

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama (*ownership retention*).

Menurut Prastyowati (2006) Kepemilikan saham didefinisikan sebagai proporsi jumlah saham yang masih ditahan oleh pemegang saham lama (pemilik perusahaan yang menghantarkan perusahaan *go public*) setelah *listing* di Bursa Efek. Sedangkan menurut Widarjo dkk. (2010) kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama adalah persentase penyertaan saham pemilik lama yang masih dipertahankan oleh pemilik lama setelah perusahaan melakukan penawaran umum perdana. Leland dan Pyle (1977) dalam Widarjo dkk. (2010) menyatakan bahwa retensi kepemilikan sebagai sinyal arus kas dimasa yang akan datang. Hasil penelitian tersebut mengandung makna bahwa semakin tinggi proporsi saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama atau semakin kecil proporsi saham yang dijual kepada masyarakat maka peluang terciptanya *return* saham setelah IPO akan semakin besar. Hal ini dikarenakan semakin tinggi kepemilikan saham oleh pemilik lama maka pemilik lama akan berhati-hati dalam mengelola perusahaan, baik dalam hal kebijakan operasional, investasi dan pendanaan. Dengan adanya kehati-hatian pemilik lama dalam mengelola perusahaan maka

saham dan pihak-pihak yang berkepentingan lainnya (Razaee, 2003 dalam Widarjo dkk., 2010). Dengan tingginya tingkat independensi dan kompetensi dari auditor maka akan meningkatkan kredibilitas dari laporan keuangan, dengan meningkatnya kredibilitas dari laporan keuangan maka diharapkan akan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

3. Laba Perusahaan.

Dalam Suwardjono (2005) laba secara konseptual mempunyai karakteristik umum sebagai berikut:

- a. Kenaikan kemakmuran (*wealth* atau *well-offness*) yang dimiliki atau dikuasai suatu entitas. Entitas dapat berupa perorangan/individual, kelompok individual, institusi, badan, lembaga, atau perusahaan.
- b. Perubahan terjadi dalam suatu kurun waktu (periode) sehingga harus diidentifikasi kemakmuran awal dan kemakmuran akhir.
- c. Perubahan dapat dinikmati, didistribusi, atau ditarik oleh entitas yang menguasai kemakmuran asalkan kemakmuran awal dipertahankan.

Foster (1986) dalam Solihin (2004) menyatakan bahwa setiap pengumuman yang berhubungan dengan laba merupakan salah satu pengumuman yang dapat memengaruhi harga sekuritas. Pengumuman ini bisa berupa laporan tahunan awal, laporan tahunan detail, laporan interim, laporan perubahan metode-metode akuntansi, dan laporan auditor. Pendapat Foster tersebut menjadi dasar dari penelitian ini untuk melihat reaksi pasar atas nilai perusahaan dari pengumuman laba yang dilakukan oleh perusahaan.

Bagi perusahaan yang menerbitkan saham di pasar modal harga saham yang ditransaksikan di bursa merupakan indikator nilai perusahaan. Laba yang tidak menunjukkan informasi yang sebenarnya tentang kinerja manajemen dapat menyesatkan pihak pengguna laporan. Jika laba seperti ini digunakan oleh investor untuk membentuk nilai pasar perusahaan, maka laba tidak dapat menjelaskan nilai pasar perusahaan yang sebenarnya. Bagi investor, laporan laba dianggap mempunyai informasi untuk menganalisis saham yang diterbitkan oleh emiten (Boediono, 2005 dalam Susanti dkk., 2010).

4. *Underpricing.*

Ada dua kemungkinan yang terjadi terhadap harga saham setelah penawaran. Harga saham perdana lebih besar dari harga yang terjadi pada saat saham tersebut mulai diperdagangkan. Kondisi harga saham tersebut disebut sebagai *overpricing*. Sebaliknya harga saham bisa juga mengalami *underpricing*. Kondisi ini terjadi bila harga saham perdana lebih kecil dari harga yang terjadi pada saat saham tersebut mulai diperdagangkan di pasar sekunder (Firth dan Smith, 1992 dalam Kusuma, 2001). Bila *underpricing* terjadi, maka investor berkesempatan memperoleh abnormal *returns* berupa *initial return* positif.

Menurut Samsul (2006) dalam Hasibuan (2010) *underpricing* adalah keadaan dimana harga penawaran saham perdana lebih murah dibandingkan harga saham di pasar sekunder. Penentuan harga penawaran saham perdana merupakan kesepakatan antara *underwriter* dan perusahaan emiten. Sedangkan harga di pasar sekunder berasal dari permintaan dan penawaran yang terjadi di

pasar. Jadi, perusahaan yang mengalami *underpricing* saat IPO memiliki kemungkinan memiliki harga saham yang lebih tinggi di masa depan.

Sedangkan menurut Wijayanti (2008) *underpricing* merupakan ketidakpastian harga yang dipengaruhi oleh adanya asimetri informasi antara investor yang tidak memiliki informasi dengan pihak yang memiliki informasi yang lebih banyak.

5. Kepemilikan Manajerial.

Pihak manajerial adalah pihak yang menjalankan perusahaan. Nuringsih (2005) dalam Animah dan Ramadhani (2010) berpendapat bahwa manajer mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan untuk mensterilkan dengan pemegang saham agar dapat menghasilkan kinerja yang lebih baik. Penelitian Jensen dan Meckling (1976) dalam Animah dan Ramadhani (2010) menyatakan bahwa terdapat kesejajaran antara kepentingan manajer dan pemegang saham pada saat manajer memiliki saham perusahaan dalam jumlah yang besar.

Menurut Wahyudi dan Pawestri (2006) kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial. Sedangkan menurut Widarjo dkk. (2010) kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus pemilik atau pemegang saham perusahaan. Teori keagenan menggambarkan perusahaan sebagai titik temu hubungan keagenan antara pemilik perusahaan (prinsipal) dan manajemen perusahaan sebagai agen.

Jensen dan Meckling (1976) dalam Widarjo dkk. (2010) mengemukakan bahwa kepemilikan saham oleh manajer akan mempengaruhi kinerja manajer dalam menjalankan operasi perusahaan. Manajer yang memiliki saham dalam perusahaan akan berusaha meningkatkan kinerja perusahaan, karena dengan meningkatnya laba perusahaan maka insentif yang diterima oleh manajer akan meningkat pula. Sebaliknya jika kepemilikan manajer turun, maka biaya keagenannya akan meningkat. Hal ini dikarenakan manajer akan melakukan tindakan yang tidak memberikan banyak manfaat bagi perusahaan, manajer akan cenderung untuk memanfaatkan sumber-sumber perusahaan untuk kepentingannya sendiri.

6. Kepemilikan Institusional.

Institusi sebagai pemilik saham dianggap lebih mampu dalam mendeteksi kesalahan yang terjadi. Rachmawati dan Triatmoko (2007) menyatakan bahwa investor institusional biasanya memiliki saham dengan jumlah besar, sehingga jika mereka melikuidasi sahamnya akan mempengaruhi nilai saham secara keseluruhan. Menurut Wahyudi dan Pawestri (2006) kepemilikan institusional diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemilik institusi dan kepemilikan oleh *blockholder*.

Widarjo dkk. (2010) menyatakan bahwa kepemilikan institusional adalah kondisi dimana institusi memiliki saham dalam suatu perusahaan. Kepemilikan saham oleh institusi dapat mempengaruhi jalannya perusahaan dengan hak voting yang mereka miliki dalam proses pembuatan keputusan perusahaan, baik keputusan investasi maupun keputusan hutang. Selain itu

institusi dapat menjadi alat monitoring terhadap kebijakan-kebijakan yang dibuat oleh perusahaan, karena institusi dianggap lebih berpengalaman dalam menjalankan operasi sebuah perusahaan dibandingkan dengan investor publik lainnya.

7. Nilai Perusahaan.

Tujuan perusahaan dalam jangka panjang adalah mengoptimalkan nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya (Fama, 1978, Wright dan Ferris, 1997 dalam Wijaya dkk., 2010). Semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pula pemiliknya. Jensen (2001) dalam Wahyudi dan Pawestri (2006) menjelaskan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua klaim keuangan seperti hutang, warran, maupun saham preferen.

Siallagan dan Machfoedz (2006) menyatakan bahwa nilai perusahaan akan tercermin dari kualitas perusahaannya, apabila kualitas suatu perusahaan tinggi maka akan timbul *feedback* terhadap nilai perusahaan yang akan diperoleh. Selain itu, nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga pasar saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual di saat terjadi transaksi disebut nilai pasar perusahaan, karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai *asset* perusahaan sesungguhnya. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi.

B. Hasil Penelitian Terdahulu dan Penurunan Hipotesis

1. Kepemilikan Saham Yang Masih Dipertahankan Oleh Pemilik Lama (*Ownership Retention*) Dan Nilai Perusahaan.

Jog dan McConomy (2003) dalam Firdaus (2011) menemukan bukti bahwa besarnya proporsi saham yang dipertahankan perusahaan (*ownership retention*) pada waktu IPO merupakan sinyal bagi pasar mengenai kualitas perusahaan. Perusahaan dengan kualitas IPO yang baik dapat meningkatkan nilai perusahaan dan menarik perhatian para investor sehingga memberi keuntungan bagi perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Hartono (2006) memperoleh hasil bahwa proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama merupakan sinyal positif nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

Widarjo dkk. (2010) dalam penelitiannya menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti penelitian ini mendukung teori sinyal Leland dan Pyle (1977), artinya semakin tinggi proporsi kepemilikan saham yang dipertahankan oleh pemilik lama maka semakin tinggi nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Prediksi teori sinyal Leland dan Pyle dalam hartono (2006) menyatakan bahwa di bawah kondisi normal pemilik lama secara monotonik meningkatkan retensi kepemilikannya. Pasar membaca semakin besar retensi kepemilikan oleh pemilik lama sebagai sinyal bahwa perusahaan tersebut prospektif. Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut maka hipotesis satu dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₁: Proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

2. Reputasi Auditor dan Nilai Perusahaan

Datar, *et al.* (1991) dalam Widarjo dkk. (2010) mengembangkan teori Leland dan Pyle dengan memasukkan variabel kualitas auditor dalam mengkomunikasikan informasi privat pemilik lama ke pasar. Menurut Datar, *et al.* retensi kepemilikan dan kualitas auditor dapat digunakan sebagai sinyal perusahaan secara simultan. Sedangkan Widyaningdyah (2001) menggunakan variable *earning management* dalam penelitiannya sebagai indikator nilai perusahaan yang menghasilkan penelitian bahwa reputasi auditor tidak berpengaruh signifikan terhadap *erning management*.

Ali dan Hartono (2003) dalam Widarjo dkk. (2010) menyatakan bahwa kualitas aktual audit tidak dapat diobservasi, sehingga auditor berusaha untuk mengkomunikasikan kualitas mereka melalui sinyal seperti reputasi atau *brand names*. *Adviser* yang profesional (auditor dan *underwriter* yang mempunyai reputasi tinggi) dapat digunakan sebagai tanda atau petunjuk terhadap kualitas perusahaan emiten (Holland dan Horton, 1993 dalam Yasa, 2008). Kemudian Widarjo dkk. (2010) menyatakan bahwa reputasi auditor tidak terbukti secara statistik dapat mempengaruhi nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana, namun secara simultan reputasi auditor secara statistik terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana.

Pengorbanan emiten untuk memakai auditor yang berkualitas akan diinterpretasikan oleh investor bahwa emiten mempunyai informasi yang tidak menyenangkan mengenai prospeknya pada masa mendatang. Hal ini berarti bahwa penggunaan auditor yang memiliki reputasi tinggi akan mengurangi ketidakpastian pada masa mendatang. Berdasarkan penelitian tersebut maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H₂: Reputasi auditor berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

3. Laba Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Beaver (1968) dalam Solihin (2004) menyebutkan bahwa bila pengumuman laba tahunan mengandung informasi, variabilitas perubahan harga akan nampak lebih besar pada saat laba diumumkan daripada saat lain selama tahun yang bersangkutan karena terdapat perubahan dalam keseimbangan nilai harga saham saat itu selama periode pengumuman. Hasil penelitiannya memberi bukti bahwa perilaku harga dan volume sekitar tanggal pengumuman mengindikasikan laba mengandung informasi yang relevan untuk penilaian perusahaan. Nilai pasar perusahaan dapat dipahami sebagai laba agregasi perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang dan nilai buku ekuitas perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang. Orang dapat mengidentifikasi keadaan dalam hal laba yang diharapkan di masa yang akan datang (diskala berdasarkan inversi dari *risk-free risk*) untuk menentukan nilai perusahaan. Dalam kasus seperti ini, laba yang diharapkan di masa yang akan datang tersebut memberikan informasi yang cukup untuk

menghitung *present value* dalam penentuan nilai perusahaan (Ohlson, 1995 dalam Kumalahadi, 2003). Dengan demikian, nilai buku ekuitas dan laba merupakan variabel dasar untuk menentukan nilai perusahaan.

Solihin (2004) melakukan penelitian yang bertujuan untuk menguji pengaruh laba sebelum pajak terhadap nilai perusahaan dengan hasil laba sebelum pajak secara positif signifikan berpengaruh dalam meningkatkan nilai perusahaan. Barth, *et al.* (1999) dalam Kumalahadi (2001) menemukan suatu pola bahwa kenaikan laba berkorelasi positif dengan pertumbuhan dan berkorelasi negatif dengan resiko. Dengan demikian, perusahaan yang tumbuh cenderung labanya meningkat, sehingga pasar juga memberikan respon yang positif. Berdasarkan uraian tersebut dapat diambil hipotesis sebagai berikut:

H₃: Laba perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

4. *Underpricing* dan Nilai Perusahaan

Hartono (2005) menguji retensi *underpricing* sebagai variabel yang memperkuat sinyal positif nilai perusahaan. Hasil dari penelitian ini adalah *underpricing* merupakan sinyal positif nilai perusahaan setelah IPO. Prastyowati (2006) melakukan penelitian yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO ternyata mengalami *underpriced* (hasil dari ketidakpastian harga saham pada pasar sekunder). Untuk mengatasi permasalahan asimetri informasi tersebut, *issuer* akan memberikan sinyal dengan melakukan *underpricing* dan menahan sebagian saham yang ditawarkan (*fractional holding*). Semakin besar *fractional holding*

menandakan semakin besar *future cash flow* suatu perusahaan. *Underpricing* dan *fractional holding* merupakan tindakan rasional yang dilakukan *issuer* dan *underwriter* untuk memberikan sinyal pada pasar. Sinyal positif akan berpengaruh positif pada tingkat *underpricing*. Berdasarkan hasil penelitian-penelitian tersebut, maka hipotesis selanjutnya dalam penelitian ini adalah:

H₄: *Underpricing* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

5. *Ownership Retention, Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan*

Hartono (2006) melakukan suatu pengujian yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak memperkuat sinyal positif nilai perusahaan. Hubungan antara kepemilikan saham oleh manajemen dengan nilai perusahaan telah banyak diteliti walaupun bukan dalam konteks IPO. Penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) tentang implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening memperoleh hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui keputusan pendanaan. Animah dan Ramadhani (2010) menghasilkan suatu kesimpulan penelitian yaitu kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan Widarjo dkk. (2010) melakukan penelitian dengan hasil mendukung penelitian yang dilakukan oleh Hartono (2006).

Kepemilikan manajerial di dalam suatu perusahaan, yang juga sekaligus menjadi pemilik perusahaan memiliki kepentingan yang lebih dalam

meningkatkan kinerja perusahaan. Meningkatnya kinerja perusahaan, oleh para investor dilihat dari meningkatnya laba perusahaan. Nilai perusahaan otomatis akan meningkat seiring dengan meningkatnya laba perusahaan yang juga pasti akan berdampak positif pada apa yang akan diterima oleh manajer. Dari penjelasan tersebut dapat ditarik suatu hipotesis, yaitu:

H₅: Kepemilikan manajerial memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

6. *Ownership Retention, Kepemilikan Institusional dan Nilai Perusahaan.*

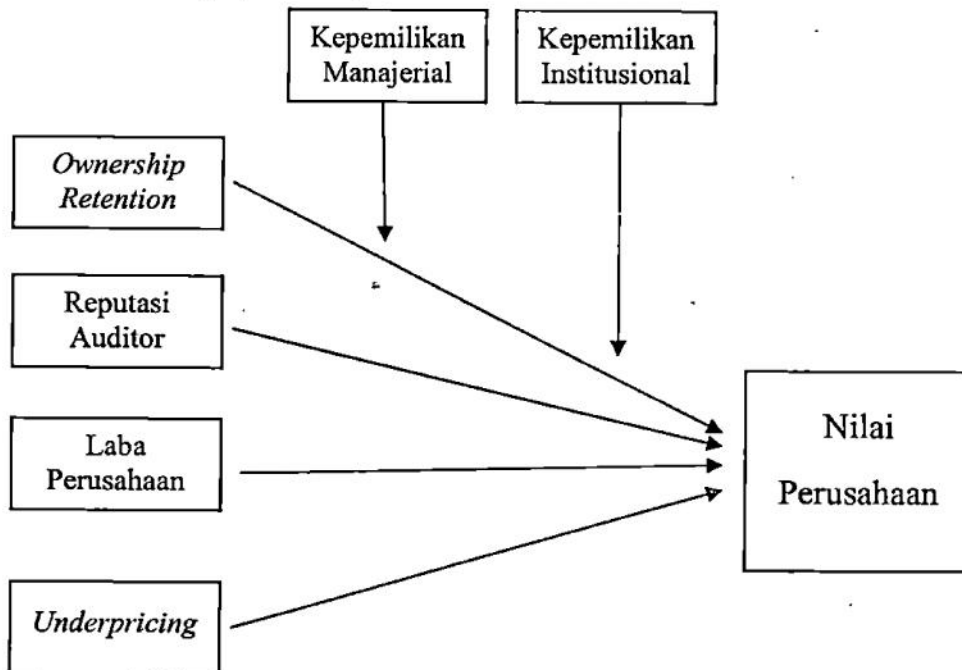
Barclay dan Holderness (1990) dalam Widarjo dkk. (2010), menemukan pengaruh positif signifikan tingkat kepemilikan institusional dalam jumlah yang cukup besar terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian Wahyudi dan Pawestri (2006) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan keuangan maupun nilai perusahaan. Hartono (2006) membuktikan secara empiris bahwa kepemilikan institusional memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Tetapi hasil penelitian Widarjo dkk. (2010) bertentangan dengan Hartono (2006).

Kepemilikan institusional adalah kondisi dimana institusi memiliki saham dalam suatu perusahaan. Nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi alat monitoring yang efektif (Slovin dan Sukha, 1993 dalam Hartono, 2006). Aktivitas monitoring yang dilakukan oleh

institusi dapat mempengaruhi jalannya perusahaan sekaligus mampu meningkatkan kemakmuran pemegang saham, sehingga nilai perusahaan akan meningkat. Dari uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₆: Kepemilikan institusional memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana.

C. Model Penelitian



Gambar 2.1.
Model Penelitian