

BAB II

DASAR TEORI UTAMA DAN TEORI PENDUKUNG

2.1. Teori Utama

2.1.1. Teori Pasar Modal Efisien (*Efficient Capital Market Theory*) dan Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis*)

Pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri. Instrumen keuangan yang diperjualbelikan di pasar modal itu antara lain saham, obligasi, waran, *right*, obligasi konvertibel, dan berbagai produk turunan seperti opsi.

Di dalam Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 dijelaskan pengertian pasar modal yang lebih spesifik yaitu “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”.

Pasar modal memiliki peran besar bagi perekonomian karena pasar modal menjalankan dua fungsi yaitu :

Pertama, fungsi ekonomi di mana pasar modal menyediakan fasilitas yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (*investor*) dan pihak yang memerlukan dana (*perusahaan*). Artinya, dengan adanya pasar modal maka pihak yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dana tersebut dengan harapan memperoleh imbal hasil sedangkan perusahaan

dapat memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari operasi perusahaan.

Kedua, fungsi keuangan di mana pasar modal memberikan kesempatan memperoleh imbal hasil bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih. Artinya, pasar modal diharapkan dapat meningkatkan aktivitas perekonomian karena pasar modal dapat digunakan sebagai alternatif pendanaan bagi perusahaan sehingga perusahaan dapat beroperasi dengan skala yang lebih besar dan pada gilirannya akan meningkatkan pendapatan perusahaan dan kemakmuran masyarakat.

Dengan mengingat pentingnya fungsi pasar modal dan untuk menarik para pelaku pasar modal untuk berpartisipasi, maka pasar modal harus likuid dan efisien. Pasar modal dapat dikatakan likuid jika para pelaku pasar modal dapat dengan mudah menjual ataupun membeli saham dengan cepat. Kemudahan yang didapat para pelaku pasar itu disebabkan oleh fasilitas yang diberikan, baik berupa sarana, maupun prasarana pasar modal, misalnya adanya fasilitas *on-line* di media internet yang dapat menembus berbagai negara tanpa batas. Sedangkan pasar modal dikatakan efisien jika harga saham mencerminkan nilai perusahaan secara akurat. Artinya, harga saham telah mencerminkan dengan cepat dan tepat semua informasi yang diketahui. Informasi yang diketahui bukan saja mengacu kepada informasi masa lalu, tetapi juga informasi saat ini yang diterima oleh orang umum (seperti laporan keuangan, dividen dan *stock split*) dan orang dalam (*Ahmad dan Othman, 2002*).

Oleh karena itu, perlu memahami berbagai konsep pasar modal efisien (*efficient capital market*) yang dikembangkan oleh Fama (1970). Menurut Fama (1970), efisien pada pasar modal didefinisikan sebagai kecepatan dan kelengkapan suatu harga sekuritas dalam merespon informasi yang relevan. Dalam pasar modal yang efisien, harga suatu saham pasti telah mencerminkan seluruh informasi yang berkaitan dengan aktivitas manajemen dan prospek perusahaan di masa yang akan datang, dan ketika muncul informasi baru tentang perusahaan tersebut maka harga saham akan spontan berubah mencerminkan adanya informasi baru tersebut. Menurut Fama (1970) sebagaimana dikutip oleh Jogiyanto (2003), efisiensi pasar modal digolongkan ke dalam tiga macam bentuk informasi yaitu (1) informasi masa lalu, (2) informasi sekarang yang akan dipublikasikan, dan (3) informasi privat, sebagaimana berikut: *Pertama*, efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga saham mencerminkan informasi masa lalu. Berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) bahwa masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang, maka efisiensi dalam bentuk lemah tidak dapat digunakan untuk memprediksi masa sekarang. *Kedua*, efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong-form*). Efisiensi ini terjadi jika harga-harga saham mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan keuangan perusahaan. Informasi yang dipublikasikan berupa (a) informasi yang dipublikasikan yang hanya mempengaruhi harga saham dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut, misalnya pengumuman laba, pengumuman pembagian dividen, pengumuman merger dan akuisisi, pengumuman perubahan metode akuntansi, dan

sebagainya; (b) informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga saham sejumlah perusahaan. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan regulator, yang hanya berdampak pada harga-harga saham pada perusahaan yang memiliki hubungan dengan informasi tersebut, sebagai contoh regulasi untuk meningkatkan kebutuhan cadangan yang harus dipenuhi oleh semua bank; (c) informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga saham pada semua perusahaan yang terdaftar di pasar modal. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan regulator yang berdampak ke semua perusahaan. Misalnya, penetapan peraturan akuntansi untuk mencantumkan laporan arus kas yang harus dilakukan semua perusahaan. Dalam pasar bentuk setengah kuat, informasi tidak dapat dispekulasi untuk memperoleh keuntungan tidak normal dalam jangka waktu lama. *Ketiga*, efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat.

Senada dengan yang dikemukakan oleh *Frank et al.* (1985) yaitu pertama, *weak form efficiency*; kedua, *semi strong form efficiency*, dan ketiga, *strong form efficiency*. Ketiga bentuk kategori pasar modal yang efisien tersebut dapat diuraikan sebagai berikut :

“Weak form hypotheses, that current stock price already reflects all information that can be gleaned from past price changes”. *“Semi strong form hypotheses, that current stock price reflect not only the information implied by historical price changes but also information implied by all publicly available information relevant to a company’s securities”.* *“Strong form hypotheses, that current stock price reflects all relevant information available only to company insider or other privileged groups”.*

Hipotesis pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis*) yang dikemukakan oleh *Fama* (1970) telah mengubah cara pandang mengenai bagaimana cara kerja pasar modal. Persaingan antar investor yang sangat ketat menyebabkan harga saham telah secara akurat merefleksikan seluruh informasi yang relevan, sehingga investor dapat mempercayai bahwa harga tersebut adalah harga yang wajar. Pada pasar modal yang efisien, investor kecil tidak perlu khawatir akan dipecundangi oleh investor besar yang memiliki informasi lebih baik dan perusahaan dapat menerbitkan saham baru tanpa khawatir harga sahamnya akan dihargai terlalu rendah oleh investor.

Thia (1999) mengemukakan bahwa efisiensi pasar modal dapat dikategorikan ke dalam 3 sifat yaitu pertama, efisiensi informasi yaitu perubahan harga saham telah mencerminkan sepenuhnya informasi relevan. Kedua, efisiensi alokasi yaitu pasar modal memperbolehkan investor untuk berinvestasi dan melakukan transaksi dengan menggunakan berbagai instrumen yang diperkenankan (memenuhi persyaratan yang ditentukan). Ketiga, efisiensi operasional yaitu pasar modal yang biaya transaksinya minimal.

Beberapa peneliti seperti *Suad* (1992) melakukan penelitian mengenai efisiensi pasar modal. Hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa Bursa Efek Jakarta (BEJ) efisien dalam bentuk lemah. Peneliti lainnya seperti *Siddharta* dan *Untung* (1998) memberikan bukti bahwa Bursa Efek Jakarta (BEJ) efisien dalam bentuk setengah kuat. Berbeda dengan asumsi pasar modal efisien yang mengasumsikan harga saham telah mencerminkan seluruh informasi yang relevan, penelitian-penelitian itu menunjukkan pasar modal seringkali tidak berfungsi secara sempurna sehingga

hal ini membuka peluang akan terjadinya informasi asimetri antara pelaku pasar modal yang akan berdampak pada harga saham perdana yang tidak wajar (*underpricing/overpricing*) di Bursa Efek Jakarta.

Sebagaimana diketahui secara teoritis kondisi pasar modal efisien jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia (*Jogiyanto,2005*). Harga saham mencerminkan nilai yang wajar, dan investor akan mendapatkan pengembalian atas investasinya sesuai risikonya. Pada pasar modal efisien secara sempurna, tidak ada harga saham *underpricing* atau *overpricing* (*Farid dan Siswanto, 1998*).

2.1.2. Underpricing

Berbagai penelitian awal tentang fenomena *underpricing* bisa ditarik ke belakang saat *Security and Exchange Commision* (SEC, yaitu Badan Pengawas Pasar Modal Amerika Serikat) melakukan penelitian di tahun 1963 (*Tatang,2002*). Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa secara rata-rata perusahaan yang baru *go public* mengalami *underpricing*. Begitu juga penelitian-penelitian lainnya seperti: *Logue* (1973) yang menguji 250 perusahaan IPO di Amerika periode 1965-1969 dengan pendekatan *cross-sectional*; dan *Ibbotson* (1975) yang menggunakan sampel sebanyak 120 perusahaan IPO periode 1960-1969. Hasil penelitian mereka memberikan bukti bahwa secara rata-rata IPO mengalami *underpricing*, dimana *Logue* (1973) menemukan tingkat *underpricing* sebesar 41,7%, sedangkan *Ibbotson* (1975) menemukan rata-rata *underpricing* sebesar 11,4%. Namun

demikian, menurut *Kim dan Lee (1990)*, *underpricing* tersebut merupakan suatu fenomena yang memberikan sinyal yang positif bagi investor Meskipun harga saham seputar penawaran perdana sulit diprediksi (*McCarthy,1999*).

Menurut *Loughran,et.al (1994)* *underpricing* adalah suatu kondisi di mana secara rata-rata, harga pasar saham perusahaan yang baru melakukan *go public*, biasanya dalam hitungan hari atau minggu, lebih tinggi dibandingkan dengan harga penawarannya. Kebalikan dari *underpricing* adalah *overpricing*, yaitu suatu kondisi di mana harga pasar saham yang baru ditawarkan secara rata-rata cenderung lebih rendah dibandingkan dengan harga penawarannya.

Penelitian awal mengenai IPO mendokumentasikan bahwa harga saham perdana yang *underpricing* cenderung menghasilkan *abnormal return* bagi para investor yang memiliki kesempatan untuk membeli saham saat penawaran perdana (*Stoll dan Curley,1970*). Menurut *Jogiyanto (2003)*, *abnormal return* yang digunakan untuk mendeteksi *underpricing* tersebut dapat diperoleh dari perhitungan dengan menggunakan studi peristiwa melalui analisis imbal hasil tidak normal (*abnormal return*) dari saham yang mungkin terjadi di sekitar tanggal IPO, yang dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$RTN = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (2.1)$$

di mana :

RTN = imbal hasil tidak normal (*abnormal return*) saham perusahaan ke i pada periode peristiwa ke t .

$R_{i,t}$ = imbal hasil sesungguhnya yang terjadi untuk saham perusahaan ke i pada periode peristiwa ke t .

$E(R_{i,t})$ = imbal hasil ekspektasi saham perusahaan ke i pada periode peristiwa ke t.

Imbal hasil ekspektasi dihitung dengan menggunakan *market model* sebagai berikut :

$$R_{i,j} = \alpha_i + \beta_i^* R_{mj} + \varepsilon_{i,j} \quad (2.2)$$

di mana :

$R_{i,j}$ = imbal hasil ekspektasi saham perusahaan ke i pada periode estimasi ke j.

α_i = intersep.

β_i = *slope coefficient* yang merupakan Beta dari saham perusahaan ke i.

R_{mj} = imbal hasil indeks pasar pada periode estimasi ke j yang dapat dihitung

dengan rumus $R_{mj} = \frac{(IHSG_j - IHSG_{j-1})}{IHSG_{j-1}}$ dengan IHSG adalah

Indeks Harga Saham Gabungan.

ε_{ij} = kesalahan residu saham perusahaan ke i pada periode estimasi ke j.

Peneliti lain seperti *Tresno* (2001) mengemukakan bahwa harga *underpricing* merupakan gejala yang banyak diteliti oleh banyak ahli pasar modal. Gejala ini berdampak negatif terhadap perusahaan karena hasil penjualan saham tidak maksimal. Kasus-kasus yang cukup mencengangkan terjadi, di mana nilai yang tampak pada kasus-kasus penawaran umum perdana yang menunjukkan kenaikan harga secara signifikan pada hari itu juga. Sebagai contoh, kasus di bisnis *dotcom* misalnya GOTO.com yang ditawarkan pada harga \$ 15, pada saat penutupan

berharga \$22.375 dan sempat mencapai harga \$28.50. Selain itu, Market Watch.com ditawarkan pada hari pertama dengan harga \$17 perlembar, dan pada hari penutupan harga mencapai \$97.50 atau naik sebesar 474%. Kasus lainnya, Theglobe.com lebih fantastis dengan harga penawaran \$9, dan pada penutupan harga pertama menjadi \$63.50 atau naik 606%. Fenomena terjadinya *underpricing* ini hampir dijumpai di semua pasar modal yang ada di dunia. Tingkat *underpricing* yang terjadi bervariasi dari negara satu ke negara yang lain. Oleh karenanya, para peneliti mulai tertarik untuk melakukan berbagai penelitian mengenai *underpricing* baik dengan menggunakan sampel perusahaan yang ada di Amerika maupun di negara lain, di antaranya seperti *Pagano et al.* (1998), dan *Kim et al.* (1993) yang menyimpulkan bahwa ada fenomena *underpricing* pada emisi saham perdana perdana (IPO). Peneliti lain seperti *Sherman* (2000) mengemukakan bahwa penjamin emisi menggunakan informasi asimetri yang dimiliki untuk melakukan *underpricing* guna meningkatkan imbal hasil bagi emiten. Hal ini sejalan dengan pendapat *Easley, et.al* (2002) bahwa informasi asimetri mempengaruhi imbal hasil sekuritas.

Hasil penelitian *Ibbotson dan Ritter* (1995) menyimpulkan bahwa ada beberapa teori yang mengungkap mengapa IPO secara rata-rata mengalami *underpricing* seperti: teori *Investment Banker's Monopsony Power* yang disampaikan oleh *Baron dan Holmstrom* (1980) serta *Baron* (1982), model *The Winner's Curse* yang dikembangkan oleh *Rock* (1986), sampai dengan teori *Market incompleteness* yang diajukan oleh *Mauer dan Senbet* (1992). Teori-teori yang

mengungkap fenomena *underpricing* tersebut tidak semuanya mampu secara tegas menjawab pertanyaan kenapa *underpricing* dapat terjadi (Tatang,2002).

Di Indonesia juga ditemukan bukti yang konsisten tentang adanya *underpricing*. Bahkan beberapa IPO di Indonesia mengalami *underpricing*. Misalnya, harga saham PT. Indofood Sukses Makmur Tbk. yang *go public* tanggal 9 Juni 1994 mengalami *underpricing* di hari pertama sebesar 24% di mana harga penawarannya adalah Rp.6.200, sedangkan harga penutupan pada hari pertama perdagangan adalah Rp.7.700. Kasus yang sama juga dijumpai pada PT. Indosat Tbk. yang *go public* tanggal 23 September 1994 yang mengalami *underpricing* sebesar 21% di mana harga penawaran Rp.7.000 dan harga penutupan hari pertama Rp. 8.475. Memang ada beberapa perusahaan yang mengalami *overpricing*, tetapi secara rata-rata perusahaan yang *go public* di Indonesia mengalami *underpricing*.

Fenomena lain yang menarik untuk dicermati dalam konteks IPO dan *underpricing* adalah besar kecilnya tingkat *underpricing* ternyata tidak sama antara negara yang satu dan negara yang lain. Artinya, ada perbedaan dalam tingkat *underpricing* antar pasar modal yang ada di dunia.

Sebagaimana dapat dilihat dalam Tabel 1.1. sebelumnya, tingkat *underpricing* pada masing-masing negara sangat bervariasi. Panel A Tabel 1.1. memuat informasi tentang bukti empiris penelitian *underpricing* IPO di negara dengan pasar modal tergolong maju, sedangkan panel B untuk negara dengan pasar modal yang sedang berkembang (*emerging capital market*). Pada panel A, tingkat rata-rata *underpricing* tertinggi ditemukan di Jepang, yaitu 49,5%, sedangkan yang

terendah ditemukan di Perancis, yaitu 4,2%. Untuk pasar modal yang sedang berkembang (*emerging capital market*), tingkat *underpricing* tertinggi ditemukan di China, yaitu 388,0% dan terendah di Indonesia yaitu 12,2%.

Kedewasaan pasar modal dan juga rasionalitas investor di kedua kelompok pasar modal tersebut (maju dan berkembang) tentu tidak sama di mana untuk pasar modal maju keterbukaan terhadap informasi sudah sangat baik dibandingkan dengan di pasar modal yang sedang berkembang (*emerging capital market*).

Selain itu, banyak dari hipotesis tentang *underpricing* yang ada masih kurang sempurna dalam menjelaskan kenapa *underpricing* harus terjadi. Artinya, kritik tetap saja bisa diajukan sebagai antisipasi dari lemahnya argumentasi yang ada. Sampai sekarang belum ada satu teoripun yang bisa memberikan jawaban yang paling tepat untuk menjelaskan kenapa *underpricing* bisa terjadi. Bukti-bukti yang ada mengenai terjadinya *underpricing* di hampir semua pasar modal diharapkan akan terus memacu berbagai penelitian untuk bisa mengungkap fenomena apa yang sebenarnya mendasari *underpricing*.

2.1.3. Teori Market Microstructure

Market microstructure merupakan studi bagaimana pasar membentuk suatu harga, bagaimana dealer (*market maker*) memperoleh kompensasi, dan bagaimana memasukkan *private information* dalam level harga keseimbangan. Teori ini merupakan cerminan bahwa praktisi keuangan selalu memperhatikan biaya operasional yang ada di pasar modal. Para akademisi mungkin dapat memakai asumsi yang mengabaikan *financial* dan *opportunity cost* yang berkaitan dengan

perdagangan serta mengabaikan munculnya pemain pasar yang *better-informed*, namun praktisi tidak. Ketika akademisi melakukan studi tentang *market microstructure* maka mereka tidak dapat lagi memakai asumsi-asumsi tersebut. Teori ini telah menyatukan pendapat antara praktisi dan akademisi.

Penelitian mengenai *microstructure* dapat dikelompokkan menjadi dua aliran. Pertama, *spread models*, merupakan studi mengenai bagaimana perbedaan nilai dari dua struktur pasar yang berbeda, dan mengkaji faktor penentu besarnya *bid ask spread*. Kedua, *price formation models*, merupakan studi mengenai bagaimana hubungan antara *trade size*, *trading volume* dan *price level*.

Pengagas awal dari *market structure/spread models* adalah *Ho* dan *Stoll* (1981), yang mengembangkan model untuk seorang dealer yang beroperasi dalam kondisi ketidakpastian imbal hasil dan transaksi. Mereka menyatakan bahwa salah satu komponen dari *bid ask spread* yang ditetapkan oleh dealer merupakan kompensasi dari kerelaan dealer untuk menyimpan portofolio yang berbeda dari keinginannya semula karena telah terjadi transaksi. *Inventory cost component* dari spread ini merupakan imbal hasil yang diminta dealer karena harus menyimpan sekuritas yang tidak diinginkannya. Di samping *inventory cost component*, komponen *spread* yang juga diminta dealer adalah *order cost component*, yaitu berupa kompensasi dari layanan likuiditas dealer sehingga terjadinya order.

2.1.4. Model Bid Ask Spread

Adanya informasi asimetri menyebabkan pelaku pasar tidak sama dalam memiliki dan mengakses informasi. Jika pelaku pasar bertransaksi, maka pelaku

pasar yang tidak terinformasi (*uninformed*) menghadapi risiko rugi jika bertransaksi dengan pelaku pasar yang terinformasi (*informed*). Untuk meminimalkan risiko rugi tersebut pelaku pasar menggunakan *bid-ask spread* (Aida,2002^a). *Bid-ask spread* mencerminkan informasi asimetri. Amihud dan Mendelson (1986) mengemukakan bahwa terdapat hubungan yang positif antara *bid ask spread* dengan imbal hasil yang diharapkan. Selain itu, seorang pakar bernama Stoll (1989) menyimpulkan bahwa ada dua pihak yang tidak sama dalam memiliki dan mengakses informasi. Pihak pertama adalah *informed trader* yang memiliki informasi superior dan pihak lain yaitu *uninformed trader* yang tidak memiliki informasi. Jika kedua belah pihak bertransaksi, maka *uninformed trader* menghadapi risiko rugi jika bertransaksi dengan *informed trader*. Untuk meminimalkan risiko rugi tersebut digunakan *bid-ask spread*. Penelitian empiris mengenai *bid-ask spread* antara lain Krinsky dan Lee (1996) yang mengemukakan bahwa ketersediaan informasi akuntansi dapat mengurangi *bid-ask spread*. Greenstein dan Sami (1994) mengoperasionalkan *bid-ask spread* sebagai berikut :

$$SPREAD = \frac{(ask\ price - bid\ price)}{\frac{1}{2}(ask\ price + bid\ price)} \quad (2.3)$$

di mana :

ask adalah kurs jual (*ask price*) terendah yang terjadi pada periode t

bid adalah kurs beli (*bid price*) tertinggi yang terjadi pada periode t

Selanjutnya, untuk menjawab rumusan masalah penelitian diperlukan suatu penelitian yang berbeda dibanding beberapa penelitian terdahulu. Penelitian yang dilaksanakan diharapkan dapat menjawab pertanyaan tersebut secara lebih

menyeluruh (komprehensif) dan lebih mendalam, sehingga variabel-variabel yang telah diuraikan sebelumnya dapat ditulis sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 SPREAD &= \beta_0 + \beta_1 * PRICE + \beta_2 * TRANS + \beta_3 * VAR \\
 &+ \beta_4 * DEPTH + \beta_5 * MktVal + \beta_6 * VarF + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{2.4}$$

Di mana :

SPREAD = Nilai *bid ask spread*

PRICE = Harga penutupan saham

TRANS = Jumlah transaksi saham (volume)

VAR = Deviasi imbal hasil saham

DEPTH = Rata-rata jumlah saham yang tersedia

MktVal = Nilai pasar saham

VarF = Variabilitas imbal hasil ekspektasi

ε = Kesalah residu

Dalam penelitian ini menggunakan *residual error* (ε) (nilai *bid ask spread* yang disesuaikan) sebagai proksi dari informasi asimetri dengan istilah \hat{u} . Penggunaan \hat{u} sebagai residual dari hasil regresi persamaan (2.4) sebagai proksi informasi asimetri dengan pertimbangan bahwa residual yang dihasilkan dari persamaan (2.4) merupakan selisih antara aktual *bid ask spread* dan estimasi *bid ask spread*. Menurut Gujarati (1995) residual merupakan perbedaan antara nilai Y dan nilai \hat{Y}_i estimasi ($\hat{u}_i = Y_i - \hat{Y}_i$).

2.1.5. Informasi Asimetri (*Asymmetric Information*)

Dalam upaya mencapai pasar modal efisien dan sebagai sarana akuntabilitas publik, pengungkapan laporan keuangan menjadi faktor yang penting. Menurut *Ainun dan Fu'ad* (2000) informasi yang disajikan dalam laporan keuangan akan dapat dipahami dan tidak menimbulkan salah interpretasi jika laporan keuangan dilengkapi dengan pengungkapan (*disclosure*) yang memadai. Senada dengan yang dikemukakan oleh *Aida* (2002^a) bahwa informasi yang disajikan dalam laporan keuangan agar dapat dipahami dan tidak menimbulkan salah interpretasi, maka penyajian laporan keuangan harus disertai dengan pengungkapan yang cukup. Lebih jauh, menurut *Aida* (2002^a) pengungkapan untuk pasar modal terdiri dari dua aspek yaitu pertama, *protective disclosure* yang merupakan usaha Badan Pengawas Pasar Modal untuk melindungi investor dari perlakuan yang tidak wajar dari perusahaan, sehingga yang termasuk dalam pengungkapan ini adalah pengungkapan yang diharuskan oleh Badan Pengawas Pasar Modal. Kedua, *informative disclosure* yaitu pengungkapan yang disajikan dalam rangka keterbukaan perusahaan untuk tujuan analisis investasi.

Endang (2001) mengemukakan bahwa pengungkapan (*disclosure*) terbagi atas 3 konsep pengungkapan yang meliputi pertama, *adequate disclosure* (pengungkapan yang memadai) yaitu pengungkapan yang minimal yang harus ada sehingga ikhtisar-ikhtisar keuangan menjadi tidak menyesatkan. Kedua, *fair disclosure* (pengungkapan yang layak). Dalam pengungkapan yang layak ini yang diungkapkan harus sesuai dengan aturan yang tersirat di dalam prinsip akuntansi secara umum. Ketiga, *full disclosure* yaitu pengungkapan yang menyajikan semua

informasi. Konsisten dengan *Endang* (2001); *Eldon* dan *Michel* (1991) menyatakan bahwa salah satu tolok ukur kualitas pengungkapan adalah luas pengungkapan. Ada tiga konsep mengenai luas pengungkapan laporan keuangan yaitu : *adequate*, *fair*, dan *full disclosure*.

Berbagai penelitian empiris mengenai dampak pengungkapan informasi terhadap informasi asimetri telah banyak dilakukan. Mayoritas penelitian menggunakan pengumuman laba sebagai proksi dari pengungkapan; seperti *Lev* (1989) yang menyimpulkan bahwa pengumuman laba tidak hanya mempengaruhi imbal hasil pasar, namun juga mengurangi informasi asimetri. Begitu pula dengan peneliti lainnya seperti *Krinsky* dan *Lee* (1996) yang menyimpulkan bahwa pengumuman laba akan mengurangi informasi asimetri.

Masih berkenaan dengan informasi asimetri, beberapa orang pakar antara lain *Brooks* (1994) menyimpulkan bahwa investor berupaya mencari informasi non-publik mengenai kejadian-kejadian di masa mendatang yang dapat mempengaruhi harga saham. Begitu juga pakar lainnya *Sherman* dan *Titman* (2002) yang mengemukakan bahwa investor mengharapkan tingkat harga saham *underpricing* sebagai kompensasi dari mahalnya upaya mencari informasi. Oleh karena itu, bilamana investor yang memiliki informasi non-publik bertransaksi dengan investor yang tidak memiliki informasi non-publik maka akan terjadi penyebaran informasi yang tidak merata (*asymmetric information*).

Menurut hipotesis pasar yang efisien, harga-harga saham yang terbentuk di pasar modal mencerminkan seluruh informasi yang relevan; dan secara teoritis informasi berkualitas bilamana informasi tersebut mencerminkan keadaan

sebenarnya, lengkap, dan jujur; serta informasi yang tersedia tersebut menyebar secara merata ke semua pelaku pasar seperti perusahaan, penjamin emisi dan investor. Jika informasi menyebar secara tidak merata ke semua pelaku pasar maka akan terjadi informasi asimetri di mana terdapat pihak yang memiliki informasi lebih dari pihak lain.

2.1.6. Teori Akuntansi Positif (*Positive Accounting Theory*) dan Manajemen Laba

Badan penetap standar (Ikatan Akuntansi Indonesia) memiliki tugas utama untuk menentukan bahasa bisnis yang digunakan oleh manajemen untuk berkomunikasi dengan pemegang saham eksternal. Melalui bahasa bisnis ini (yaitu bahasa akuntansi), manajemen perusahaan dapat memberikan informasi mengenai kinerja perusahaan kepada pihak eksternal (*stakeholders*) dengan biaya yang relatif murah dan dapat dipercaya. Informasi akuntansi tersebut juga memungkinkan untuk membedakan antara perusahaan dengan kinerja yang baik dan perusahaan dengan kinerja yang kurang baik. Jadi, bahasa akuntansi yang ditetapkan oleh badan penetap standar memberikan suatu alat untuk membandingkan posisi ekonomi dan kinerja di antara perusahaan dalam suatu cara yang tepat waktu dan dapat dipercaya.

Standar akuntansi yang ditetapkan oleh badan penetap standar mengizinkan pihak manajemen untuk mengambil suatu kebijakan dalam mengaplikasikan metode akuntansi guna menyampaikan informasi mengenai kinerja perusahaan kepada pihak eksternal. Penelitian yang berkaitan dengan hal ini adalah *The*

Positive Accounting Theory yang dikemukakan oleh *Watts* dan *Zimmerman* (1990). Teori ini berupaya untuk memahami mengapa kebijakan akuntansi menjadi suatu masalah bagi perusahaan dan pihak-pihak yang berkepentingan dengan laporan keuangan, dan untuk memprediksi kebijakan akuntansi yang hendak dipilih oleh perusahaan dalam kondisi tertentu.

Pemberian fleksibilitas bagi manajemen untuk memilih satu dari seperangkat kebijakan akuntansi membuka peluang untuk berperilaku *opportunistic*. Artinya, manajer bersifat rasional, sebagaimana investor, dan akan memilih kebijakan akuntansi yang sesuai dengan kepentingannya. Dengan kata lain bahwa manajer memilih kebijakan akuntansi yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Perilaku *opportunistic* ini mendorong manajer untuk melakukan manajemen laba (*earning management*).

Menurut *Schipper* (1989) seperti dikutip oleh *Tatang* (2000) yang dimaksud dengan manajemen laba adalah “*disclosure management in the sense of purposeful intervention in external reporting process, with intent of obtaining some private gain*”. Definisi ini mengartikan manajemen laba sebagai *disclosure management* dalam pengertian bahwa manajemen melakukan intervensi terhadap proses pelaporan keuangan kepada pihak eksternal dengan maksud untuk memperoleh keuntungan pribadi. Dalam definisi ini manajemen laba dilihat kaitannya dengan IPO (*John* dan *Ummi*,2002). Selain itu, menurut *John* dan *Ummi* (2002), perusahaan melakukan manajemen laba pada emisi saham perdana (IPO) adalah untuk mempertahankan daya tarik perusahaan. Peneliti lain seperti *Scott* (2000) mengemukakan bahwa perusahaan dalam hal ini manajer melakukan

manajemen laba adalah untuk mempengaruhi harga saham (*stocks price effects*). Artinya, manajemen laba memberikan sinyal positif bagi investor. Namun, dalam jangka panjang manajemen laba tidak dapat dipertahankan oleh perusahaan ditunjukkan dengan harga saham *underpricing* (Teoh, et.al, 1998^a). Selain itu, manajemen laba dimungkinkan dilakukan oleh manajer karena manajer memiliki informasi asimetri terhadap pihak eksternal.

John dan Ummi (2002) mendeteksi apakah perusahaan melakukan manajemen laba dalam laporan keuangannya dengan menggunakan rumus total *accruals*. John dan Ummi (2002) menterjemahkan total *accruals* ke dalam persamaan matematika sebagai berikut :

$$TAC_{PT} = NOI_{PT} - CFFO_{PT} \quad (2.5)$$

Di mana :

TAC_{PT} = Total *Accruals* pada periode tes

NOI_{PT} = *Net Operating Income* pada periode tes

$CFFO_{PT}$ = *Cash Flow from Operations* pada periode tes

Tatang (2000) merumuskan *Discretionary Accruals* (DAC) dalam persamaan matematika :

$$DAC_{PT} = (TAC_{PT} / Sales_{PT}) - (TAC_{PD} / sales_{PD}) \quad (2.6)$$

Di mana :

PT = Periode tes

PD = Periode dasar

Adanya manajemen laba ditandai dengan DAC positif dan apabila DAC bernilai negatif berarti tidak terdapat manajemen laba. Peneliti seperti *Sri* (2002) mengemukakan bahwa pada emisi saham perdana (IPO), perusahaan melakukan manajemen laba dengan menggunakan *discretionary accruals*. Menurut *Sloan* (1996) perusahaan dengan total akrual yang rendah (tinggi) meraih *abnormal return* yang positif (negatif) di masa yang akan datang.

Beberapa bukti empiris telah menunjukkan adanya fenomena manajemen laba seperti *Gu dan Lee* (1999). Secara khusus, *Gu dan Lee* (1999) telah menunjukkan bahwa manajemen laba telah meluas dan merasuk di setiap pelaporan keuangan yang disampaikan oleh perusahaan. *Gu dan Lee* (1999) memberikan bukti bahwa manajemen laba terjadi di setiap laporan keuangan kuartalan, dan tingkat manajemen laba terbesar ditemukan pada kuartal keempat. Hal ini menunjukkan bahwa praktik manajemen laba merupakan suatu fenomena yang umum terjadi, tidak hanya pada peristiwa tertentu saja tetapi telah sedemikian mengakar dalam kehidupan bisnis.

2.2. Teori Pendukung

2.2.1. Teori Portofolio

Teori portofolio dikemukakan oleh *Markowitz* pada tahun 1952 (*Van Horne, 1995*), prinsip dasar teori portofolio berkaitan dengan alokasi portofolio yang rasional telah tercapai, yang sering ditampilkan dalam ungkapan “*don't put all your eggs in one basket*”. Teori portofolio mendasarkan diri atas pengamatan bahwa para pemodal di bursa melakukan diversifikasi. Artinya, ketika pemodal

menambahkan suatu asset ke dalam portofolio investasinya maka total risiko dari portofolio tersebut akan berkurang namun ekspektasi imbal hasilnya tetap sebesar rata-rata tertimbang dari ekspektasi imbal hasil masing-masing asset yang ada di portofolio. Dengan kata kata lain, diversifikasi akan menurunkan total risiko tanpa mengorbankan imbal hasil. Ketika portofolio sudah terdiversifikasi dengan baik, artinya penambahan kembali suatu asset ke portofolio sudah tidak lagi menurunkan total risiko secara berarti, maka pada saat itu variabilitas yang melekat dan unik pada tiap-tiap asset dalam portofolio (sering disebut risiko tidak sistematis) akan hilang. Risiko yang muncul adalah risiko sistematis yaitu risiko yang berpengaruh kepada seluruh asset. Dengan demikian, penilaian portofolio tidak perlu lagi dihitung dari besarnya total risiko tetapi dari besarnya kecilnya risiko sistematis yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi tersebut. Sebagai akibatnya, penyeleksian suatu asset untuk dimasukkan ke dalam portofolio ditentukan oleh besarnya *covariance* asset tersebut dengan asset yang lainnya. Asset dengan *covariance* yang rendah (lebih-lebih yang negatif) akan lebih disukai dibandingkan dengan asset yang memiliki *covariance* tinggi. Aturan seleksi portofolio yang dikemukakan *Markowitz* pada tahun 1952 (*Van Horne,1995*) adalah memilih asset yang tertinggi rasio imbal hasil dan *covariancenya* dan mengkombinasikan asset-asset tersebut dalam *efficient portfolio* di mana mencari risiko terendah untuk ekspektasi imbal hasil tertentu atau mencari imbal hasil maksimal pada level risiko tertentu. Selanjutnya, teori portofolio ini dikembangkan oleh *Sharpe* pada tahun 1964 yang memunculkan model penilaian asset yang bernama *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

2.2.2. Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Capital Asset Pricing Model (CAPM) yang dikembangkan *Sharpe* pada tahun 1964 (*Zaenal,2005*) berasumsi bahwa investor memegang suatu portofolio yang sudah terdiversifikasi dengan baik sehingga risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*) yang melekat pada tiap-tiap asset yang terdapat dalam portofolio menjadi tidak berarti. Pada kondisi seperti ini hanya risiko sistematis (*systematic risk*), yaitu risiko yang mempengaruhi seluruh asset finansial, yang penting diperhatikan karena risiko sistematis ini tidak dapat dihilangkan melalui proses diversifikasi. Meskipun risiko sistematis mempengaruhi seluruh asset finansial namun intensitas pengaruhnya berbeda-beda. Jika investor harus memegang portofolio yang di dalamnya ada asset yang berisiko, investor akan meminta *premium* dalam bentuk ekspektasi imbal hasil yang lebih besar sesuai dengan besar kecilnya intensitas pengaruh risiko sistematis terhadap portofolio yang dibentuk.

Kontribusi utama yang diberikan *Sharpe* pada tahun 1964 (*Zaenal,2005*) adalah bagaimana mendefinisikan risiko sistematis dan memformulasikan bagaimana investor dapat melakukan *trade off* antara risiko dan imbal hasil. Dengan berasumsi investor dapat berinvestasi ke asset berisiko (*risky assets*) seperti saham atau asset yang bebas risiko (*risk free asset*) seperti *treasury bill*, maka akan muncul satu portofolio asset berisiko yang mendominasi portofolio asset berisiko yang lain. Portofolio yang paling dominan tersebut disebut dengan portofolio pasar (*market portfolio*). Artinya, semua investor akan mengalokasikan dananya ke dalam berbagai kombinasi antara suatu asset bebas risiko dan

portofolio pasar yang digambarkan dalam bentuk garis lurus yang bernama *Capital Market Line* (CML).

Kontribusi berikutnya adalah pada kondisi keseimbangan setiap asset harus menawarkan ekspektasi imbal hasil yang secara linier berkorelasi positif dengan *covariance* dari ekspektasi imbal hasil portofolio pasar (R_M) yang disebut dengan beta (β). Untuk dapat diikuti dalam portofolio pasar, setiap saham j yang dijual dengan harga yang memungkinkan investor memperoleh ekspektasi imbal hasil yang wajar ($E(R_j)$), sesuai dengan tingkat risiko sistematis saham tersebut dan imbal hasil asset bebas risiko (R_f).

Secara matematis, CAPM dapat dinyatakan dalam persamaan berikut :

$$E(R_j) = R_f + \beta^*(R_m - R_f) \quad (2.7)$$

Dalam CAPM investor menekankan pada hubungan antara risiko dan imbal hasil. Namun likuiditas yang secara umum dikaitkan dengan *bid ask spread* juga bisa merupakan faktor penting yang perlu dipertimbangkan oleh investor. Likuiditas saham berkaitan dengan kemampuan suatu saham untuk dapat secara cepat diubah menjadi uang ataupun kembali ke dalam bentuk saham dengan biaya sedikit dengan dampak yang kecil terhadap harga saham. Dalam pasar modal, saham yang likuid adalah saham yang hanya membutuhkan biaya yang minimal untuk melakukan konversi dari saham ke dalam bentuk uang ataupun sebaliknya.

2.2.3. Ukuran Perusahaan dan *Small Firm Effect*

Salah satu ciri dari model *asset pricing* adalah tidak ada faktor lain selain variabel yang dimodelkan yang secara signifikan berpengaruh terhadap nilai sekuritas. Hasil beberapa uji empiris dari *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) menemukan beberapa variabel yang signifikan berpengaruh terhadap imbal hasil sekuritas sehingga berpengaruhnya variabel tersebut dianggap anomali. *Reinganum* (1981) menemukan variabel ukuran perusahaan sebagai variabel yang secara signifikan mempengaruhi imbal hasil sekuritas sehingga dianggap sebagai anomali yang kemudian dikenal dengan nama *small firm effect*. Perusahaan yang lebih kecil secara signifikan memperoleh abnormal return yang lebih besar. *Small effect* ini dikuatkan oleh penelitian *Gabriel dan Allan* (2000) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil saham. Di mana perusahaan kecil cenderung memiliki imbal hasil yang lebih tinggi dan berfluktuasi dibanding perusahaan besar.

Penelitian lainnya yang berkaitan dengan variabel ukuran perusahaan antara lain *Banz* (1981) yang menyimpulkan adanya hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan imbal hasil yang diharapkan. *Stoll* (1985) mengemukakan bahwa volume perdagangan memberikan pengaruh negatif terhadap *bid ask spread*. Peneliti lainnya *Kaziba dan Agus* (1996) yang mengemukakan bahwa ukuran perusahaan ditentukan dari total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. *Erwin dan Miller* (1998) yang menyimpulkan adanya pengaruh yang signifikan variabel volume perdagangan terhadap *bid ask spread*. Selain itu, peneliti *Hana dan Zaki* (2000) mengemukakan bahwa volume perdagangan dan total aktiva

(sebagai proksi ukuran perusahaan) merupakan faktor penentu harga saham. *Chordia, et.al* (2001) mengemukakan bahwa ada hubungan negatif antara volume perdagangan dengan imbal hasil saham. Peneliti lainnya *Yunia* (2004) mengemukakan bahwa total aktiva yang digunakan sebagai ukuran perusahaan menunjukkan hubungan yang positif dengan imbal hasil yang diharapkan investor.

2.2.4. Premi Risiko (*Risk Premium*)

Investor yang akan membeli saham memerlukan premi risiko (*risk premium*) yang merupakan besarnya tambahan tingkat imbal hasil yang diharapkan investor, sebagai kompensasi atas kesanggupan untuk menanggung risiko atas investasi saham (*Zaenal,2005*). Premi risiko tersebut pada gilirannya akan menarik minat investor untuk membeli saham perdana. Sebagaimana dikemukakan oleh *Taylor* (2001) bahwa jika premi risiko tinggi, investor cenderung untuk mengalokasikan investasinya pada saham. Secara matematis premi risiko itu sendiri merupakan selisih tingkat imbal hasil yang diharapkan dengan suku bunga bebas risiko, dan sebagai kompensasi bagi investor karena menanggung risiko atas investasi sahamnya (*Tedy,2002*). Sebagaimana diketahui, tingkat imbal hasil yang diisyaratkan oleh investor harus lebih tinggi dibanding imbal hasil atas investasi bebas risiko. Logikanya, investor tidak akan membeli saham bila tingkat imbal hasil yang diharapkannya lebih kecil dari suku bunga bebas risiko, karena akan lebih aman menempatkan dana dalam bentuk deposito yang memberikan tingkat imbal hasil yang pasti. *Tedy* (2002) menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$(R_{m,t} - R_f) \tag{2.8}$$

di mana :

$$R_{m,t} = \left[\frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \right] \quad (2.9)$$

Keterangan :

$R_{m,t}$ = *return* pasar.

$IHSG_t$ = indeks harga saham gabungan pada periode t.

$IHSG_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan pada periode t-1.

R_f = tingkat imbal hasil bebas risiko, yang diproksi dengan tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI).

2.2.5. Kerentanan Pasar (*Volatility*)

Untuk mengukur kerentanan pasar (*volatility*) digunakan beta (β), dan beta adalah imbal hasil suatu saham atau imbal hasil portofolio terhadap imbal hasil pasar (Jogiyanto, 2003). Beta saham ke-i mengukur kerentanan pasar imbal hasil saham ke-i dengan imbal hasil pasar. Beta portofolio mengukur kerentanan pasar imbal hasil portofolio dengan imbal hasil pasar. Dengan demikian beta merupakan pengukur risiko sistematis (*systematic risk*) dari suatu saham.

Kerentanan pasar dapat didefinisikan sebagai fluktuasi dari imbal hasil-imbal hasil saham atau portofolio dalam suatu periode waktu tertentu. Jika fluktuasi imbal hasil-imbal hasil saham atau portofolio secara statistik mengikuti fluktuasi dari imbal hasil-imbal hasil pasar, maka beta dari saham atau portofolio tersebut dikatakan bernilai 1. Karena fluktuasi juga sebagai pengukur dari risiko, maka beta bernilai 1 menunjukkan bahwa risiko sistematis suatu saham atau portofolio sama dengan risiko pasar. Beta sama dengan 1 juga menunjukkan jika imbal hasil

pasar bergerak naik (turun), imbal hasil saham atau portofolio juga bergerak naik (turun) sama besarnya mengikuti imbal hasil pasar. Beta bernilai 1 ini menunjukkan bahwa perubahan imbal hasil pasar sebesar x%, secara rata-rata, imbal hasil saham atau portofolio akan berubah juga sebesar x%.

Berkaitan dengan estimasi beta sebagai pengukur kerentanan pasar, *Jogiyanto* (2003) menggunakan imbal hasil-imbal hasil suatu saham (portofolio) dengan imbal hasil-imbal hasil pasar untuk mengukur kerentanan pasar. Rumus beta adalah :

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} \quad (2.10)$$

di mana :

$\beta_{i,t}$ = beta saham ke i.

σ_{im} = kovarian antara imbal hasil saham ke i dengan imbal hasil pasar.

σ_m^2 = varian imbal hasil pasar.

Atau dapat diuraikan sebagai berikut :

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \overline{R_{it}}) * (R_{mt} - \overline{R_{mt}})}{\sum_{t=1}^n (R_{mt} - \overline{R_{mt}})^2} \quad (2.11)$$

Berbagai penelitian yang berkaitan dengan kerentanan pasar antara lain *Christie* (1982) yang mengemukakan adanya hubungan yang negatif antara imbal hasil sekarang dengan kerentanan pasar. Peneliti lainnya *Glosten, et.al* (1993); *Howton* dan *Peterson* (1999) yang menyebutkan adanya hubungan yang negatif

antara beta dengan imbal hasil yang diharapkan oleh investor. Peneliti seperti *Engle* dan *Ng* (1993) memberikan bukti bahwa adanya hubungan negatif antara kerentanan pasar dengan imbal hasil saham. *Mazzota* (2003) mengemukakan bahwa kerentanan pasar rendah menghasilkan imbal hasil yang positif. *Andersen* (1996) yang menjelaskan bahwa kerentanan pasar secara langsung berhubungan dengan arus informasi yang masuk ke pasar modal. Begitu juga peneliti *Nuri* (2005) yang mengemukakan bahwa semakin tinggi kerentanan pasar, maka akan semakin tinggi pula tingkat imbal hasil yang diisyaratkan oleh investor.

2.2.6. Teori Signaling

Teori *signaling* (*Signaling Theory*) dikembangkan dalam ilmu ekonomi dan keuangan untuk memperhitungkan kenyataan bahwa orang dalam (*insiders*) perusahaan pada umumnya memiliki informasi yang lebih baik dan lebih cepat berkaitan dengan kondisi saat ini dan prospek perusahaan dibandingkan dengan investor luar (*Zaenal, 2005*). Timbulnya informasi asimetri (*asymmetric information*) tersebut menyulitkan investor dalam menilai secara objektif berkaitan dengan kualitas perusahaan. Pernyataan-pernyataan yang dibuat manajer diragukan kebenarannya karena baik perusahaan buruk maupun perusahaan bagus akan sama-sama mengklaim bahwa prospek perusahaannya bagus. Sehubungan dengan perlunya waktu untuk membuktikan benar salahnya pernyataan tersebut, maka orang dalam perusahaan akan dapat mengambil keuntungan atas pernyataan-pernyataan yang tidak benar jika klaim-klaim tersebut dipercaya oleh investor luar. Timbulnya masalah informasi asimetri ini membuat investor secara

rata-rata memberikan penilaian yang lebih rendah terhadap semua saham perusahaan. Dalam bahasa teori *signaling*, kecenderungan ini disebut *pooling equilibrium* karena perusahaan bagus dan perusahaan berkualitas jelek dimasukkan dalam “*pool*” penilaian yang sama.

2.2.7. Initial Public Offerings (IPO)

Initial Public Offerings (IPO) yang sering disebut juga dengan emisi saham perdana/penawaran umum perdana merupakan upaya pertama kali perusahaan melakukan penawaran umum saham kepada masyarakat melalui pasar modal. Pengertian IPO dalam konteks ini adalah pengertian *go public* (menjual saham kepada masyarakat umum untuk pertama kali). Dalam IPO, perusahaan akan memperkenalkan perusahaannya dan menawarkan sahamnya untuk pertama kali kepada masyarakat dengan informasi yang benar, dan informasi ini dapat dilihat dalam prospektus yang diterbitkan oleh perusahaan. IPO merupakan salah satu cara yang dapat dilakukan perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dana sebagai konsekuensi dari semakin berkembangnya perusahaan serta meningkatnya kebutuhan dana untuk investasi.

Sebagaimana diketahui, secara garis besar proses *go public* sebagai berikut (*Fact Book Bursa Efek Jakarta, 2004*) : Pertama, persiapan proses pendaftaran di BAPEPAM. Dalam upaya persiapan *go public* tersebut, hal-hal yang harus disiapkan calon emiten sebelum *go public* adalah :

1. Manajemen perusahaan menetapkan rencana mencari dana melalui *go public*.

2. Rencana *go public* tersebut dimintakan persetujuan kepada para pemegang saham dan perubahan Anggaran Dasar dalam RUPS;
3. Emiten menunjuk Profesi Penunjang dan Lembaga Penunjang untuk membantu menyiapkan kelengkapan dokumen :
 - Penjamin emisi (*underwriter*) untuk menjamin dan membantu emiten dalam proses emiten;
 - Profesi penunjang :
 - Akuntan Publik (*independent auditor*) untuk mengaudit laporan keuangan emiten untuk dua tahun terakhir dengan pendapat wajar tanpa syarat;
 - Notaris untuk melakukan perubahan atas Anggaran Dasar, membuat akta perjanjian-perjanjian dalam rangka penawaran umum dan juga notulen-notulen rapat;
 - Konsultan Hukum untuk memberikan pendapat dari segi hukum (*legal opinion*);
 - Perusahaan penilai untuk melakukan penilaian atas aktiva tetap yang dimiliki emiten (jika diperlukan);
 - Lembaga Penunjang :
 - Wali Amanat akan bertindak selaku wakil bagi kepentingan pemegang obligasi (untuk emisi obligasi);
 - Penanggung (*guarantor*);
 - Biro Administrasi Efek (BAE)
 - Tempat Penitipan Harta (*Custodian*);

4. Mempersiapkan kelengkapan dokumen emisi;
5. Kontrak Pendahuluan dengan Bursa Efek;
6. *Public Expose*;
7. Penanda tangan perjanjian-perjanjian emisi;
8. Khusus penawaran obligasi atau efek lainnya yang bersifat hutang, harus memperoleh peringkat yang dikeluarkan oleh Lembaga Pemeringkat Efek (Pefindo).
9. Menyampaikan pernyataan pendaftaran beserta dokumen-dokumennya kepada BAPEPAM.

Kedua, agar emiten dapat *go public*, setelah persiapan-persiapan diatas dilakukan, maka emiten harus melalui proses-proses berikut :

1. Pernyataan pendaftaran yang disampaikan oleh emiten bersama penjamin pelaksana emisi diterima oleh BAPEPAM;
2. Emiten melakukan ekspose terbatas di BAPEPAM;
3. BAPEPAM melakukan penelaahan atas kelengkapan dokumen emisi yang terdiri dari :
 - Surat Pengantar Pernyataan Pendaftaran;
 - Prospektus Lengkap;
 - Prospektus Ringkas (iklan);
 - Iklan, Brosur, Edaran;
 - Dokumen lain yang diwajibkan;
 - Rencana Jadwal Emisi;
 - Konsep Surat Efek;

- Laporan Keuangan;
- Rencana Penggunaan Dana (dirinci per tahun);
- Proyeksi jika perlu dicantumkan dalam Prospektus;
- Legal Audit;
- *Legal Opinion*;
- Riwayat Hidup Komisaris dan Direksi;
- Perjanjian Penjaminan Emisi;
- Perjanjian Agen Penjualan;
- Perjanjian Penanggungan;
- Perjanjian Perwaliamanatan;
- Perjanjian dengan Bursa Efek;
- Kontrak Pengelolaan Saham;
- Informasi Lain yang di pandang perlu;
- Kesanggupan calon Emiten untuk menyerahkan semua laporan yang diwajibkan;
- BAPEPAM dapat meminta keterangan lain yang bukan merupakan bagian dari Pernyataan Pendaftaran, seperti NPWP, KTP Komisaris dan Direksi;

Setelah menerima semua informasi yang diperlukan sebagaimana tersebut diatas, BAPEPAM kemudian melakukan evaluasi yang terdiri dari tiga aspek :

- Kelengkapan dokumen
- Kecukupan dan kejelasan informasi
- Keterbukaan aspek hukum, akuntansi, keuangan, dan manajemen.

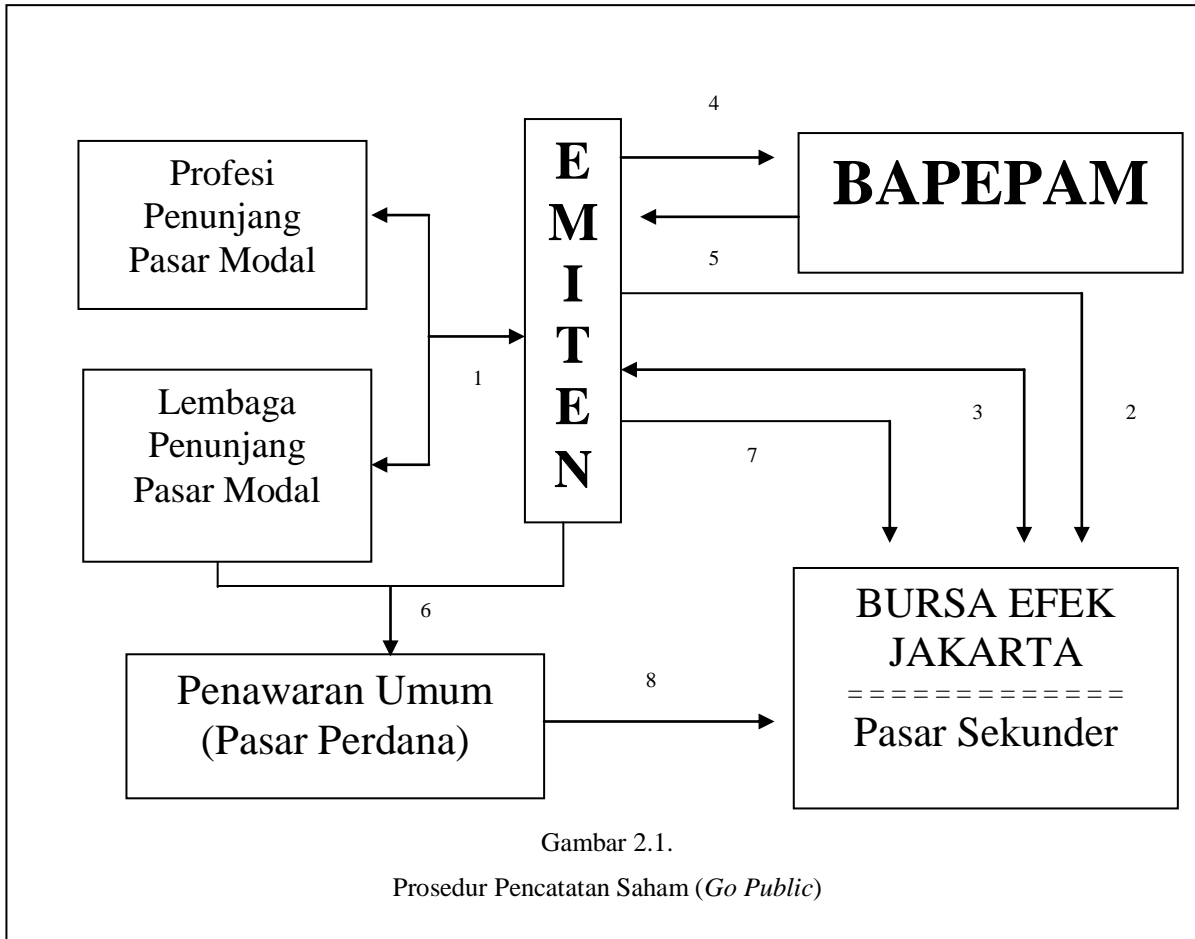
BAPEPAM mempunyai waktu selama 30 (tiga puluh) hari setelah semua dokumen diperlukan diterima, untuk menanggapi permohonan tersebut, bila tidak ada tanggapan apapun dari BAPEPAM dalam jangka waktu tersebut, maka pendaftaran secara otomatis dinyatakan efektif.

Ketiga, agar efek yang diterbitkan emiten bisa tercatat dan diperdagangkan di bursa, setelah pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif oleh BAPEPAM, emiten bersama penjamin emisi melakukan penawaran umum (*primary market*). Setelah itu, emiten harus melalui proses pencatatan efek di BEJ, sebagai berikut :

1. Emiten mengajukan permohonan pencatatan ke Bursa (sesuai dengan formulir yang ditetapkan PT. BEJ);
2. BEJ melakukan evaluasi berdasarkan persyaratan pencatatan;
3. Jika memenuhi persyaratan pencatatan, BEJ memberikan surat persetujuan pencatatan;
4. Emiten membayar biaya pencatatan;
5. Bursa mengumumkan pencatatan efek tersebut di bursa;
6. Efek mulai tercatat dan dapat diperdagangkan di bursa.

Efek yang dapat dicatatkan dan diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta adalah saham, bukti right, waran, obligasi dan obligasi konversi.

Prosedur pencatatan saham (*go public*) dapat digambarkan sebagai berikut :
(Tersaji pada Gambar 2.1.)



Sumber : *Fact Book* Bursa Efek Jakarta, 2004

Keterangan :

1. Profesi dan Lembaga Penunjang Pasar Modal membantu Emiten dalam menyiapkan kelengkapan dokumen
2. Emiten mengajukan permohonan Kontrak Pendahuluan
3. Kontrak Pendahuluan antara Emiten dengan Bursa Efek ditandatangani
4. Emiten mengajukan pernyataan pendaftaran ke BAPEPAM
5. BAPEPAM mengeluarkan pernyataan efektif
6. Emiten dan Lembaga Penunjang Pasar Modal melakukan Penawaran Umum
7. Emiten mengajukan permohonan pencatatan di Bursa Efek
8. Perdagangan efek di Pasar Sekunder (Bursa Efek Jakarta)

Ada beberapa peraturan dan surat edaran yang berkaitan dengan pencatatan saham di Bursa Efek Jakarta.

Selanjutnya, pada saat IPO investor harus mempertimbangkan berbagai hal sebelum mengambil keputusan membeli atau tidak suatu saham. Menurut *Sterling* (1987), setidaknya, ada tiga hal yang harus dipertimbangkan dalam proses pengambilan keputusan di pasar perdana saham yaitu pertama, faktor-faktor analisis. Kedua, faktor-faktor psikologis, politis, dan filosofis. Ketiga, faktor-faktor pasar dan investor.

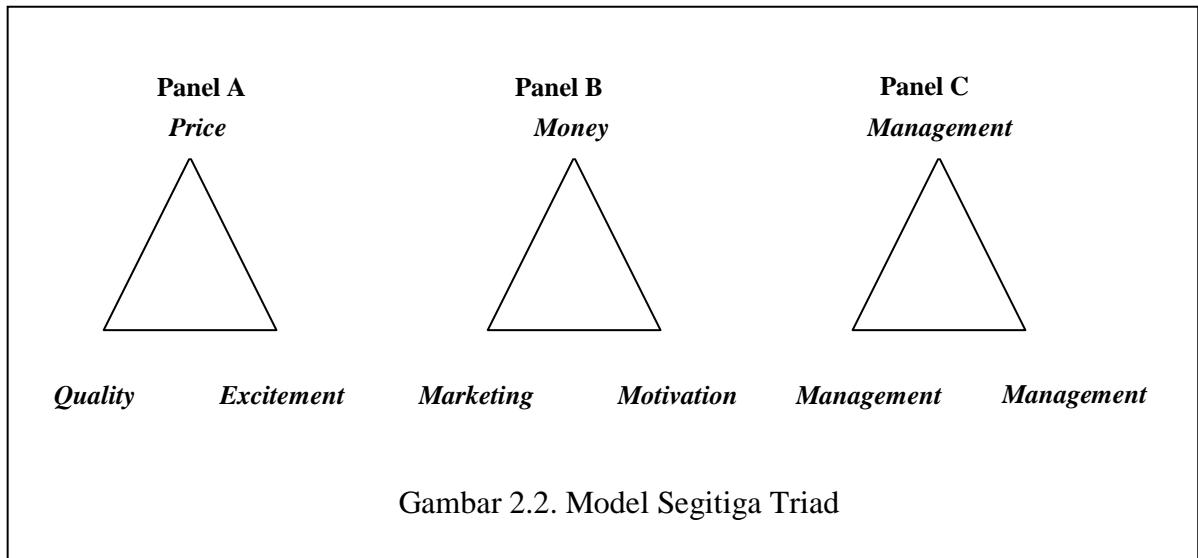
Hal lain yang patut diketahui investor pada saat IPO adalah mengetahui proses persiapan dan penentuan harga saham. Investor tidak dapat mengetahui apa yang terjadi dan dipersiapkan selama proses awal suatu IPO, misalnya pada saat pertama kali perusahaan mengadakan pertemuan dengan calon penjamin emisi yang merupakan investor pertama yang harus dipuaskan oleh perusahaan dan memegang peran yang sangat penting dalam mengambil keputusan apakah akan tertarik untuk menjamin dan terus melangkah atau berhenti.

Selain itu, investor juga harus mengetahui segala hal di luar aspek harga antara lain :

Pertama, kualitas perusahaan dan usaha yang dijalankan. Sebagaimana dikemukakan *Sterling* (1987) bahwa dalam mengevaluasi dan menganalisis suatu IPO disarankan menggunakan dua teknik yaitu: sistem jamur dan sistem triad tiga. Dalam sistem jamur, perusahaan harus memiliki usaha inti yang kuat. Sedangkan, sistem triad merupakan model terpisah yang menggunakan konsep segitiga dalam mengilustrasikan kualitas suatu perusahaan yang menjadi target untuk dianalisis.

Gambar 2.2. menyajikan bentuk segitiga dalam model triad. Sebagaimana dapat dilihat pada Gambar 2.2. menyajikan bentuk segitiga dalam model triad yaitu segitiga pertama (Panel A) yang terdiri dari tiga aspek (*Quality*, *Excitement*, dan *Price*). Langkah pertama yang dilakukan oleh calon investor dan penjamin emisi adalah menetapkan apakah calon perusahaan yang mengeluarkan saham benar-benar merupakan perusahaan berkualitas (*Quality*). Kualitas di sini diartikan sebagai sesuatu yang terkait dengan laba dan manajemen. Artinya, seberapa baik pencapaian laba serta sejarah perkembangan perusahaan dan kualitas manajemennya. Suatu perusahaan yang bercirikan spekulatif tetapi mengandung potensi adanya penurunan mendadak merupakan perusahaan yang tidak termasuk memiliki kualitas menarik. Ujung lain segitiga pada Panel A yaitu daya tarik (*Excitement*), merupakan situasi di mana bila perusahaan dimaksud tidak memiliki daya tarik, sebaiknya tidak dimasukkan ke dalam portofolio untuk dibeli. Karena daya tarik berkorelasi positif dengan pertumbuhan. Hal ini terkait dengan kenyataan bahwa hanya perusahaan yang memiliki kecenderungan untuk tumbuh dan prospek usaha bagus yang memiliki pesona untuk dilirik banyak investor. Dan, secara historis ada kecenderungan korelasi positif antara pertumbuhan aset, kemampuan laba, dan prospek usaha di masa mendatang. Indikator untuk melihat daya tarik perusahaan ditinjau dari sisi pertumbuhannya adalah pertumbuhan yang dicapai harus lebih tinggi dari tingkat inflasi. Misalnya, tingkat pertumbuhan di atas tingkat inflasi, bilamana rata-rata tingkat inflasi selama tiga tahun terakhir adalah 10%. Titik ketiga dalam segitiga pada Panel A adalah harga (*Price*). Tinggi rendahnya harga yang ditawarkan oleh perusahaan harus sejalan

dengan hasil analisis daya tarik dan pertumbuhan dan sebisa mungkin dapat dinyatakan dalam angka (rupiah).



Model segitiga kedua (Panel B) merupakan model tiga-M yang didalamnya terdapat tiga unsur yang berawal dengan huruf M, yaitu *Marketing*, *Motivation*, dan *Money*. Huruf M pertama, yaitu *Marketing*, merupakan cermin dari kemampuan perusahaan dalam memasarkan produknya, atau prospek pasarnya. Artinya, perusahaan harus memiliki sasaran pasar yang jelas. Selain itu, arah pemasaran produk, segmen, atau calon pengguna produk perusahaan harus benar-benar terjamin, sehingga prospek perusahaan tidak akan terganggu di masa mendatang. Uang (money) sebagai aspek kedua, pada ujung atas segitiga pada Panel B, menyiratkan adanya nilai yang dikandung dalam perusahaan. Nilai ini adalah merupakan cerminan dari apakah perusahaan telah menggunakan uang yang ada secara optimal. Artinya, perusahaan tidak akan menempatkan dana yang ada pada jenis *asset* atau investasi yang tidak jelas dan mengandung risiko tinggi atau yang tidak memiliki prospek cerah. Tujuannya agar tidak terjadi inefisiensi

dalam laporan keuangan, tidak terjadi pemborosan dalam penggunaan *asset*, dan tidak ada *asset-asset* yang tidak produktif di dalam perusahaan. M ketiga pada Panel B, yaitu *Motivation*, terkait sejauh mana pengelola perusahaan memiliki motivasi untuk menjalankan perusahaan dengan baik dan benar sesuai dengan harapan pemegang saham. Indikator penting untuk mengetahui tentang motivasi yang ada di perusahaan adalah seberapa besar kepemilikan manajer perusahaan yang akan *go public*. *Sterling* (1987) menyarankan bahwa porsi kepemilikan saham manajer terhadap perusahaan yang baru *go public* akan cukup baik dalam kaitannya dengan aspek motivasi bilamana manajer memiliki lebih dari 50% saham setelah IPO. Sisi lain yang perlu dipertimbangkan terkait dengan porsi kepemilikan saham perusahaan yang akan *go public* ini adalah ada tidaknya indikasi upaya untuk memecah risiko oleh pemilik. Dalam hal ini *Leland* dan *Pyle* (1977) menjelaskan bahwa semakin besar porsi kepemilikan saham pemilik lama atau sedikit porsi saham yang ditawarkan kepada masyarakat, semakin tinggi nilai perusahaan sebagai cerminan langsung adanya keengganan pemilik lama untuk membagi prospek keuntungan perusahaan dengan calon pemegang saham baru. Artinya, besar kecilnya porsi saham yang dijual dapat dijadikan indikasi apakah motivasi pemilik lama tinggi atau rendah. Selanjutnya, menurut *Sterling* (1987), segitiga ketiga Panel C, merupakan model yang tidak kalah penting dari dua segitiga yang ada. Dalam hal ini masing-masing ujung segitiga berisi satu aspek yang sama yaitu *Management*, *Management*, dan *Management*. Artinya, aspek-aspek yang ada pada masing-masing ujung pada kedua segitiga terdahulu tidak akan ada artinya bila manajemen yang ada tidak dapat diandalkan. Pasar

perusahaan bisa baik bilamana komitmen dan kualitas manajemen menjanjikan. Tanpa manajemen yang memadai akan sukar bagi suatu perusahaan untuk bisa berkembang dan maju menjadi perusahaan yang menguntungkan dan mampu bersaing serta bertahan untuk jangka lama.

Kedua, anomali dari IPO. *Ritter* (1991) menjelaskan bahwa IPO saham memiliki tiga anomali. Ketiga anomali tersebut adalah (1) adanya *underpricing* yang konsisten (2) adanya putaran dalam besarnya tingkat *underpricing*; (3) IPO mengalami depresiasi harga saham dalam jangka panjang. Ketiga anomali tersebut hampir dijumpai di semua pasar modal yang ada.