Pengungkapan *Intellectual Capital*, Reputasi *Underwriter* dan IPO *Underpricing***Zulhawati**zulhawati.uty@gmail.com

UTY Yogyakarta

Abstract

This study examines the effect of Intellectual Capital Disclosure and Underwriter Reputation to IPO Underpricing the company public on Indonesia Stock Exchange 2007-2012. The Results of research on the observation period there was 80% of companies experiencing IPO underpricing. Underpricing phenomenon is deliberately done to get the attention of the company's stock price increases in the first day listing or may occur due to information asymmetries between issuers and underwriters among and investors who have information about the issuer's prospects. Information asymmetry can be reduced by presenting financial information and non-financial information in the prospectus, one of non- financial information to be presented is intellectual capital. Information about the underwriter's reputation is also required by investors as a measure of financial information that is relevant and reliable. The results of multiple regression statistical test indicates that intellectual capital disclosure and underwriter reputation negatively affect the level of underpricing. This suggests that the higher intellectual capital disclosure can reduce IPO underpricing, as well as a good underwriter reputation can reduce IPO underpricing.

Keywords: *IPO underpricing, intellectual capital disclosure, underwriter reputation, information asymmetries*

1. Pendahuluan

Peningkatan kebutuhan dana perusahaan dapat dipenuhi dengan memilih salah satu dari berbagai alternatif pendanaan yang dapat digunakan. Sumber pendanaan bisa berasal dari internal perusahaan maupun berasal dari external perusahaan. Sumber pendanaan yang berasal dari internal perusahaan dengan memanfaatkan laba yang tidak dibagi. Sedangkan sumber pendanaan yang berasal dari external perusahaan dapat berasal dari utang atau menerbitkan saham. Sumber pendanaan melalui penerbitan saham yang dijual kepada masyarakat umum dikenal dengan penawaran umum atau *go public*.

Perusahaan melakukan *go public* menjadi salah satu alternatif bagi perusahaan guna memperoleh dana tambahan untuk kegiatan ekspansi atau operasi perusahaan sedangkan bagi investor di pasar modal sebagai salah satu alternatif tempat berinvestasi. Tahapan dalam proses *go public*, sebelum diperdagangkan di pasar skunder, saham terlebih dahulu dijual di pasar primer atau pasar perdana yang biasa disebut dengan *Initial Public Offering* (IPO). Investor membeli saham di pasar perdana dengan harapan akan mendapatkan keuntungan yang diperoleh dari selisih harga lebih antara harga di pasar skunder dengan di pasar perdana atau *initial return*. Diperolehnya *initial return* berarti investor menerima *abnormal return* melalui IPO yang dilakukan perusahaan. Menurut Jogiyanto (2010:566) investor yang dapat kesempatan untuk membeli sekuritas yang *undervalued* ini akan dapat menikmati *abnormal return* yang ada hanya terjadi dengan waktu yang cepat dan tidak

berkepanjangan. Ini berarti bahwa investor yang membeli beberapa saat setelah pengumuman IPO sudah tidak akan memperoleh *abnormal return* lagi, karena harga sekuritas sudah mencapai keseimbangan baru.

Pada saat perusahaan melakukan IPO yang dilaksanakan di pasar primer (*primary market*), tidak ada harga pasar saham sampai dimulainya penjualan di pasar sekunder. Pada saat tersebut umumnya investor memiliki informasi terbatas seperti yang diungkapkan dalam prospektus. Dengan demikian investor yang ingin menanamkan modalnya hanya memiliki informasi tentang perusahaan sebatas yang diinformasikan pada prospektus tersebut. Prospektus merupakan suatu laporan yang disyaratkan Bapepam kepada perusahaan yang ingin *listing* di pasar modal, yang berisikan gambaran umum perusahaan yang memuat keterangan secara lengkap dan jujur keadaan perusahaan dan prospeknya di masa mendatang serta memuat informasi-informasi yang diperlukan sehubungan dengan penawaran umum.

Salah satu masalah saat IPO adalah berapa harga yang tepat untuk selebar saham yang akan ditawarkan, dimana harga jual saat IPO ditentukan oleh emiten (perusahaan penerbit) dengan *underwriter* (penjamin emisi), sedangkan harga saham yang dijual pada pasar sekunder ditentukan oleh mekanisme pasar, yaitu permintaan dan penawaran. Bila harga saat IPO lebih tinggi dibandingkan dengan harga yang terjadi di pasar sekunder pada hari pertama, maka disebut dengan *overpricing*, sebaliknya bila harga saat IPO lebih rendah dibandingkan dengan harga yang terjadi di pasar sekunder pada hari pertama, maka disebut dengan *underpricing*.

Kondisi *underpricing* sebenarnya merugikan perusahaan, karena secara *financial* perusahaan tidak mendapatkan dana secara maksimal, tapi menguntungkan bagi investor karena akan menerima *initial return* dari selisih harga beli di pasar primer dengan harga jual di pasar sekunder. *Underpricing* yang terjadi di Bursa Efek Indonesia sangat tinggi; pada tahun 2007 dari 22 emiten 20 emiten mengalami *underpricing*, tahun 2008 dari 19 emiten 16 emiten mengalami *underpricing*, tahun 2009 dari 13 emiten 8 emiten mengalami *underpricing*, tahun 2010 dari 23 emiten 21 emiten mengalami *underpricing*, tahun 2011 dari 25 emiten 16 emiten mengalami *underpricing*, tahun 2012 dari 23 emiten 22 emiten mengalami *underpricing*. Dari tahun 2007 sampai tahun 2012 diketahui ada 125 emiten yang melakukan IPO ada 100 emiten mengalami *underpricing*.

Permasalahan penting yang dihadapi emiten pada saat melakukan penawaran saham perdana adalah penutupan besarnya harga saham perdana. Sedangkan sebagai pihak yang membutuhkan dana, emiten menginginkan harga yang tinggi. Di sisi lain, harga yang tinggi akan mempengaruhi respon calon investor untuk membeli saham yang ditawarkan. Sebaliknya, penjamin emisi berusaha untuk meminimalkan risiko yang ditanggungnya.

Tipe penjaminan yang berlaku di Indonesia adalah *full commitment*, dimana pihak penjamin emisi akan membeli saham yang tidak habis terjual saat penawaran perdana. Keadaan ini membuat penjamin emisi berupaya untuk meminimalkan risiko dengan melakukan negosiasi dengan emiten agar harga saham-saham tersebut tidak terlalu tinggi, bahkan cenderung *underprice*.

Fenomena *underpricing* dapat terjadi karena adanya asimetri informasi, dimana asimetri informasi dapat terjadi antara emiten dengan *underwriter*, maupun antar investor yang memiliki informasi tentang prospek emiten (Trisnarningsih 2005). Emiten menginginkan harga perdana yang tinggi agar memperoleh dana sebesar yang diharapkan, disisi lain *underwriter* berusaha meminimalkan risiko penjaminan dengan menentukan harga yang dapat diterima oleh investor.

Pada proses penawaran perdana, emiten membutuhkan keterlibatan penjamin emisi sebagai perantara dalam penjualan saham dengan investor. Tinggi rendahnya harga perdana saham yang akan dibeli investor tergantung kesepakatan antara emiten dengan *underwriter*, walaupun emiten dan *underwriter* bersama-sama dalam penentuan harga perdana saham, namun sebenarnya masing-masing pihak mempunyai kepentingan yang berbeda. Reputasi *underwriter* menjadi tolak ukur bagi para investor untuk mendapatkan informasi yang relevan dan dapat dipercaya sebagai pertimbangan investasi.

Fakta fenomena *underpricing* lebih banyak terjadi pada perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana. Meskipun perusahaan telah menggunakan lembaga penjamin dan profesi penunjang yang bereputasi tinggi untuk menilai prospektus yang disediakan oleh perusahaan, hal ini tidak menjamin bahwa *underpricing* akan turun. *Underpricing* dapat dikurangi dengan cara menyajikan informasi akuntansi dan informasi *non* akuntansi dalam prospektus. Informasi akuntansi adalah laporan keuangan yang terdiri atas neraca, perhitungan laba/rugi, laporan arus kas dan penjelasan laporan keuangan. Informasi *non* akuntansi adalah informasi selain laporan keuangan, salah satu informasi *non* akuntansi yang perlu disajikan adalah *intelektual capital* (Lang dan Russel 2000).

Meskipun studi tentang *underpricing* telah banyak dilakukan, namun penelitian ini masih menarik karena tingginya tingkat *underpricing*, yang secara teori seharusnya tingkat *underpricing* dapat diminimalisir dengan *research gap* antar peneliti disamping itu beberapa penelitian hasilnya tidak konsisten. Berdasarkan permasalahan tersebut, maka penelitian ini akan menguji kembali pengaruh *Intellectual Capital Disclosure* dan *Underwriter Reputation* terhadap IPO *Underpricing*. Penelitian dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2007 sampai 2012.

2. Landasan Teori dan Hipotesis

2.1 Signaling Theory

Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang akan datang bagi kelangsungan suatu perusahaan dan bagaimana efek pasarnya. Informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai alat analisis untuk pengambilan keputusan investasi.

Teori ini didasarkan pada premis bahwa manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi perusahaan yang sama. Ada informasi tertentu yang hanya diketahui oleh manajer, sedangkan pemegang saham tidak tahu informasi tersebut. Jadi, ada informasi yang tidak simetri (*asymmetric information*) antara manajer dan pemegang saham. Akibatnya, ketika struktur modal ataupun kondisi perusahaan mengalami perubahan, hal itu dapat membawa informasi kepada pemegang saham yang akan mengakibatkan nilai perusahaan berubah. Dengan kata lain, terjadi pertanda atau sinyal (*signalling*).

Signalling teory menjelaskan bagaimana seharusnya sinyal-sinyal keberhasilan atau kegagalan manajemen (perusahaan) disampaikan kepada pemilik (investor). Berdasarkan teori ini perusahaan dituntut memberikan pengungkapan penuh kondisinya agar investor dapat memperoleh informasi yang mendorong keputusan investasi mereka. Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi yang lengkap, akurat dan tepat waktu bermanfaat sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi. Apabila pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, dimana pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai sinyal baik (*good news*) atau sinyal buruk (*bad news*). Jika pengumuman informasi tersebut sebagai sinyal baik bagi investor, maka terjadi perubahan dalam harga saham, dimana harga saham menjadi naik dan sebaliknya. Dengan demikian informasi akuntansi maupun *non* akuntansi dapat mempengaruhi ekspektasi investor terhadap *intial return* setelah IPO.

Teori ini yang paling memungkinkan untuk menjelaskan fenomena IPO *underpricing* secara komprehensif. Dalam teori ini, diasumsikan bahwa emiten memiliki informasi yang sempurna tentang nilai perusahaan dan investor adalah entitas *uninformed*. Investor kemudian menilai perusahaan sebagai fungsi dari mekanisme *signaling* yang berbeda-beda. Dalam sebuah penelitian oleh Leland dan Pyle pada 1977, kesimpulan yang didapatkan adalah bahwa perusahaan dapat memberikan sinyal nilai perusahaan kepada pihak luar dengan menahan beberapa sahamnya (Karlis 2000).

Hipotesis ini menegaskan bahwa perusahaan dengan sengaja menurunkan nilai penerbitannya yang memiliki tujuan spesifik untuk mendapatkan perhatian dari kenaikan harga saham pada hari pertama saat *listing*. Hal tersebut memberikan publikasi tambahan dan eksposur media bagi perusahaan dengan menyediakan nilai perusahaan kepada investor. Teknik ini dianggap sebagai *grandstanding IPO* dan biasanya akan dilakukan oleh perusahaan yang lebih kecil dan belum lama berdiri yang membutuhkan perhatian investor dan yang nilainya dianggap sangat tidak pasti oleh investor potensial. Oleh karena itu, tingkat *underpricing* akan berbanding terbalik dengan ukuran atau nilai perusahaan emiten.

Willenborg (dalam Karlis 2000) menemukan bahwa meskipun semua perusahaan mendapatkan keuntungan dari reputasi auditor, perusahaan yang memiliki ukuran berbeda-beda memiliki alasan yang berbeda-beda juga dalam memilih *underwriter* dan auditor yang presitisius. Jika sebuah perusahaan menggunakan jasa auditor yang memiliki reputasi baik, sinyal yang diberikan kepada investor adalah bahwa perusahaan akan mendapatkan keuntungan dengan hasil analisis laporan keuangan yang lebih akurat (proses audit oleh auditor). Menurut Karlis 2000, teori ini juga mengasumsikan bahwa *underwriter* mengetahui efek *signaling* dan menggunakannya saat menyetujui kontrak IPO.

Untuk menurunkan risiko penurunan (*overpricing*), *underwriter* akan menurunkan harga saham perdana pada saat IPO. Dengan melakukan hal demikian, mereka menurunkan risiko yang dapat merusak reputasi mereka dengan penawaran yang *undersubscribed* dan *overpriced*, atau menyeret mereka dalam proses pengadilan efek yang melibatkan investor dalam emiten yang memiliki risiko tinggi. Ketidakpastian perusahaan dalam melakukan emisi saham dan motif perusahaan untuk menjaga dan meningkatkan kredibilitas perusahaan adalah katalis-katalis di balik tujuan *underwriter* untuk menurunkan harga penawaran saham perdana.

Determinan yang paling penting dalam ketidakpastian adalah nilai pasar emiten yang disetujui dan ukuran perusahaan emiten. Oleh karena itu, teori ini memprediksi bahwa jika nilai pasar emiten berkurang, maka tingkat *underpricing* akan meningkat. Karena, di dalam banyak kasus, nilai pasar emiten berhubungan secara langsung dengan nilai dan ukuran perusahaan penerbit, teori ini memenuhi tren yang sebelumnya disebutkan tentang *underpricing* pada masa sekarang. Dalam teori ini juga disebutkan bahwa jika ukuran dan reputasi *underwriter* semakin besar, maka *underwriter* akan cenderung untuk menurunkan nilai penerbitan.

2.2 Asimetri Informasi

Asimetri informasi adalah kondisi di mana ada ketidakseimbangan perolehan informasi antara pihak manajemen sebagai penyedia informasi dengan pihak pemegang saham dan stakeholder pada umumnya sebagai pengguna informasi. Asimetri informasi terjadi karena sifat dasar manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri, manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang dan manusia selalu menghindari risiko. Berdasarkan asumsi sifat dasar manusia tersebut, menyebabkan informasi yang dihasilkan manusia untuk manusia lain selalu dipertanyakan reliabilitasnya dan dapat dipercaya tidaknya informasi yang disampaikan. Emiten, *underwriter* (penjamin emisi), masyarakat pemodal adalah pihak-pihak yang terlibat dalam penawaran perdana pada saat terjadinya *underpricing* karena adanya asimetri informasi yang menjelaskan perbedaan informasi. Model Baron (1982), menganggap *underwriter* memiliki informasi lebih mengenai pasar modal, sedangkan emiten tidak memiliki informasi mengenai pasar modal. Oleh karena itu, *underwriter* memanfaatkan informasi yang dimiliki untuk membuat kesepakatan harga IPO yang maksimal, yaitu harga yang memperkecil risikonya apabila saham tidak terjual semua. Karena emiten kurang memiliki informasi, maka emiten menerima harga yang murah bagi penawaran sahamnya. Semakin besar ketidakpastian emiten tentang kewajaran harga sahamnya, maka lebih besar permintaan terhadap jasa *underwriter* dalam menetapkan harga. Sehingga *underwriter* menawarkan harga perdana sahamnya dibawah harga ekuilibrium. Oleh karena itu akan menyebabkan tingkat *underpricing* semakin tinggi (Murni 2004).

2.3 Underpricing

Underpricing adalah suatu keadaan dimana harga saham yang diperdagangkan di pasar perdana lebih murah dibandingkan ketika diperdagangkan di pasar skunder dan memungkinkan investor memperoleh *initial return* positif. Fenomena *underpricing* inilah yang menarik investor untuk membeli saham perusahaan yang menjanjikan keuntungan bila dijual di pasar skunder. Fenomena *underpricing* terjadi karena adanya asimetri informasi sebagai akibat tidak seimbangannya informasi antara *underwriter* dengan emiten.

Harga saham yang terjadi di pasar skunder ditentukan oleh mekanisme kekuatan penawaran dan permintaan. Sedangkan harga saham yang dijual di pasar perdana (IPO) telah ditentukan lebih dahulu berdasarkan kesepakatan antara emiten dan penjamin emisi. Perbedaan penentuan harga ini terjadi karena masing-masing pihak mempunyai kepentingan yang berbeda. Emiten menginginkan dana yang banyak sesuai kesepakatan harga yang telah ditentukan, sementara *underwriter* berusaha menjual di pasar perdana dengan harga lebih murah untuk menarik investor, hal ini dilakukan untuk memperkecil risiko karena saham tidak laku dijual.

Emiten akan menerima harga yang murah bagi penawaran sahamnya karena kurang memiliki informasi tentang investor. Implikasinya semakin sedikitnya informasi yang dimiliki emiten dan semakin besar ketidakpastian emiten tentang kewajaran harga saham untuk investor, maka lebih besar permintaan jasa *underwriter* dalam menetapkan harga. Sebagai kompensasi atas informasi yang diberikan oleh *underwriter*, emiten mengizinkan *underwriter* menawarkan harga sahamnya dibawah harga ekuilibrium. Dengan demikian semakin besar ketidakpastian akan semakin besar risiko yang dihadapi *underwriter*, maka tingkat *underpricing* semakin tinggi.

Underpricing merupakan biaya tidak langsung bagi perusahaan yang melakukan IPO. Artinya, bila harga saham dapat diterima di pasar dengan harga yang lebih tinggi, kenapa tidak dijual dengan harga tersebut, yaitu harga pada saat penutupan hari pertama dipasar sekunder. Para pemilik perusahaan menginginkan agar dapat meminimalisir *underpricing*

karena terjadinya *underpricing* akan menyebabkan transfer kemakmuran dari pemilik kepada investor (Beatty 1989).

Mc Donald dan Fisher (1973) dalam Nyoman dan Suad (2004:426) menyatakan bahwa pada saat terjadinya *underpricing*, perbedaan antara *offering price* dengan harga pasar setelah penawaran perdana merupakan “*rent*” atau bayaran yang didistribusikan oleh penjamin emisi kepada pembeli awal saham, sehingga IPO akan meningkat dengan tajam setelah diperdagangkan di pasar sekunder.

Investor tidak akan membeli saham jika informasi yang didapat tidak cukup meyakinkan untuk mendapatkan keuntungan pada pembelian saham perdana. Sedangkan biaya penyebaran informasi perusahaan yang sempurna pada calon pembeli tidak murah, sehingga untuk mengkompensasikan informasi yang kurang tersebut perusahaan melakukan *underpricing*. Semakin tinggi ketidakpastian semakin tinggi pula tingkat *underpricing* yang ditanggung perusahaan.

2.4 Pengungkapan Intelektual Capital

Intelektual capital adalah intelektual yang diformalkan, ditangkap, dan dimanfaatkan untuk menghasilkan asset senilai lebih tinggi (Guthrie dan Richard 2000). Menurut Bontis (2001) saat ini belum ada standar akuntansi yang mengatur secara sistematis tentang pengidentifikasian, pengukuran, dan pelaporan *intelektual capital* sehingga pengungkapan masih bersifat sukarela. *Intellectual capital disclosure* akan meningkatkan relevansi dan reliabilitas laporan keuangan terutama untuk memprediksi kinerja keuangan perusahaan dimasa yang akan datang. *Intellectual capital* sering didefinisikan sebagai sumber daya pengetahuan dalam bentuk karyawan, pelanggan, proses atau teknologi yang dapat digunakan perusahaan dalam proses penciptaan nilai bagi perusahaan (Bukh *et al.* 2005).

Singh dan Van der Zahn (2007; 2008) dalam penelitiannya menggunakan indeks pengungkapan *intellectual capital* yang dikembangkan dari indeks penelitian sebelumnya oleh Bukh *et al.* (2005). Indeks pengungkapan tersebut dari 84 item yang membagi *intellectual capital* menjadi 6 komponen, yaitu: karyawan ada 28 item, pelanggan ada 16 item, teknologi informasi ada 6 item, proses ada 9 item, riset dan pengembangan (R&D) ada 9 item, serta pernyataan strategis ada 16 item.

2.5 Reputasi Underwriter

Penjamin emisi efek adalah pihak yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan emiten dengan atau tanpa kewajiban membeli sisa efek yang tidak terjual (Jogiyanto 2010). Sedangkan menurut Tandelilin (2011) penjamin emisi berperan sebagai lembaga perantara emisi yang menjamin penjualan sekuritas yang diterbitkan emiten. Penjamin emisi merupakan mediator yang mempertemukan emiten dan investor.

Underwriter harus membuat strategi untuk mengalokasikan saham kepada investor dan harus dapat memberikan informasi berharga mengenai harga IPO. Adanya hubungan antara investor (investor institusi) dengan *underwriter* dimasa lalu, memungkinkan *underwriter* mengalokasikan saham lebih besar untuk investor yang sama dalam industri yang sama. Pengalokasian saham yang besar kepada investor institusi, akan mempengaruhi besarnya *underpricing* karena adanya kepentingan *underwriter* dalam menyukseskan penjualan saham perdana yang dijaminnya serta kontrol yang dimiliki oleh investor institusi dalam mempengaruhi level aktivitas IPO dan dalam membentuk level *underpricing*.

2.6 Modal Intelektual dan Underpricing

Berdasarkan teori signaling, emiten dan *underwriter* biasanya dengan sengaja akan menurunkan harga penawaran saham perdana dengan tujuan untuk mengkompensasi investor atas adanya informasi asimetri yang terjadi. Teori ini juga menjelaskan bagaimana informasi asimetri dapat dikurangi dengan cara salah satu pihak memberikan signal informasi kepada pihak lain. Agar sinyal tersebut efektif, maka harus dapat ditangkap pasar dan dipersepsikan baik, serta tidak mudah ditiru oleh perusahaan yang berkualitas buruk. Salah satu informasi yang dapat dijadikan sinyal adalah pengumuman yang dilakukan oleh emiten. Peningkatan pengungkapan informasi keuangan dan non-keuangan dalam *prospectus* dianggap sebagai mekanisme potensial untuk mengurangi asimetri informasi yang terjadi pada saat IPO (Bukh 2003).

Pengungkapan *intelektual capital* menjadi salah satu komponen penting dalam pengungkapan di dalam *prospectus*. Dengan adanya pengungkapan *intelektual capital*, diharapkan dapat mengurangi terjadinya informasi asimetri sehingga investor dapat menerima sinyal positif dengan memperoleh lebih banyak informasi mengenai perusahaan dan menilai perusahaan dengan lebih baik. Ketidakpastian yang dapat mempengaruhi tingkat *underpricing* dapat berkurang dan *underpricing* akan lebih rendah. Dari paparan tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H1: Pengungkapan *intelektual capital* berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*

2.7 Reputasi Underwriter dan Underpricing

Semakin besar ketidakpastian akan semakin besar risiko yang dihadapi *underwriter*, maka akan menyebabkan tingkat *underpricing* semakin tinggi. Hal ini disebabkan karena *underwriter* menggunakan kesanggupan penuh (*full commitment underwriting*) sehingga *underwriter* mengikatkan diri untuk menawarkan saham kepada publik dan membeli sisa saham. Keadaan ini membuat *underwriter* berusaha menjual di pasar perdana kemudian membeli saham yang tidak laku dengan harga sama dengan penawaran di pasar perdana. Agar saham habis terjual, maka *underwriter* berusaha menekan harga.

Reputasi penjamin emisi dapat digunakan sebagai sinyal untuk mengurangi tingkat ketidakpastian yang tidak dapat diungkapkan oleh informasi yang terdapat dalam *prospectus* dan memberi sinyal bahwa informasi privat dari emiten mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Pasar percaya bahwa *underwriter* yang bereputasi baik tidak akan menjamin perusahaan yang berkualitas rendah. Sehingga semakin tinggi reputasi *underwriter* maka mencerminkan risiko perusahaan IPO tersebut rendah serta rendah pula tingkat ketidakpastian harga saham di masa yang akan datang, sehingga tingkat *underpricing* juga rendah (Carter dan Steven 1990). Dari paparan tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H2: Reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap IPO *underpricing*

3. Metoda Penelitian

Metode pemilihan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, yaitu seluruh perusahaan yang melakukan IPO dan mengalami *underpricing* di Bursa Efek Indonesia periode Januari 2007- Desember 2012. Data yang diperlukan meliputi data kuantitatif berupa data harga penawaran saham perdana (*offering price*) saham, harga penutupan (*closing price*) saham hari pertama di pasar skunder. Data kualitatif yang diperlukan berupa data pengungkapan *intelektual capital* dan *underwriter*. Data tersebut diperoleh dari www.idx.co.id, IDX Fact book, IDX Statistic 2007 – 2012, ICMD 2007 –

2012, PDEB UGM, Media masa, internet serta publikasi lain yang dapat membantu penelitian ini.

Berikut jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini:

Tabel 1 Sampel penelitian

Keterangan	Jumlah
Perusahaan yang melakukan IPO periode 2007 - 2012	125
Perusahaan yang tidak <i>underpricing</i>	(22)
Perusahaan yang laporannya keuangannya negatif	(3)
Sampel yang digunakan	100

Untuk menjawab hipotesis digunakan model sebagai berikut:

$$UND_i = \alpha + \beta_1 IC_i + \beta_2 UR_i + \beta_3 SIZE_i + \varepsilon$$

- α = Konstan
 β = Koefisien regresi
 ε = residual error
 UND_i = Tingkat *underpricing* perusahaan i
 IC_i = Modal Intellectual perusahaan i
 RU_i = Reputasi *Underwriter* perusahaan i
 $SIZE_i$ = Ukuran perusahaan i

Tingkat *underpricing* perusahaan (notasi UND)

Underpricing diukur dengan menggunakan *initial return* atau return awal yaitu selisih antara harga saham pada hari pertama penutupan (*closing price*) pada pasar skunder dikurangi harga di pasar perdana dibagi dengan harga di pasar perdana

$$Initial Return = \frac{closing price - offering prices}{offering prices} \times 100\% \dots\dots\dots (1)$$

Intellectual Capital (notasi IC)

Pengungkapan *intelektual capital* digunakan indeks untuk menentukan persentase pengungkapan dalam *prospectus* dengan *content analysis*. Content analysis dilakukan dengan membaca laporan *prospectus* atau annual report setiap perusahaan sampel dan memberi kode dikotomi tanpa mempertimbangkan bobot masing-masing yaitu memberi skor 1 jika atribut *intelektual capital* diungkapkan, dan skor 0 jika atribut *intelektual capital* tidak diungkapkan. Selanjutnya, indeks pengungkapan dihitung dengan cara berikut;

$$Indek intelektual capital = \frac{Jumlah IC yang diungkapkan dalam prospectus}{Jumlah IC yang seharusnya diungkapkan} \times 100\% \dots (2)$$

Jumlah pengungkapan *intelektual capital* yang seharusnya dalam penelitian ini ada 84 item yang digunakan oleh Singh dan Van der Zahn (2007) dengan menggunakan indeks pengungkapan *intellectual capital* yang dikembangkan dari indeks penelitian sebelumnya oleh Bukh *et al.* (2005). Indeks pengungkapan tersebut dari 84 item yang membagi *intellectual capital* menjadi 6 komponen, yaitu: karyawan ada 28 item, pelanggan ada 16 item, teknologi informasi ada 6 item, proses ada 9 item, riset dan pengembangan (R&D) ada 9 item, serta pernyataan strategis ada 16 item.

Reputasi *Underwriter* (notasi RU)

Reputasi *underwriter* diukur dengan memberi kode 1 untuk penjamin emisi yang masuk peringkat 20 dari 50 *most active IDX members in total trading frequency* dan kode 0 untuk penjamin emisi yang tidak masuk peringkat 20 dari 50 *most active IDX members in total trading frequency*.

Ukuran perusahaan (sebagai variabel control = notasi *size*)

Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan logaritma natural (ln) dari total asset yang dimiliki perusahaan pada periode terakhir sebelum melakukan IPO. Menurut Martani dan Chastina 2005, perusahaan dengan asset besar akan memberikan sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek bagus dan dapat mengurangi ketidakpastian dimasa yang akan datang. Hal ini mengindikasikan bahwa ada hubungan antara ukuran perusahaan dengan tingkat *underpricing*.

4. Hasil dan Pembahasan

Tabel 2 Deskripsi data

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Deviasi Std.
IPO <i>Underpricing</i>	100	0,014	0,710	0,297	0.211
IC <i>Disclosure</i>	100	.071	0,675	0,341	0.157
Size	100	18,718	31,519	27.644	2.078

Tabel 2 menunjukkan bahwa rata-rata *underpricing* saham dari pengamatan terhadap 100 perusahaan lebih dari 25%, rata-rata pengungkapan modal intelektual pada perusahaan kurang dari 50%. Emiten yang mengalami *underpricing* terendah 1,4% adalah PT Elang Mahkota Teknologi Tbk, sedangkan emiten dengan tingkat *underpricing* tertinggi adalah 71% terjadi pada perusahaan Bekasi Asri Pemula Tbk, Triwira Insanlestari Tbk, Destinasi Tirta Nusantara Tbk, PT Bank Sinarmas Tbk, dan PT Multifiling Mitra Indonesia Tbk, Tri Bayan Tirta Tbk, dan Waskita Karya Tbk. Pengungkapan modal intelektual terendah 7,1% oleh PT Golden Retalindo Tbk dan pengungkapan modal intelektual tertinggi 67,5% PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.

Tabel 3 Deskripsi data berdasar kelompok pengungkapan

Keterangan	Sampai 50%		Lebih dari 50%	
	Jumlah sampel	Rata-rata	Jumlah sampel	Rata-rata
IPO <i>Underpricing</i>	84	19,22%	16	65,19%
IC <i>Disclosure</i>	86	29,59%	14	61,79%

	IC Disclosure Sampai 50%	IC Disclosure lebih dari 50%
IPO Underpricing	29,5%	27,45%

Pada tabel 3 terlihat bahwa dari 100 sampel perusahaan yang diamati dengan tingkat *underpricing* kurang dari 50% lebih banyak daripada perusahaan yang mengalami *underpricing* lebih dari 50%. Perusahaan dengan tingkat pengungkapan *intellectual capital* kurang dari 50% juga lebih banyak dari perusahaan dengan tingkat pengungkapan *intellectual capital* lebih dari 50%. Perusahaan yang mengungkapkan *intelektual capital* sampai 50% mengalami *underpricing* lebih besar dari perusahaan yang mengungkapkan *intellectual capital* lebih dari 50%. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat pengungkapan *intellectual capital* akan semakin rendah tingkat *underpricing* saham.

Tabel 4: Deskripsi data untuk reputasi *underwriter*

Keterangan	Frekuensi	Persen
Tidak masuk peringkat	42	42
Masuk Peringkat	58	58
Total	100	100

Pada tabel 4 tersebut terlihat bahwa penjamin emisi yang masuk peringkat 20 dari 50 *most active IDX members in total trading frequency* lebih dari 50%. Hal ini mengindikasikan bahwa lebih dari 50% penjamin emisi dalam perusahaan sampel adalah penjamin emisi yang berkualitas termasuk dalam peringkat 20 dari 50 *most active IDX members in total trading frequency*.

Hasil Analisis Regresi untuk menguji hipotesis dapat dilihat pada tabel 5 berikut:

Tabel 5 Hasil uji hipotesis

	Koefisien	T	Sig	VIF
Constant	0.474	1.783	0.078	
Modal Intelektual	-0.292	-2.163*	0.033	1.040
Reputasi <i>Underwriter</i>	-0.144	-3.561*	0.001	1.017
Ukuran Perusahaan	0.00	0.023	0.982	1.047
ependen Variabel: <i>Underpricing</i>		Durbin-Watson; 1.805		
F Statistik: 6.341		Signifikansi: 0,001		
R ² : 0,165		Adjusted R ² : 0,139		

* signifikan pada $\alpha = 5\%$, R² dan Adjusted R² untuk menguji besarnya korelasi, F Statistik untuk menguji model

Pada tabel 5 dapat dilihat hasil uji asumsi klasik gejala multikolonearitas data dengan VIF (*Variance Inflation Factor*) kurang dari 10 menunjukkan bahwa model regresi terbebas dari gangguan multikolonearitas (Ghozali 2007). Hasil uji autokolerasi menunjukkan nilai Durbin-Watson berada diantara nilai dua – 4 dua atau antara 1,6819 – 2,3181 berarti tidak terjadi gejala autokorelasi dalam model regresi. Nilai koefisien determinasi (R²) sebesar 16,5% dan adjusted R² sebesar 13,9%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel modal intelektual dan

reputasi *underwriter* hanya dapat menjelaskan 16,5% (13,9%), sehingga masih banyak variabel yang bisa diteliti berkaitan dengan *underpricing* saham saat IPO.

Hasil regresi berganda menunjukkan nilai F statistik kurang dari 5%, hal ini menunjukkan bahwa model dalam penelitian ini dapat digunakan. Hasil uji hipotesis pada tabel 5 terlihat bahwa nilai signifikansi untuk variabel *intellectual capital disclosure* dan reputasi *underwriter* signifikan dibawah 5% dengan angka t negative. Hal ini menunjukkan bahwa *intellectual capital disclosure* dan reputasi *underwriter* secara negative mempengaruhi tingkat *underpricing*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *intellectual capital disclosure*, maka dapat mengurangi *underpricing*, begitu juga reputasi *underwriter* yang baik dapat mengurangi *underpricing*.

Intellectual capital disclosure dapat mengurangi asimetri informasi antara investor dengan agen perusahaan yang dapat mempengaruhi tingkat *underpricing*. *Intellectual capital disclosure* dapat menjadi salah satu sumber informasi yang bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan dalam proses pembuatan keputusan, karena *intellectual capital disclosure* dapat membuat laporan keuangan menjadi lebih relevan dan reliabel terutama untuk memprediksi kinerja keuangan di masa yang akan datang. Hal ini menunjukkan bahwa investor mulai mempertimbangkan *intellectual capital disclosure* sebagai salah satu hal yang diperhatikan untuk pengambilan keputusan dalam membeli saham perdana.

Reputasi *underwriter* merupakan sinyal bagi pasar. *Underwriter* dengan reputasi yang baik akan memberikan sinyal positif terhadap pasar karena *underwriter* dengan reputasi yang baik memiliki banyak informasi di pasar modal dan lebih memiliki kemampuan dalam mengelola harga saham. Dengan adanya sinyal positif yang diberikan oleh *underwriter* dengan reputasi yang baik, maka tingkat *underpricing* dapat dikurangi.

5. Simpulan

Pengujian menggunakan analisis regresi memperoleh hasil bahwa *intellectual capital disclosure* dan reputasi *underwriter* berpengaruh negative terhadap *underpricing* saham. Hal ini mengindikasikan bahwa *intellectual capital disclosure* yang tinggi dan reputasi *underwriter* yang baik dapat mengurangi *underpricing* saham saat IPO di Bursa Efek Indonesia. Hasil pengujian koefisien determinasi dalam penelitian ini masih rendah sehingga perlu menguji dengan menambah variabel lain seperti *leverage*, ROE, kondisi perekonomian, struktur kepemilikan, rata-rata kurs, jenis industry, karakteristik investor dan reputasi auditor. Penelitian selanjutnya juga dapat menguji *intellectual capital disclosure* dengan cara memisahkan pengungkapan yang wajib (*mandatory*) dengan pengungkapan yang sukarela (*voluntary*).

Daftar Referensi

- Baron. 1982. *A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues*. Journal of finance 37/4: 955-976.
- Beatty, Randolph P. 1989. *Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings*. The Accounting Review. Vol 64/4: 693-709.
- Bontis, Nick. 2001. *Assessing Knowledge Assets: A Review of the Models Used to Measure Intellectual Capital*. International Journal of Management Reviews. Vol. 3/1: 41-60.
- Bukh, Per Nikolaj. 2003. *The Relevance of Intellectual Capital Disclosure: A Paradox?*. Accounting, Auditing, and Accountability Journal. Vol. 16/1: 49-56.
- Bukh, Per Nikolaj. Christian Nielsen. Peter Gormsen. dan Jan Mouritsen. 2005. *Disclosure of Information on Intellectual Capital in Danish IPO Prospectuses*. Accounting, Auditing, and Accountability Journal. Vol. 18/6: 713-732.
- Carter, Richard dan Steven Manaster. 1990. *Initial Public Offerings and Underwriter Reputation*. The Journal of Finance. Vol. 45/4: 1045- 1067.
- Ghozali, Imam. 2007. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Guthrie, James dan Richard Petty. 2000. *Intellectual Capital Literature Review: Measurement, reporting, and Management*. Journal of Intellectual Capital, Vol 1, No. 2: 156-176
- Jogiyanto, Hartono. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketujuh. Yogyakarta: BPFE
- Karlis, Peter L. 2000. *IPO Underpricing*. The Park Place Economist. Vol. 8: 81-89.
- Lang, Mark H. dan Russel J. Lundholm. 2000. *Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock?*. Contemporary Accounting Research. Vol. 17/4: 623-662.
- Martani, Dwi dan Yolana, Chastina. 2005. *Variabel-variabel yang Mempengaruhi Fenomena Underpricing Pada Penawaran Saham Perdana di BEJ Tahun 1994 – 2001*. Proceedings. Simposium Nasional Akuntansi VIII, Solo, Indonesia: 538-553.
- Murni, Siti Asiah. 2004. *Pengaruh Luas Ungkapan Sukarela dan Asimetri Informasi Terhadap Cost of Equity Capital pada Perusahaan Publik di Indonesia*. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Vol. 7/2: 192-206.
- Nyoman, T dan Suad Husnan. 2004. *Perbandingan Abnormal Return Emisi Saham Perdana Perusahaan Keuangan dan Non-keuangan di Pasar Modal Indonesia: Pengujian Terhadap Hipotesis Informasi Asimetri*. Sosiosains. XVII/3

Singh, Inderpal dan Mitchell Van der Zahn. 2007. *Does Intellectual Capital Disclosure Reduce an IPO's Cost of Capital? The Case of Underpricing*. Journal of Intellectual Capital, Vol. 8/3: 404-516.

Singh, Inderpal dan Mitchell Van der Zahn. 2008. *Determinants of Intellectual Capital Disclosure in Prospectuses of Initial Public Offerings*. Journal of Accounting and Business Research. Vol. 38/5: 409-431.

Tandelilin, Eduardus. 2011. *Analisis Investasi & Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.

Trisnaningsih. 2005. *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing pada Perusahaan yang Go Public di Bursa Efek Jakarta*, Jurnal Akuntansi dan Keuangan. Vol/2: 195–210

Lampiran

Daftar Perusahaan Sampel

No	CODE	Emiten	IPO Date
1	BISI	Bisi Internasioanal Tbk	28-Mei-07
2	WEHA	Panorama Transportasi Tbk	31-Mei-07
3	BKDP	Bukit Dromo Property Tbk	15-Jun-07
4	SGRO	Sampoerna Agro Tbk	18-Jun-07
5	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk	22-Jun-07
6	MCOR	Bank Windu Kentjana Internasional Tbk	3-Jul-07
7	PKPK	Perdana Karya Perkasa Tbk	11-Jul-07
8	LCGP	Laguna Capital Griya Tbk	13-Jul-07
9	DEWA	Darma Henwa Tbk	26-Sep-07
10	BACA	Bank Capital Indonesia Tbk	04-Okt-07
11	GPRA	Perdana Gapuraprima Tbk	10-Okt-07
12	WIKA	Wijaya Karya (persero) Tbk	9-Jul-07
13	ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk	6-Nov-07
14	PTSN	Sat Nusapersada Tbk	8-Nov-07
15	JSMR	Jasa Marga(Persero) Tbk	12-Nov-07
16	JKON	Jaya Konstruksi Manggala Pratama Tbk	04-Des-07
17	CSAP	Catur sentosa Adiprana Tbk	12-Des-07
18	ASRI	Alam Sutera Reality Tbk	18-Des-07
19	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk	18-Des-07
20	COWL	Cowell Development Tbk	19-Des-07
21	ADRO	Adaro Energy Tbk	16-Jul-08
21	BAEK	Bank Ekonomi Raharja Tbk	8-Jan-08
23	BAPA	Bekasi Asri Pemula Tbk	14-Jan-08
24	DBSDE	Bumi Serpong Damau Tbk	6-Jun-08

25	YPAS	Yanaprima Hastpersada Tbk	5-Mar-08
26	ELSA	Elnusa Tbk	6-Feb-08
27	GZCO	Gosco Plantations Tbk	15-Mei-08
28	TPIA	Candrha Asri Putra chemical Tbk	26-Mei-08
29	TRAM	Trada Maritime Tbk	10-Sep-08
30	TRIL	Triwira Insanlestari Tbk	28-Jan-08
31	KOIN	Kokoh Inti Arebama Tbk	9-Apr-08
32	SIAP	Sekawan Inti Pratama Tbk	17-Okt-08
33	HOME	Hotel Manadarin Regency Tbk	17-Jul-08
34	INDY	Indika Energy Tbk	11-Jun-08
35	PDES	Destinasi Tirta Nusantara Tbk	8-Jul-08
36	BWPT	BW Plantation Tbk	27-Okt-09
37	DSSA	Dian Swastatika Sentosa Tbk	10-Dec-09
38	INFC	Inovisi Infracom Tbk	3-Jul-09
39	TRIO	Trikonsel Oke Tbk	14-Apr-09
40	BBTN	Bank Tabungan Negeri (persero) Tbk	17-Dec-09
41	BCIP	Bumi Citra Permai Tbk	11-Dec-09
42	BPFI	Batavia Prosperindo Finance Tbk	1-Jun-09
43	MKPI	Metropolitan Kentjana Tbk	10-Jul-09
44	EMTK	PT Elang Mahkota Tbk	12-Jan-10
45	PTPP	PT Pembangunan Perumahan (persero) Tbk	9-Feb-10
46	BIPI	PT Benakat Petroleum Energy Tbk	11-Feb-10
47	ROTI	PT Nippon Indosari Corporindo Tbk	28-Jun-10
48	GOLD	PT Golden Retailendo Tbk	7-Jul-10
49	SKYB	PT Skybee Tbk	7-Jul-10
50	BCBR	PT BPD Jawa Barat dan Banten Tbk	8-Jul-10
51	IPOL	PT Indopoly Swakarsa Industri Tbk	9-Jul-10
52	GREEN	PT Evergreen Invesco Tbk	9-Jul-10
53	BUVA	PT Bukit Uluwatu Villa Tbk	12-Jul-10
54	BRAU	PT Brau Coal Energy Tbk	19-Agust-10
55	HRUM	PT Harum Energy Tbk	06-Okt-10
56	ICBP	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	07-Okt-10
57	TBIG	PT Tower Bersama Infrastructur Tbk	25-Okt-10
58	KRAS	Krakatau Steel Tbk	10-Nop-10
59	APLN	PT Agung Podomoro Land Tbk	11-Nop-10
60	MIDI	PT Midi utama Indonesia Tbk	30-Nop-10
61	BSIM	PT Bank Sinarmas Tbk	13-Dec-10
62	MFMI	PT Multi Feeling Mitra Indonesia Tbk	29-Dec-10
63	MBSS	Mitrabahtera Segara Sejati Tbk	6-Apr-11
64	SRAJ	Sejahteraraya Anugrahjaya Tbk	11-Apr-11
65	HDFA	HD Finance Tbk	10-Mei-11

66	BULL	Buana Listya Tama Tbk	23-Mei-11
67	SIMP	Salim Ifomas Pratama Tbk	9-Jun-11
68	TIFA	Tifa Fince Tbk	8-Jul-11
69	PTIS	Indo Straits Tbk	12-Jul-11
70	ALDO	Alkondo Naratama Tbk	12-Jul-11
71	STAR	Star Petrocem Tbk	13-Jul-11
72	SUPR	Solusi Tunas Pratama	11-Okt-11
73	ARII	Atlas Resources Tbk	08-Nop-11
74	GEMS	Golden Energy Mines Tbk	17-Nop-11
75	FIFA	Fisi Media Asia Tbk	21-Apr-11
76	ABMM	ABM Investama Tbk	06-Des-11
77	SDMU	Sidomulyo Selaras Tbk	12-Jul-11
78	BAJA	Saranacentral Bajatama Tbk	21-Des-11
79	PADI	Minna Padi Investama Tbk	9-Jan-12
80	TELE	Tipnone Mobile Indonesia Tbk	12-Jan-12
81	ESSA	Surya Essa Perkasa Tbk	1-Feb-12
82	BEST	Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk	10-Apr-12
83	RANC	Supra Boga Lestari Tbk	7-Jun-12
84	TRIS	Trisula Internasional Tbk	28-Jun-12
85	KOBX	Kobexindo Tractors Tbk	5-Jul-12
86	TOBA	Toba Bara Sejahtera Tbk	6-Jul-12
87	MSKY	MNC Sky Vision Tbk	9-Jul-12
88	ALTO	Tri Bayan Tirta Tbk	10-Jul-12
89	GLOB	Global Teleshop Tbk	10-Jul-12
90	GAMA	Gading Develop Tbk	11-Jul-12
91	BJTM	Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur Tbk	12-Jul-12
92	IBST	Inti Bangun Sejahtera Tbk	31-Aug-12
93	NIRO	Nirvana Development Tbk	13-Sep-12
94	PALM	Provident Agro Tbk	08-Okt-2012
95	NELY	Pelayaran Nelly Dwi Putri Tbk	11-Okt-2012
96	TAXI	Express Transindo Utama Tbk	2-Nov-12
97	BSSR	Baramulti Suksesarana Tbk	8-Nov-12
98	ASSA	Adi Sarana Tbk	12-Nov-12
99	WIIM	Wismilak Inti Makmur Tbk	18-Nov-12
100	WSKT	Waskita Karya Tbk	19-Nov-12