise the issuer on pricing the issue, both at the time of issuing a preliminary prospectus that includes a file price range, and at the pricing meeting where the final offer price is set. If underwriters receive compensation from both the issuer (the gross spread) and investors, the underwriter has an incentive to recommend a lower offer price than if the compensation was merely the gross spread.”*

Hal di atas menunjukkan bahwa penjamin emisi (*underwriter*) sebagai perantara, menyarankan penerbit mengenai masalah harga baik saat menerbitkan prospektus awal yang mencakup kisaran harga saham dan pada pertemuan harga dimana harga penawaran akhir ditetapkan. Apabila penjamin emisi menerima kompensasi dari keduanya yaitu penerbit (*gross speard*) dan investor, penjamin emisi memiliki insentif untuk merekomendasikan harga penawaran lebih rendah.

Sedangkan menurut Sunariyah (2011:114) mengemukakan :

*“Penjamin emisi merupakan lembaga yang mempunyai peran kunci pada setiap emisi efek di pasar modal. Mereka memberi nasihat serta hal-hal yang*

perlu diperhatikan emiten serta bagaimana dan kapan saat yang tepat melakukan penawaran.“

Berdasarkan beberapa pengertian di atas, dapat disimpulkan bahwa *underwriter* merupakan pihak yang memiliki peran penting dalam membantu sebuah perusahaan melakukan IPO atau *go public*. *Underwriter* juga merupakan pihak yang menjembatani atau sebagai perantara antara perusahaan dengan investor. Keberadaan *underwriter* penting dalam sebuah IPO karena *underwriter* memiliki pengalaman dan pengetahuan yang lebih dibandingkan perusahaan dalam melakukan IPO.

#### **2.1.1.3 Pengertian Reputasi *Underwriter***

Perusahaan ketika melakukan IPO tidak bisa melakukannya sendiri. Perusahaan memerlukan pihak eksternal untuk membantunya dalam melakukan IPO. Pihak eksternal yang berpartisipasi dalam IPO tersebut salah satunya adalah *underwriter*. Tito Sulistio (2015) menyatakan bahwa:

“Untuk membantu perusahaan dalam melakukan proses IPO, perusahaan perlu pihak eksternal untuk membantunya dan perusahaan perlu melakukan seleksi atas beberapa pihak eksternal tersebut. Seleksi yang dilakukan perusahaan sebaiknya mempertimbangkan rekam jejak dan reputasi para professional tersebut dalam membantu proses IPO.”

Menurut Syarofina (2012) menyatakan bahwa reputasi penjamin emisi (*underwriter*) adalah skala kualitas *underwriter* dalam menawarkan saham emiten yang dilihat dari transaksi perdagangan tertinggi. Sulistio (2005) menyatakan bahwa

*underwriter* yang bereputasi tinggi lebih berpengalaman dan lebih profesional dalam menangani IPO perusahaan.

Jika dilihat dari pengertian penjamin emisi (*underwriter*) dan pengertian sebuah reputasi yang sudah dibahas sebelumnya di atas dapat dikatakan bahwa reputasi *underwriter* merupakan kualitas seorang *underwriter* dalam menawarkan dan menjual saham kepada pihak luar baik itu masyarakat atau *stakeholder's* serta merupakan faktor penentu keberhasilan sebuah pemasaran dan merupakan aset yang dapat meninggalkan sebuah harapan dari pihak luar yang membeli produk yang ditawarkan yaitu saham. Ghozali dan Mansur (2002) menyatakan bahwa:

“Semakin tinggi reputasi *underwriter* maka mengakibatkan tingkat *underpricing* semakin kecil. Hal ini dikarenakan *underwriter* lebih sering berhubungan dengan pasar modal sehingga mempunyai pengalaman yang lebih banyak mengenai pasar modal dibandingkan dengan emiten. Apabila suatu emisi saham dilakukan oleh *underwriter* yang mempunyai reputasi bagus, maka saham yang dijamin oleh *underwriter* tersebut dapat mendatangkan kesuksesan bagi emiten.”

Berdasarkan pernyataan-pernyataan di atas jelas terlihat bahwa *underwriter* merupakan pihak yang bertanggungjawab atas berhasil tidaknya perusahaan dalam melakukan IPO dan perusahaan ketika melakukan IPO perlu memperhatikan reputasi dari *underwriter* yang mereka pilih untuk membantunya dalam menawarkan saham ke publik agar tujuan awal perusahaan melakukan IPO yaitu mendapatkan dana yang maksimal dalam tercapai.

Pengukuran variabel reputasi *underwriter* menggunakan variabel *dummy* di mana memberikan nilai 1 untuk penjamin emisi yang bereputasi dan 0 untuk penjamin emisi yang tidak bereputasi (Khin *et al*, 2016). Di Indonesia dimana reputasi *underwriter* diukur dengan memberi nilai 1 untuk penjamin emisi (*underwriter*) yang masuk *top 10* dalam *20 most active brokerage house monthly IDX* berdasarkan total frekuensi perdagangan dan nilai 0 untuk penjamin emisis (*underwriter*) yang tidak masuk *top 10* dalam *20 most active brokerage house monthly IDX*.

Penggunaan pengukuran reputasi penjamin emisi berdasarkan *20 most active broker* di BEI ini dikarenakan tidak adanya pemeringkatan formal perusahaan penjamin emisi di Indonesia yang diterbitkan oleh suatu lembaga berwenang. Pengukuran ini juga digunakan oleh para peneliti seperti Chastina Yolana dan Dwi Martani (2005), Ifah Syarofina (2012), Indita Azisiz Risqi dan Puji Harto (2013), serta Ayu Wahyusari (2013).

#### **2.1.1.4 Jenis *Underwriter***

Menurut Ross, Westerfield, dan Jordan (2010:478), *underwriter* yang melakukan penjaminan atas penawaran saham perusahaan ke publik mempunyai 3 jenis penjaminan, antara lain:

1. *Firm Commitment Underwriting*
2. *Best Efforts Underwriting*
3. *Dutch Auction Underwriting*

Fakhrudin (2008:24) menjelaskan bahwa :

“*Firm commitment underwriting* berarti penjamin emisi menjamin penjualan seluruh saham yang ditawarkan. Bila ada yang tak terjual maka penjamin emisi yang membelinya, sedangkan *best efforts underwriting* berarti penjamin emisi hanya menjual sebatas yang laku”

Jenis penjaminan ketiga yaitu *dutch auction underwriting* merupakan jenis penjaminan dimana penawaran harga yang ditetapkan berdasarkan penawaran kompetitif oleh investor yang juga dikenal sebagai lelang harga (Ross dkk, 2010:478). Ketiga jenis penjaminan di atas, dapat disimpulkan bahwa yang paling besar menanggung risiko adalah jenis yang pertama yaitu *firm commitment underwriting*. Jenis ini dikatakan paling berisiko karena setiap penjamin emisi yang berstatus ini bertanggungjawab penuh atas saham perusahaan yang diterbitkan. Penjamin emisi ini harus membeli seluruh saham perusahaan dan kemudian menjualnya kembali ke investor. Semua saham milik perusahaan baik yang laku terserap oleh investor di Bursa atau yang tidak terserap oleh investor harus dibeli oleh jenis *underwriter* ini. Indonesia menganut jenis penjaminan penuh (Tandelilin, 2010:69).

Jenis penjaminan *best effort underwriting* berbeda dengan jenis *firm commitment underwriting*. Jenis ini lebih menanggung risiko yang kecil dikarenakan

penjamin emisi tidak bertanggungjawab penuh atas penjualan saham perusahaan. Penjamin emisi pada jenis ini hanya ditugaskan untuk menjual saham ke publik, dan tidak khawatir apabila saham perusahaan tidak banyak terserap di pasar karena *underwriter* tidak perlu untuk membeli saham sisa perusahaan tersebut.

## **2.1.2 Profitabilitas**

### **2.1.2.1 Pengertian Profitabilitas**

Harahap (2015:304) menyatakan bahwa profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan mendapatkan laba melalui semua kemampuan dan sumber yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan, serta jumlah cabang. Sama halnya dengan pernyataan di atas, menurut Sartono (2010:122) menyatakan bahwa profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri.

Menurut Horne dan Wachowicz, Jr (2008:148) menyatakan bahwa *profitability ratios are two types, those showing profitability in relation to sales and those showing profitability in relation to investment*. Pengertian lain mengenai profitabilitas menurut Fahmi (2015:135) mengemukakan bawah:

“Rasio profitabilitas adalah rasio untuk mengukur efektivitas manajemen secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh besar kecilnya tingkat keuntungan yang diperoleh dalam hubungannya dengan penjualan maupun investasi, semakin baik rasio ini maka semakin baik menggambarkan kemampuan tingginya perolehan keuntungan.”

Berdasarkan pernyataan di atas, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas merupakan gambaran kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba atau keuntungan dan berdasarkan semua kemampuan serta sumber daya yang dimiliki oleh sebuah perusahaan baik itu yang berhubungan dengan penjualan maupun yang berhubungan dengan investasi sehingga dengan demikian bagi investor jangka panjang akan sangat penting untuk melakukan analisis profitabilitas ini misalnya bagi pemegang saham yang akan melihat keuntungan yang benar-benar akan diterima. Kim *et al* (1993) mengatakan bahwa tingginya profitabilitas perusahaan dapat mengurangi kekhawatiran investor mengenai efektivitas manajemen dan akan mengurangi tingkat *underpricing*. Oleh sebab itu, perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan semakin rendah tingkat *underpricing* yang terjadi karena investor akan menilai kinerja perusahaan baik dan mereka bersedia membeli saham perdananya dengan harga yang tinggi.

#### **2.1.2.2 Pengukuran Profitabilitas**

Profitabilitas dapat diukur dengan menggunakan beberapa rasio profitabilitas. Fahmi (2015:135) menyatakan bahwa semakin baik rasio profitabilitas maka semakin baik menggambarkan kemampuan tingginya perolehan keuntungan perusahaan. Sartono (2010:123-124) membagi pengukuran rasio profitabilitas ini menjadi 4 bagian, antara lain:

- “1. *Gross Profit Margin*
2. *Net Profit Margin*
3. *Return On Assets (ROA)*
4. *Return On Equity (ROE)*”

Penjelasan dari masing-masing pengukuran rasio profitabilitas di atas adalah sebagai berikut:

### 1. *Gross Profit Margin*

Mengenai *gross profit margin*, Lyn M. Fraser dan Aileen Ormiston (2008:223) memberikan pendapat bahwa margin laba kotor memperlihatkan hubungan antara penjualan dan beban pokok penjualan, mengukur kemampuan sebuah perusahaan untuk mengendalikan kenaikan harga lewat penjualan kepada pelanggan. Sama halnya dengan pernyataan tersebut, Horne dan Wachowicz (2008:148) menyatakan bahwa *this ratio tells us the profit of the firm relative to sales, after we deduct the cost of producing the goods*, sedangkan menurut Sartono (2010:123), mengemukakan bahwa *gross profit margin* sangat dipengaruhi oleh harga pokok penjualan dimana apabila harga pokok penjualan meningkat maka *gross profit margin* akan menurun begitu pula sebaliknya.

Berdasarkan pengertian di atas, dapat disimpulkan bahwa *gross profit margin* digunakan untuk mengetahui keuntungan kotor yang diterima perusahaan dari setiap barang yang dijual perusahaan. Adapun rumus dari rasio *gross profit margin* menurut Horne dan Wachowicz, Jr (2008:148) adalah sebagai berikut:

$$\text{Gross profit margin} = \frac{\text{Net Sales} - \text{Cost of goods sold}}{\text{Net Sales}}$$

## 2. *Net Profit Margin*

Hanafi (2009:83) menjelaskan bahwa *net profit margin* adalah rasio yang menghitung sejauh mana kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih pada tingkat penjualan tertentu, sedangkan menurut I Made Sudana (2008:23) menyatakan bahwa *Net Profit Margin* (NPM) bertujuan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari tingkat penjualan yang dicapai. Horne dan Wachowicz, Jr (2008:149) menyatakan bahwa *the net profit margin is a measure of the firm's profitability of sales after taking account of all expenses and income taxes and it tells us a firm's net income.*

Pengertian lain menurut Harahap (2015:304) mengemukakan bahwa:

“Angka *net profit margin* menunjukkan berapa besar presentase pendapatan bersih yang diperoleh dari setiap penjualan, semakin besar rasio ini semakin baik karena dianggap kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba cukup tinggi”

Berdasarkan beberapa pernyataan di atas, maka dapat disimpulkan bahwa rasio *net profit margin* adalah rasio yang menggambarkan bagaimana perusahaan dapat menghasilkan keuntungan bersih maksimal atau keuntungan yang diharapkan jika dilihat dari tingkat penjualan yang sudah dilakukan oleh perusahaan. Hal tersebut dapat dilakukan dengan membandingkan laba bersih yang diperoleh dengan

penjualan bersihnya. Menurut Horne dan Wachowicz, Jr (2008:149) rasio ini dapat dihitung sebagai berikut:

$$\text{Net profit margin} = \frac{\text{Net Profit After Taxes}}{\text{Net Sales}}$$

### 3. *Return On Asset (ROA)*

*Return On Asset (ROA)* menurut Fahmi (2015:137) adalah:

“Rasio ini melihat sejauh mana investasi yang telah ditanamkan mampu memberikan pengembalian keuntungan yang sesuai dengan yang diharapkan dan investasi tersebut sebenarnya sama dengan aset perusahaan yang ditanamkan atau ditempatkan.”

Harahap (2015:305) mengemukakan bahwa *Return On Asset (ROA)* adalah bagian dari rasio rentabilitas/profitabilitas dalam analisis rasio keuangan, dimana semakin besar *Return On Asset (ROA)* maka semakin baik karena hal ini berarti aktiva dapat lebih cepat berputar dan meraih laba. Menurut Hanafi (2009:159) menyatakan bahwa:

“Analisis *Return On Asset (ROA)* merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba pada masa lalu dan analisis ini kemudian bisa diproyeksikan ke masa depan untuk melihat kemampuan perusahaan menghasilkan laba pada masa depan.”

Pengertian lain dari I Made Sudana (2008:22) mengenai ROA adalah sebagai berikut:

“ROA menunjukkan kemampuan perusahaan dengan menggunakan seluruh aktiva yang dimiliki untuk menghasilkan laba setelah pajak. Rasio ini penting

bagi pihak manajemen untuk mengevaluasi efektivitas dan efisiensi manajemen perusahaan dalam mengelola seluruh aset perusahaan.”

Berdasarkan pengertian-pengertian di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa nilai ROA menunjukkan bagaimana perusahaan mengelola aset atau dana yang ditanamkan terhadap aset perusahaan yang dimilikinya untuk menghasilkan suatu keuntungan atau laba baik itu dimasa lalu ataupun ketika diproyeksikan ke masa depan. ROA menurut Horne dan Wachowicz, Jr (2008:150) dapat dihitung dengan cara berikut:

$$\text{Return On Asset (ROA)} = \frac{\text{Net Profit After Taxes}}{\text{Total Assets}}$$

#### 4. **Return On Equity (ROE)**

*Return On Equity (ROE)* menurut Horne dan Wachowicz, Jr (2008:149) adalah sebagai berikut:

*“This ratio tells us the earning power on shareholders’ book value investment, and is frequently used in comparing two or more firms in an industry. A high return on equity often reflects the firm’s acceptance of strong investment opportunities and effective expense management.”*

Mardiyanto (2009:62) menyatakan bahwa ROE adalah rasio yang digunakan untuk mengukur keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan laba bagi para pemegang saham, dan dianggap sebagai representasi dari kekayaan pemegang saham atau nilai perusahaan. Sama halnya dengan pernyataan diatas, menurut I Made Sudana (2008:22) menjelaskan bahwa:

“ROE menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba setelah pajak dengan menggunakan modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin efisien penggunaan modal sendiri yang dilakukan oleh manajemen perusahaan.”

Tambunan (2007:146) mengemukakan bahwa:

“ROE digunakan untuk mengukur *Rate of Return* (tingkat imbal hasil) ekuitas. Para analis sekuritas dan pemegang saham umumnya sangat memperhatikan rasio ini. Semakin tinggi *return* yang dihasilkan sebuah perusahaan, akan semakin tinggi harga saham.”

Dari pengertian-pengertian di atas, dapat disimpulkan bahwa ROE adalah sebuah rasio yang sering digunakan oleh pihak luar seperti calon investor dan para pemegang saham untuk menilai kinerja perusahaan dan mengukur besarnya tingkat pengembalian modal yang mereka tanamkan pada perusahaan yang bersangkutan. Horne dan Wachowicz, Jr (2008:150) menghitung nilai ROE sebagai berikut:

$$\text{Return on Equity (ROE)} = \frac{\text{Net Profit After Taxes}}{\text{Shareholder's Equity}}$$

Berdasarkan keempat rasio yang terdapat pada profitabilitas di atas, peneliti memilih *Return On Equity* (ROE) untuk diteliti karena memang ROE berhubungan dengan investasi sesuai dengan judul penelitian penulis. Alasan lain memilih ROE adalah sebagai berikut:

1. Penulis memilih ROE karena dengan menggunakan analisis ini, investor dapat mengukur seberapa besar keuntungan yang didapat dari investasi modal yang ditanamkan dalam perusahaan seperti yang dinyatakan oleh Sawir (2009:20)

bahwa ROE merupakan sebuah rasio yang sering dipergunakan oleh pemegang saham untuk menilai kinerja perusahaan yang bersangkutan dan mengukur besarnya tingkat pengembalian modal dari perusahaan. Berbeda ketika investor menganalisa ROA, menurut Rudianto (2006:338) menyatakan bahwa:

“ROA untuk jangka panjang tidak dapat dijadikan sebagai ukuran tunggal dan tidak dapat dijadikan hasil bisnis yang sesungguhnya dari suatu perusahaan dan terkadang mengarah pada keputusan bisnis yang salah karena ROA tidak membawa keadilan bagi sesama pusat pendapatan yang artinya kenaikan ROA belum tentu berarti bagus bagi para pemegang saham, kadang kenaikan ini bukan karena prestasi kerja meningkat, tetapi akibat jumlah investasinya menurun karena semakin tuanya umur investasi.”

2. Dilihat dari rumus ROA dan ROE, ROA lebih menekankan perhitungannya pada *total asset*, sedangkan ROE sendiri lebih menekankan perhitungannya pada *shareholder's equity*. Rudianto (2006:337) menyatakan bahwa bagi investor yang penting adalah “*rate of return*” dari dana yang akan atau telah diinvestasikannya di dalam suatu perusahaan. Artinya investor lebih memperhatikan perhitungan keuntungan dilihat dari dana yang diinvestasikan (*shareholder's equity*) dibandingkan dengan memperhitungkan keuntungan yang dilihat dari *total asset* sebuah perusahaan. Dengan demikian apabila ROE semakin tinggi, maka suatu perusahaan memiliki peluang untuk memberikan pendapatan yang besar bagi para pemegang saham (Nurhasanah, 2014). Hal ini akan meningkatkan daya tarik perusahaan menjadi makin diminati oleh investor, karena tingkat pengembalian yang diharapkan investor tinggi maka berdampak pada peningkatan permintaan

saham perusahaan dengan harga saham yang tinggi sehingga berpengaruh terhadap *underpricing* saham yang akan semakin kecil.

### **2.1.3 Underpricing**

#### **2.1.3.1 Pengertian Underpricing**

Menurut Alexander Ljungqvist (2006), mendefinisikan *underpricing* sebagai berikut:

*“Underpricing is estimated as the percentage difference between the price at which the IPO shares were sold to investors (the offer price) and the price at which the shares subsequently trade in the market.”*

Manurung (2013:18) mengemukakan bahwa *underpricing* adalah keadaan ketika harga IPO saham lebih rendah dari harga penutupan saham pada hari pertama diperdagangkan. Pengertian lain mengenai *underpricing* yaitu menurut Gregoriou (2006:217) menyatakan bahwa *IPO underpricing is measured by the initial return. Initial return equals the difference between the offer price and closing price of an IPO.*

Berdasarkan pengertian-pengertian diatas maka dapat disimpulkan bahwa untuk mengetahui tingkat *underpricing* saham dapat diperkirakan dari presentase perbedaan antara harga dimana saham pada saat IPO dijual kepada investor (harga penawaran) dan harga dimana pada saat penutupan saham. Adapun *underpricing* ditulis secara matematis oleh Manurung (2013:19) sebagai berikut:

$$UP_1 = CP_{FD} - P_{IPO} \dots \dots \dots (1)$$

$$UP_2 = CP_{Ints} - P_{IPO} \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan:

$UP_1$  dan  $UP_2$  = *Underpricing* harga saham

$P_{IPO}$  = Harga IPO

$CP_{FD}$  = Harga saham pada penutupan hari pertama

$CP_{Ints}$  = Harga intrinsik

Pada persamaan (1) maka pendekatan yang digunakan dalam *underpricing* merupakan pendekatan permintaan dan penawaran. Pendekatan pertama ini juga dapat dikatakan sebagai pendekatan *initial return*. Terjadinya *underpricing* dapat dilihat dari penawaran dan permintaan saham pada hari pertama saham tersebut di jual atau ditawarkan di Bursa. Umumnya, persamaan pertama ini digunakan menjadi bahan penelitian para akademisi dan peneliti seperti Hanley (1993), Canina (1996), Tian (2012), I Dewa Ayu (2012), Razafindrabinina (2013), Acqua *et al* (2015), Wang (2015) serta dipublikasikan di beberapa jurnal untuk menghitung besarnya tingkat *underpricing* saham bahkan juga dituliskan seperti dalam buku Manurung (2013:19) dengan rumusan sebagai berikut:

$$UP_i = \frac{CP_i - OF_i}{OF_i} \times 100\%$$

Dimana:

$UP_i$  = *Underpricing* perusahaan i

$CP_i$  = *Closing Price* perusahaan i

$OF_i$  = *Offering Price* perusahaan i

Bila UP mempunyai hasil positif maka harga IPO dianggap *underpricing*, sebaliknya jika UP mempunyai hasil negatif maka harga IPO dianggap kemahalan (*overpricing*). Berbeda dengan pendekatan (1), pada pendekatan kedua (2) dalam *underpricing* merupakan pendekatan keinginan penjamin emisi. Penjamin emisi menginginkan agar investor tidak mengalami kerugian pada saham yang ditawarkannya, dan pada penawaran saham berikutnya investor tidak akan ragu dan mau membeli saham yang ditawarkan karena sebelumnya memiliki pengalaman mendapatkan keuntungan. Pendekatan kedua ini jarang dipergunakan untuk bahan penelitian atau menghitung tingkat *underpricing* dikarenakan sulit untuk mendapatkan harga wajar perusahaan.

### **2.1.3.2 Teori *Underpricing***

Fenomena *underpricing* saham penawaran umum perdana telah banyak diteliti dengan teori yang berbeda-beda dan banyak juga menghasilkan berbagai hipotesis yang dikembangkan sehingga membentuk suatu kerangka untuk menganalisa alasan terjadinya *underpricing* yang berasal dari asimetri informasi antara emiten, penjamin emisi, dan investor. Berikut ini merupakan teori yang menggambarkan kondisi *underpricing* sebuah perusahaan pada saat IPO menurut Gregoriou (2006:194) yaitu *Allocation (winner's curse) hypothesis* dan *the investment banker's monopsony*

*power hypothesis*. Teori dasar yang dapat menggambarkan terjadinya fenomena *underpricing* yang akan dijelaskan sebagai berikut:

**1. *Allocation (winner's curse) hypothesis***

*The winner's cure hypothesis* ini dikembangkan oleh Rock (1986) yang menjelaskan bahwa *underpricing* terjadi karena adanya asimetri informasi antar investor. Model rock ini membagi investor menjadi dua bagian yaitu investor yang memiliki informasi (*informed*) dan investor yang tidak memiliki informasi (*uninformed*). Rock (1986) menyatakan bahwa :

“Ketika terjadi kelebihan permintaan, dapat diasumsikan hasilnya secara khusus banyak pesanan tersebut dilakukan oleh investor yang memiliki informasi yang mengetahui keuntungan mengenai prospek dari penawaran, investor ini di pasar disebut ‘*informed*’, sedangkan semua investor lain termasuk emiten disebut ‘*uninformed*’ “

Kelompok *informed investors* memiliki banyak informasi yang lebih mengenai nilai sebenarnya dari saham sehingga kelompok ini akan membeli saham yang memberikan keuntungan tinggi di masa mendatang. *Informed investors* akan membeli saham ketika harga saham pada penawaran perdana mengalami *underpricing* yang menyebabkan permintaan pembelian saham menjadi berlebihan, sebaliknya untuk kelompok *uninformed investors* tidak memiliki informasi yang lebih seperti kelompok *informed investors* sehingga tipe ini akan membeli saham IPO yang harganya murah (*underpricing*) atau mahal (*overpricing*) yang memberikan keuntungan tinggi maupun tidak memberikan keuntungan.

Kedua tipe investor ini mengalami apa yang dinamakan dengan *winner's curse* dan menghadapi kondisi *adverse selection* (Ritter, 1989). *Adverse selection* sendiri menurut Manurung (2013:24) dinyatakan sebagai kondisi dimana:

“*Underpricing* merupakan konsekuensi dari tingkah laku rasional oleh emiten pada karakteristik lingkungan oleh adanya asimetri informasi mengenai perusahaan diantara investor yang potensial, dimana investor memiliki perbedaan informasi mengenai perusahaan sehingga biasanya kompetisi investor sangat ketat pada saham yang sangat bagus dikarenakan investor yang memiliki informasi akan memesan saham lebih besar.”

## 2. *The investment banker's monopsony power hypothesis*

Ritter (1998) menyatakan bahwa Bank investasi mengambil keuntungan dengan memanfaatkan pengetahuan *superior* yang mereka miliki mengenai kondisi pasar. *The investment banker's monopsony power hypothesis* dikembangkan oleh Baron (1982). Model Baron ini menjelaskan penjamin emisi (*underwriter*) dianggap mempunyai informasi mengenai kondisi pasar dan permintaan potensial dibandingkan dengan emiten, dan emiten tidak memiliki akses atas informasi. Baron (1982) membagi fungsi dari bank investasi menjadi tiga yaitu sebagai penjaminan emisi, pemberi saran, dan distribusi saham.

Holmstrom dan Baron (1979) mengemukakan secara sistematis peran atau fungsi penjamin emisi dalam rangka proses IPO. Holmstrom dan Baron (1979) menyatakan bahwa:

“*Underpricing* terjadi akibat adanya asimetri informasi yang muncul karena bank investasi memiliki keahlian yang tidak dimiliki oleh emiten atau karena bank investasi memperoleh informasi pribadi mengenai permintaan saham melalui kontrak sebelum penjualan dimulai dengan calon pembeli yang potensial.”

Bank investasi ketika mempunyai kesempatan paling besar dalam hal mendapatkan seluruh informasi perusahaan menyebabkan adanya perbedaan informasi yang dikenal dengan asimetri informasi dan memberikan insentif kepada penjamin emisi serta bisa dimanfaatkan untuk kepentingan penjamin emisi.

Teori di atas yang menjelaskan tentang penyebab terjadinya *underpricing* dan menganggap bahwa asimetri informasi yang terjadi antara pihak-pihak yang bersangkutan dalam proses IPO yaitu seperti emiten atau perusahaan, investor, dan penjamin emisi merupakan penyebab dari terjadinya fenomena *underpricing*.

## **2.2 Kerangka Pemikiran**

Perusahaan dalam mengembangkan bisnisnya, membutuhkan dana dalam jumlah yang tidak sedikit yang bisa perusahaan dapatkan dengan berbagai cara salah satunya dengan melakukan penerbitan saham perusahaan kepada masyarakat umum yang biasa disebut *Initial Public Offerings* (Wulandari, 2010). Salah satu fenomena menarik yang sering terjadi di hampir seluruh pasar modal di dunia termasuk Indonesia adalah fenomena *underpricing*. Perusahaan akan tidak diuntungkan apabila terjadi *underpricing*, karena dana yang diperoleh dari penawaran umum perdana (IPO) tidak maksimum (Pakpahan dan Etti, 2015).

### 2.2.1 Pengaruh Reputasi *Underwriter* terhadap *Underpricing*

Perusahaan ketika melakukan IPO akan dibantu oleh pihak-pihak eksternal salah satu pihak yang paling penting dalam membantu perusahaan dalam menjual saham adalah penjamin emisi (*underwriter*). Reputasi seorang penjamin emisi diduga dapat mempengaruhi *underpricing* saham perusahaan. Perusahaan ketika menggunakan jasa penjamin emisi dengan reputasi yang baik akan mendapatkan keuntungan yaitu mendapatkan nilai lebih dimata calon investor. Razafindrambinina & Kwan (2013) menyatakan bahwa:

“*Underwriter* yang bereputasi tinggi akan memberikan *service* terbaiknya dalam menjaminkan saham perusahaan serta akan memperkuat *image* dari perusahaan untuk meyakinkan investor bahwa perusahaan memiliki tingkat *reliability* dan keseriusan yang tinggi.”

Keuntungan lain yang akan didapatkan oleh perusahaan yaitu perusahaan dengan *underwriter* bereputasi baik akan dapat melindungi diri dari persaingan (Yuan Tian, 2012). Perusahaan akan diuntungkan karena dengan menggunakan *underwriter* bereputasi baik akan lebih dipercaya oleh investor dibandingkan dengan perusahaan yang menggunakan jasa *underwriter* bereputasi buruk sehingga tingkat persaingan dalam pasar pun akan bisa diatasi oleh perusahaan. Davies (2005) mengatakan bahwa penjamin emisi yang melakukan frekuensi penjualan paling sering akan mendapat ranking serta reputasi yang baik. Artinya investor dapat melihat baik tidaknya reputasi dari seorang *underwriter* dari frekuensi penjualan yang mereka lakukan.

Reputasi *underwriter* juga diyakini menjadi pertimbangan penting bagi calon investor untuk memutuskan membeli saham perusahaan. Menurut Gregoriou (2006:196) menyatakan bahwa:

“Reputasi sebuah bank investasi atau *underwriter* memberikan sinyal yang baik untuk pasar sehingga *underpricing* rendah karena rata-rata bank investasi atau *underwriter* yang kurang bereputasi lebih beresiko tidak dipercayai oleh investor dibandingkan dengan *underwriter* yang bereputasi sehingga tingkat *underpricing* menjadi rendah”

Menurut Agathee, Sannassee dan Brooks (2012) mengemukakan bahwa:

“Penjamin emisi bereputasi tinggi cenderung memberikan tingkat *underpricing* yang lebih rendah karena mereka akan menghilangkan beberapa ketidakpastian dan memberikan sinyal berupa beberapa informasi pribadi yang akan menguntungkan bagi investor.”

Sama halnya dengan pernyataan di atas, Booth *et al* (2010) mengungkapkan bahwa:

“Penjamin emisi bergengsi menggunakan reputasi mereka sebagai modal untuk memperkuat nilai sebuah perusahaan dan mengurangi ketidakpastian nilai dari saham perusahaan tersebut sehingga akibatnya menurunkan tingkat *underpricing* pada saat IPO.”

*Underwriter* dengan reputasi tinggi dijadikan sebagai sinyal positif untuk masyarakat atau calon investor, karena *underwriter* yang bereputasi baik akan dapat meyakinkan calon investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan yang memakai jasa mereka. Mereka juga akan meyakinkan calon investor bahwa perusahaan yang mereka jamin tersebut berkualitas, memiliki *image* yang bagus,

memiliki tingkat *reliability*, dan keseriusan yang tinggi. Sehingga pada akhirnya calon investor akan merasa yakin serta tertarik pada perusahaan tersebut dan calon investor tersebut akan membeli saham perusahaan dengan berapapun harga yang ditawarkan karena calon investor menganggap walaupun harga saham yang ditawarkan tinggi dan mereka cenderung yakin jika perusahaan yang menggunakan jasa *underwriter* bereputasi baik akan dapat meminimalisir risiko investasi yang mereka lakukan pada perusahaan. Dengan demikian, melihat respon calon investor yang baik akan membuat *underwriter* menjadi lebih percaya diri terhadap kesuksesan penawaran saham yang diserap oleh pasar dan menyebabkan mereka akan lebih berani dalam memberikan harga saham yang tinggi sebagai konsekuensi dari penjaminannya, sehingga *underpricing* pun menjadi rendah.

Beberapa penelitian telah membuktikan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Imam Ghozali dan Mudrik Al Mansur (2002), berdasarkan data perusahaan yang IPO di BEJ pada tahun 1997 - 2000, mencoba menguji pengaruh variabel reputasi penjamin emisi terhadap *underpricing*. Mereka berhasil membuktikan bahwa reputasi penjamin emisi signifikan pada level 10% dengan arah negatif mempengaruhi *underpricing*. Penelitian tersebut didukung oleh Sandhiaji (2004) yang menemukan hasil bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.

Puspita (2011) melakukan penelitian pada perusahaan IPO di Bursa Efek Indonesia periode 2005 – 2009 dengan jumlah sampel sebanyak 50 perusahaan. Hasil

penelitian dapat disimpulkan bahwa reputasi *underwriter* berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap *underpricing*. Hasil yang sama didapatkan oleh Risqi dan Harto (2013) yang meneliti sebanyak 71 perusahaan dari 100 perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2007-2011. Mereka menemukan hasil penelitian yang menyatakan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap *underpricing*

Carter dan Manaster (1990) melakukan riset dengan menggunakan sampel sebanyak 501 perusahaan yang melakukan IPO dalam kurun waktu 1 Januari 1979-17 Agustus 1983, menemukan bahwa reputasi penjamin emisi berpengaruh negatif signifikan terhadap *underpricing*. Rosyati dan Arifin Sebeni (2002) berdasarkan data tahun 1997 - 2000 di BEJ, dengan menggunakan variabel reputasi penjamin emisi terhadap *underpricing*. Mereka menemukan bahwa reputasi penjamin emisi mempengaruhi *underpricing* pada level signifikansi 5% dengan arah korelasi negatif.

Penelitian lainnya dilakukan oleh Kim *et al* (1993) dengan sampel 177 perusahaan yang melakukan IPO tahun 1988-1990 di pasar modal Korea, mengemukakan bahwa kualitas *underwriter* berpengaruh (negatif) terhadap *underpricing*.

### 2.2.2 Pengaruh Profitabilitas terhadap *Underpricing*

Banyak pertimbangan dan perhitungan yang akan investor lakukan untuk menilai perusahaan *go public*, salah satunya dengan melihat informasi perusahaan yang tersedia dalam sebuah prospektus. Klein (1996) dalam Kristiantari (2012) salah satu informasi akuntansi dalam prospektus menjadi perhatian adalah laporan keuangan perusahaan yang dapat dijadikan alat untuk menilai kinerja dan kondisi keuangan perusahaan. Fahmi (2015:16) menyatakan bahwa:

“Seorang investor berkewajiban untuk mengetahui secara dalam kondisi perusahaan dimana ia akan berinvestasi atau pada saat ia sudah berinvestasi, karena dengan memahami laporan keuangan perusahaan tersebut artinya ia akan mengetahui berbagai informasi keuangan perusahaan.”

Melihat laporan keuangan perusahaan dalam prospektus, calon investor dapat memprediksikan keuntungan yang akan mereka dapatkan dengan cara menghitung tingkat profitabilitas sebuah perusahaan. Rasio profitabilitas adalah rasio untuk mengukur efektivitas manajemen secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh besar kecilnya tingkat keuntungan yang diperoleh dalam hubungannya dengan penjualan maupun investasi, semakin baik rasio ini maka semakin baik menggambarkan kemampuan tingginya perolehan keuntungan (Fahmi, 2015:135). Agus Sartono (2010:122) menyebutkan bahwa bagi investor jangka panjang akan sangat berkepentingan dengan analisis profitabilitas ini karena pemegang saham atau para investor akan melihat keuntungan yang benar-benar dihasilkan oleh perusahaan.

Perusahaan yang memiliki profitabilitas yang baik dapat menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mampu menghasilkan laba yang optimal, baik di masa kini maupun di masa yang akan datang dan dengan demikian profitabilitas perusahaan yang baik dapat dijadikan sebagai sinyal bagi investor untuk pertimbangan menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Chen *et al* (2004) menyatakan bahwa:

“Perusahaan dengan kemampuan menghasilkan tingkat profitabilitas yang tinggi akan lebih menarik investor untuk berinvestasi pada saham perusahaan tersebut dan mengurangi tingkat *underpricing* saham perusahaan.”

Sedangkan menurut Razafindrabinina dan Kwan (2013) menyatakan bahwa:

“Profitabilitas perusahaan yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian bagi investor dalam membeli saham-saham perusahaan dan akan mengurangi keraguan investor dalam menilai kinerja serta efektivitas manajemen sehingga tingkat *underpricing* akan cenderung lebih rendah.”

Dengan demikian, profitabilitas yang baik akan meningkatkan minat investor dalam membeli saham perusahaan sehingga harga saham perusahaan akan mengalami peningkatan dan akibatnya menurunnya *underpricing* saham perusahaan. Kim *et al* (1993) juga mengatakan bahwa tingginya profitabilitas perusahaan dapat mengurangi kekhawatiran investor mengenai efektivitas manajemen dan akan mengurangi tingkat *underpricing*. Nilai profitabilitas yang tinggi akan mengurangi tingkat *underpricing*, artinya secara otomatis semakin tinggi profitabilitas yang di proksi oleh ROE perusahaan dapat mengurangi *underpricing*. Hal ini sesuai dengan

pernyataan yang dijelaskan oleh Agathee, Sannasse dan Brooks (2012) sebagai berikut:

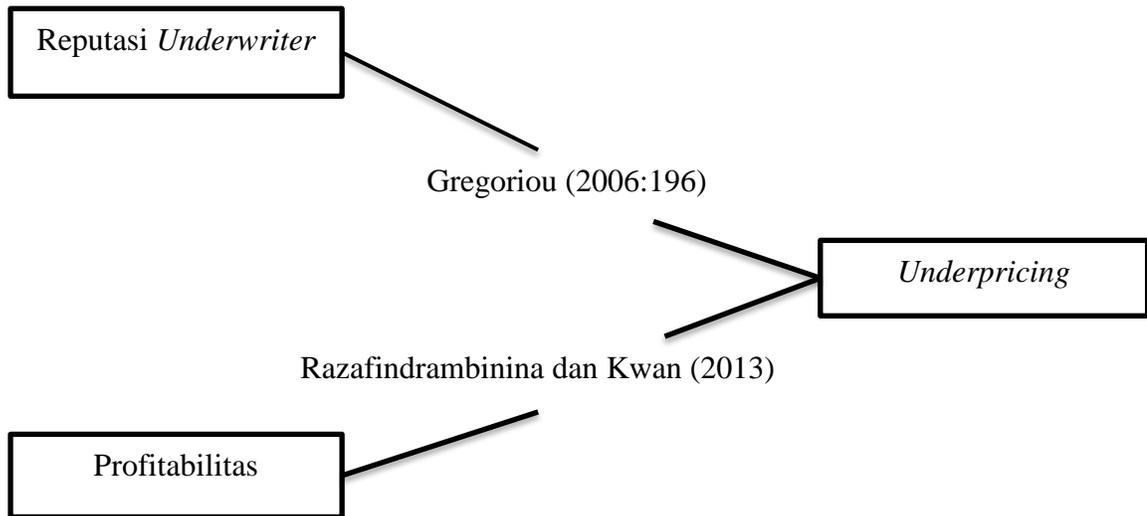
“Tingginya *Return On Equity* suatu perusahaan sama artinya dengan profitabilitas yang tinggi pula. Keadaan seperti itu akan mengurangi kekhawatiran investor dan mengurangi ketidakpastian saham sehingga rata-rata *underpricing* akan lebih rendah.”

Sama halnya dengan pernyataan di atas, Kim *et al* (1995) dalam Kurniawan (2007) menyatakan bahwa :

“Nilai ROE yang semakin tinggi akan menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba dimasa yang akan datang dan laba merupakan informasi penting bagi investor sebagai pertimbangan dalam menanamkan modalnya. Semakin besar ROE maka mencerminkan resiko perusahaan IPO tersebut rendah, sehingga nilai ROE yang tinggi dapat mengurangi ketidakpastian saham dimasa mendatang serta menunjukkan tingkat keamanan invstasi yang tinggi, yang berarti juga semakin rendah tingkat *underpricing*.”

Terdapat beberapa penelitian yang telah membuktikan bahwa profitabilitas dengan proksi ROE berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Penelitian yang dilakukan oleh Abdullah (2000) dengan sampel 50 perusahaan tahun 1995-2000, menemukan bahwa variabel profitabilitas perusahaan (ROE) ketika dilakukan pengujian parsial atau terpisah berpengaruh signifikan pada level 10% terhadap *undepricing*. Arah variabel profitabilitas (ROE) menunjukkan hubungan negatif terhadap *underpricing*. Penelitian lainnya yaitu Kurniawan (2007) yang menunjukkan bahwa secara parsial variabel ROE berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Variabel ROE menunjukkan arah negatif yang berarti semakin besar variabel ROE perusahaan maka semakin kecil *underpricing*.

Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan skematis kerangka berfikir yang ditunjukkan pada gambar 2.2 sebagai berikut :



**Gambar 2.1 : Kerangka Pemikiran**

### 2.3 Hipotesis

Berdasarkan literatur dan kerangka pemikiran yang telah dikemukakan sebelumnya, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1 : Terdapat pengaruh negatif antara reputasi *underwriter* terhadap *underpricing*

Hipotesis 2 : Terdapat pengaruh negatif antara profitabilitas terhadap *underpricing*

Hipotesis 3 : Terdapat pengaruh antara reputasi *underwriter* dan profitabilitas terhadap *underpricing*