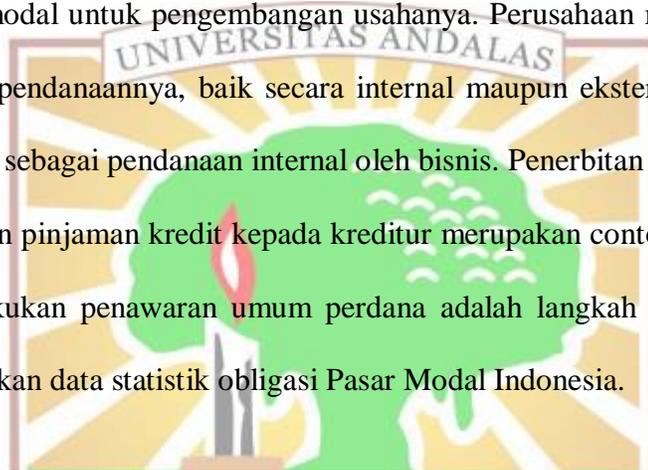


BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perusahaan akan selalu ingin mengembangkan bisnisnya dari waktu ke waktu. Dengan tujuan akhir untuk membangun dan mempertahankan usahanya, perusahaan membutuhkan modal untuk pengembangan usahanya. Perusahaan memiliki sejumlah opsi lain untuk pendanaannya, baik secara internal maupun eksternal. Laba ditahan dapat digunakan sebagai pendanaan internal oleh bisnis. Penerbitan saham baru, utang atau obligasi, dan pinjaman kredit kepada kreditur merupakan contoh opsi pendanaan eksternal. Melakukan penawaran umum perdana adalah langkah pertama untuk go public. Berdasarkan data statistik obligasi Pasar Modal Indonesia.



III ISI SAHAM DAN OBLIGASI PADA PASAR MODAL ¹

KETERANGAN	2016	2017	2018	2019	2020				
						May	Jun	Jul	Aug
1 Saham 2)									
2 Jumlah Emiten	650	688	745	804	849	866	872	874	884
3 Emisi Saham (miliar lembar)	317,493	611,290	4,651,479	4,832,407	6,291,282	6,363,519	6,401,893	6,433,988	6,504,358
4 Nilai Emisi (triliun Rp)	810	907	959	1,003	1,026	1,044	1,065	1,090	1,213
5 Obligasi Korporasi³⁾									
6 Jumlah emiten	251	263	274	281	288	289	291	291	293
7 Nilai Emisi (triliun Rp)	518	575	616	653	763	794	804	813	827
8 Posisi Akhir 4) (triliun Rp)	312	387	412	445	426	433	423	424	420

Sumber : Statistik Pasar Modal, Bapepam-LK
1) Berdasarkan pernyataan efektif untuk penawaran umum saham
2) Data kumulatif dan untuk saham termasuk delisting
3) Tidak termasuk obligasi pemerintah
4) Posisi akhir obligasi adalah nilai obligasi yang belum jatuh tempo

Berdasarkan tabel tersebut, terdapat fenomena yang mengindikasikan bahwa nilai penawaran obligasi korporasi di Indonesia dari selama 5 tahun (2016-2020) di Pasar

Modal Indonesia mengalami peningkatan. Meskipun obligasi publik telah menjadi cara dominan untuk pendanaan eksternal perusahaan, namun jika dibandingkan dengan banyaknya penelitian yang berfokus pada saham IPO, sangat sedikit penelitian yang meneliti IPO obligasi. Mengingat perbedaan yang melekat antara pasar ekuitas dan pasar obligasi, penelitian terkait dengan ekuitas yang *Underpricing* mungkin tidak memberikan indikasi yang dapat diandalkan tentang pola *Underpricing* obligasi. Xu (2017) mengatakan bahwa obligasi sangat berbeda dari ekuitas, investor obligasi dan ekuitas memiliki ekspektasi yang berbeda terhadap pasokan informasi keuangan. Pada penelitian ini mempertimbangkan penawaran obligasi yang dibuat oleh perusahaan publik.

Teti & Montefusco (2021), menjelaskan bahwa fenomena *underpricing* IPO adalah salah satu masalah yang paling menyebar dan kompleks di dunia keuangan. Beberapa penelitian dan laporan telah menemukan bukti *underpricing* di lebih dari 50 negara. Negara berkembang adalah negara yang mencatat tingkat *underpricing* tertinggi. Namun, fenomena ini juga signifikan di negara-negara yang lebih maju, di mana pasar modal bekerja pada tingkat efisiensi yang lebih tinggi. Misalnya, pasar Inggris dan AS melaporkan rata-rata pengembalian hari pertama masing-masing sebesar 15,8% dan 16,8%, menunjukkan bahwa efisiensi pasar dapat mengurangi tingkat *underpricing*. Meskipun akar dari *underpricing* berasal dari dekade terakhir abad ke-20, topik ini masih sangat menarik pelaku pasar karena tranfer kekayaan besar-besaran dari perusahaan yang mengeluarkan penawaran kepada investor sebagai konsekuensi dari IPO. Karena kepentingan ekonomi yang besar dari pengembalian hari

pertama, peneliti keuangan telah mencoba mengidentifikasi pendorong utama dari *underpricing* dan dapat memahami apakah perusahaan penerbit dapat mempengaruhi derajatnya dengan memanfaatkan variabel- variabel tertentu yang bersifat internal atau eksternal dari perusahaan itu sendiri.

Pada penelitian ini bertujuan untuk mengkaji keberadaan *Underpricing* tersebut di Perusahaan Indonesia dan mempelajari faktor - faktor yang dapat menjelaskan persistensinya. Fenomena menarik terjadi saat IPO adalah fenomena *Underpricing*. *Underpricing* merupakan praktik pencatatan penawaran umum perdana (IPO) dengan harga dibawah nilai riilnya dipasar saham. Menurut Beatty dan Ritter (1986), asimetri informasi antara investor dengan emiten dan penjamin emisi berkontribusi terhadap *underpricing* di pasar perdana.

Seperti yang diungkapkan oleh Goldreich (2007), asumsi harga penawaran dipengaruhi oleh data yang dapat diakses secara terbuka yang tersedia di publik. Dengan demikian, investor akan menanggapi informasi tersebut, sehingga ketika investor mengetahui bahwa ada informasi baru yang akan mempengaruhi nilai penting dalam suatu saham, mereka akan menjual dengan harga tinggi pada saat informasi tersebut bagus (*good news*) dan menawar pada harga yang rendah harga bila informasinya buruk (*bad news*)

Risal (2014) menyatakan bahwa pemilik perusahaan ingin mengurangi tingkat *underpricing*, karena *underpricing* akan menyebabkan transfer kemakmuran atau kekayaan dari pemilik kepada investor. Pendanaan dari *go public* tidak optimal jika

perusahaan mengalami *underpricing*. Sebaliknya jika terjadi *overpricing*, investor akan mengalami kerugian karena tidak menerima *initial return*. Rachmawati (2007) menyebutkan bahwa fenomena *underpricing* juga terjadi di pasar modal berbagai negara, diantaranya Korea (Kim et.al, 1993); Kuala Lumpur (Ranko et.al, 1988); Hongkong (Mc Guinness, 1992); Australia (How, 1995 dan Lee et.al, 1996); China, Australia, Inggris dan Indonesia; Amerika Serikat (Ritter, 1991)

Pada dasarnya, *underpricing* dapat terjadi karena disebabkan oleh keperluan dari beberapa pihak yang terlibat pada saat penawaran perdana di pasar saham. Harga saham atau jaminan yang dijual pada pasar perdana ditentukan melalui persetujuan antara *underwriter* dan emiten, sedangkan pada pasar sekunder ditentukan melalui mekanisme *supply* dan *demand*. *Underwriter* mempunyai informasi yang lebih banyak mengenai pasar melenilahi informasi yang dimiliki oleh emiten, sedangkan bagi calon investor, *underwriter* mempunyai informasi yang lebih banyak mengenai kondisi emiten. Semakin besar asimetri informasi yang dihadapi investor, maka semakin tinggi pula tingkat pengembalian yang mereka harapkan saat melakukan penawaran perdana.

Banyak peneliti yang menemukan telah bahwa teori asimetri informasi dapat menjelaskan harga penawaran umum (IPO) dibawah harga perusahaan, Zheng dan stangeland (2007). Jog dan McConomy (2003) menemukan bahwa perusahaan IPO yang tidak memasukkan perkiraan pendapatan akan menghadapi *underpricing* yang lebih tinggi, meskipun perbedaan ini terkonsentrasi di antara perusahaan kecil. Boulton et all (2011) mempelajari hubungan antara kualitas laba dan *underpricing* IPO

internasional dan menemukan bahwa IPO lebih murah di negara-negara di mana perusahaan publik yang ada menghasilkan informasi pendapatan laba yang berkualitas. Dampak *go public* di negara dengan kualitas laba yang relatif rendah sebagian diimbangi dengan penggunaan *Underwriter* berkualitas tinggi. Bessembinder dan Maxwell (2008) mengatakan bahwa obligasi berbeda secara substansial dari ekuitas, oleh karena itu, investor obligasi dan ekuitas memiliki ekspektasi yang berbeda terhadap penyediaan informasi keuangan. Dalam penelitian ini, peneliti mempertimbangkan penawaran obligasi korporasi (*corporate bond*) yang dilakukan oleh perusahaan publik. Kemudian fokus kepada kualitas informasi keuangan peminjam dan memeriksa bagaimana hubungannya dengan obligasi *underpricing*.

Xu (2017), berpendapat bahwa pendapatan lebih tepat dan dapat diandalkan dalam mengurangi biaya seleksi yang merugikan dengan mengurangi asimetri informasi antara penerbit dan pemegang obligasi. Oleh karena itu, penelitian ini mendokumentasikan perusahaan dengan *Accrual Quality* yang lebih rendah dikaitkan dengan *underpricing* obligasi yang lebih tinggi. Penelitian ini berfokus pada pengaruh kualitas informasi akuntansi terhadap biaya obligasi korporasi. Oleh karena itu, pertama-tama peneliti mendokumentasikan bahwa perusahaan dengan kualitas akrual yang lebih rendah dikaitkan dengan *underpricing* obligasi yang lebih tinggi.

Laporan keuangan dapat dikatakan sebagai sumber informasi utama bagi manajemen untuk menilai kinerja perusahaan dalam mengelola sumber daya perusahaan yang ada selama periode tertentu. Informasi yang sering digunakan untuk pengambilan keputusan adalah laba dan arus kas perusahaan. *Underwriter* memainkan

peran sentral dalam pasar obligasi korporasi. Mereka memberikan layanan penempatan kepada perusahaan dan bertindak sebagai dealer antara investor setelah penerbitan obligasi. Menariknya, pembahasan saat ini tentang implikasi dari pasca krisis pemerintahan berfokus secara eksklusif pada penetapan harga dan likuiditas di pasar sekunder. Namun, hal ini mengherankan karena proses penerbitannya sangat buram dan investor semakin banyak mengeluh karena seringkali tidak mendapat akses ke obligasi pada tahap penerbitan. Dengan kata lain, dalam menentukan alokasi awal obligasi, *Underwriter* dapat mengeksploitasi posisinya di pasar, Nagle dan Ottonello (2017)

Untuk memperluas pengujian pada penelitian ini, peneliti menambahkan variabel *Underwriter Reputation* yang peneliti asumsikan juga merupakan variabel yang mempengaruhi *corporate bond underpricing*. *Underwiter* merupakan pihak yang menjamin emisi suatu perusahaan yang akan memperdagangkan saham atau dalam hal ini obligasi pada pasar modal. Nielsen (2021) menjelaskan bahwa nilai yang diciptakan antara penerbit sekuritas dan *underwiter* dapat dicirikan sebagai hubungan modal (*relationship capital*). Pratama (2017) menyatakan bahwa *Underwriter* yang bereputasi baik tidak akan melakukan aksi penjaminan pada perusahaan dengan reputasi buruk, sehingga investor dapat menginvestasikan modal nya dengan percaya diri. Xu (2017) juga menjelaskan bahwa salah satu mekanisme yang dapat mengurangi hal ini ketidakpastian adalah adanya *Underwriter* yang memiliki reputasi baik, yang dapat memberikan sinyal dan memastikan kualitas aktual penerbit. Dengan demikian, dampak kualitas aktual rendah terhadap *underpricing* sebagian diimbangi dengan

mempekerjakan *underwriter* yang memiliki reputasi baik.

Asimetri informasi terjadi pada saat *Underwriter* memiliki sejumlah data yang lebih banyak dibandingkan dengan emiten dan investor, hal ini disebabkan karena *underwriter* sudah sangat memahami pergerakan pasar dan mempunyai pengalaman yang lebih di Pasar Modal. Sehingga untuk perusahaan yang akan melakukan proses *Initial Public Offering* (IPO) mempercayai *Underwriter* terkait harga saham/pemeliharaan. *Signaling Theory* menfokuskan pada pentingnya informasi yang akan diungkapkan oleh perusahaan terhadap dalam pengambilan kebijakan investasi pihak luar yang merupakan investor. Hal ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan selalu mengambil tindakan untuk selalu mengungkapkan informasi yang dibutuhkan dan diinginkan oleh investor, apalagi ketika informasi yang untkapkan oleh manajemen merupakan informasi yang baik bagi kepentingan mereka. Informasi ini akan menjadi sinyal bagi investor pada saat mengambil keputusan investasi.

Semakin banyak penelitian yang mendokumentasikan bahwa *underwriter* terkemuka dapat memberi sinyal dan mengesahkan kualitas informasi keuangan emiten selama IPO (Chemmanur dan Krishnan, 2012; Yang et al., 2017). Cooney, et.al. (2001) menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara reputasi *underwriter* dengan *underpricing*, yang sejalan dengan peran sertifikasi *underwriter*. Brau dan Fawcett (2006) menemukan bahwa menyewa bank investasi terkemuka untuk menanggung IPO adalah sinyal positif, dan Kim et al. (2010) juga memberikan bukti bahwa *Underwriter* terkemuka mampu membedakan kualitas emiten dan mencerminkan informasi ini dalam penyebaran penjaminan emisi. Dengan demikian, *Underwriter* terkemuka dapat

mengurangi asimetri informasi antara emiten dan investor publik yang sampai batas tertentu dapat mengurangi dampak negatif dari kualitas informasi yang rendah pada *underpricing* obligasi. Dalam penelitian ini peneliti memberikan pengujian kedua tentang bagaimana *Underwriter Reputation* mempengaruhi *Corporate Bond Underpricing*.

Penawaran Umum Perdana merupakan tonggak penting dalam perjalanan semua perusahaan. Dengan menawarkan saham ke publik memungkinkan perusahaan untuk dapat meningkatkan modal baru dan menciptakan nilai bagi perusahaan di pasar saham. Lien dan Li (2013) menjelaskan bahwa untuk perusahaan keluarga, *go public* meningkatkan efektivitas masalah pergantian kepemimpinan dan profesionalisme di perusahaan keluarga. Perusahaan keluarga di Indonesia memainkan peranan yang penting. Hal ini selaras dengan adanya kepemilikan keluarga yang dimiliki oleh lebih dari separuh pelaku usaha di Indonesia, (Setiawan et.al, 2016)

Kotlar et.al (2017) menyatakan bahwa perusahaan keluarga memainkan peran yang semakin penting di pasar saham global dan, akibatnya, *underpricing* dari penawaran umum perdana (IPO) mereka menerima perhatian yang semakin besar baik di antara pakar manajemen dan keuangan. Yang et all, 2020 menyatakan bahwa perusahaan keluarga di negara berkembang, bagaimanapun mungkin menerapkan strategi harga IPO yang berbeda dibandingkan dengan perusahaan serupa di negara maju karena kinerja IPO perusahaan pasti dipengaruhi oleh lingkungan kelembagaan eksternal negara tuan rumah. Jadi, untuk lebih memahami *underpricing* IPO dalam konteks negara berkembang. Model agensi perilaku menunjukkan bahwa perusahaan

keluarga mungkin lebih memilih *underpricing* IPO untuk meminimalkan ancaman.

Family Involvement merupakan tingkat kepemilikan keluarga dalam suatu perusahaan. Setianto et al (2017;4) menjelaskan bahwa perusahaan keluarga merupakan perusahaan yang dikuasai dan dikelola oleh suatu anggota keluarga pendiri. Yang mana kehadiran keluarga disini adalah sebagai Controlling. Salah satu hal yang dapat dikontrol adalah keputusan finansial perusahaan. Keberadaan anggota keluarga sebagai pemegang saham diasumsikan dapat berdampak pada beberapa aspek pada perusahaan termasuk pada *Corporate Bond Underpricing*. Untuk memperluas pengujian dalam penelitian ini maka peneliti menambahkan variabel *family involvement* sebagai faktor yang dapat mempengaruhi *Corporate Bond Underpricing*.

Penelitian ini menetapkan umur perusahaan (*firms Age*) dan profitabilitas sebagai variabel kontrol. Variabel kontrol pertama adalah umur perusahaan, Asnaini (2018) menyatakan bahwa pada dasarnya, pada saat perusahaan baru didirikan, masih sedikit informasi yang tersebar luas dan sulit untuk informasi tersebut diketahui oleh masyarakat, terutama investor, jika dibandingkan dengan perusahaan yang sudah lama berdiri. Akibatnya umur perusahaan mempunyai pengaruh yang cukup kuat terhadap *underpricing* saham.

Variabel kontrol kedua adalah semakin besar tingkatan nilai ROA membuktikan bahwa semakin tinggi pula laba yang akan dihasilkan perusahaan di masa yang akan datang. Menurut (Gerianta, 2008) memaparkan bahwa sebelum investor menentukan keputusan investasinya, investor akan membandingkan besarnya

tingkat pengembalian. Keuntungan yang besar akan meminimalkan ketidakpastian investor untuk berinvestasi.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah, maka dapat dirumuskan permasalahannya sebagai berikut:

- 
1. Apakah *Accrual Quality* berpengaruh negatif terhadap *Corporate Bond Underpricing* ?
 2. Apakah *Underwriter Reputation* berpengaruh negatif terhadap *Corporate Bond Underpricing* ?
 3. Apakah *Family Involvement* berpengaruh negatif terhadap *Corporate Bond Underpricing*?

1.3 Tujuan Penelitian dan Kegunaan Penelitian

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisis pengaruh *Accrual Quality* terhadap *Corporate Bond Underpricing*.
2. Untuk menganalisis pengaruh *Underwriter Reputation* terhadap *Corporate Bond Underpricing*.
3. Untuk menganalisis pengaruh *Family Involvement* terhadap *Corporate Bond Underpricing*.

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian ini adalah:

1. Manfaat Secara Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan, dapat dijadikan referensi bagi peneliti selanjutnya dan mendorong penelitian lebih lanjut mengenai Pengaruh *Accrual Quality*, *Underwriter Reputation* dan *Family Involvement* Terhadap *Corporate bond Underpricing*

2. Manfaat Secara Praktis

1) Bagi Investor dan Calon Investor

Beberapa manfaat yang diharapkan dari hasil temuan penelitian ini adalah agar penelitian ini mampu memberikan sumbangan pemikiran berupa pertimbangan dalam pengambilan kebijakan investasi berdasarkan variabel-variabel yang digunakan. Dalam hal ini tentukan jenis investasi obligasi korporasi.

2) Bagi Manajemen Perusahaan

Hasil dari penelitian ini diharapkan untuk mampu menjadi acuan dan wacana untuk menentukan kebijakan perusahaan dalam rangka peningkatan dan pengembangan usaha, dalam hal ini bonding sebagai sumber pembiayaan eksternal usaha.

1.5 Sistematika Pembahasan

Pada penelitian ini dibagi menjadi lima bagian yang membahas mengenai penelitian yang akan dilakukan. Berikut ini merupakan sistematika penulisan yang digunakan dalam penelitian:

BAB I: PENDAHULUAN

Tujuan penelitian penulis, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan semuanya tercakup dalam bab ini. Dijelaskan pula rumusan masalah, latar belakang masalah yang diteliti, dan metodologi penulis.

BAB II: LANDASAN TEORI

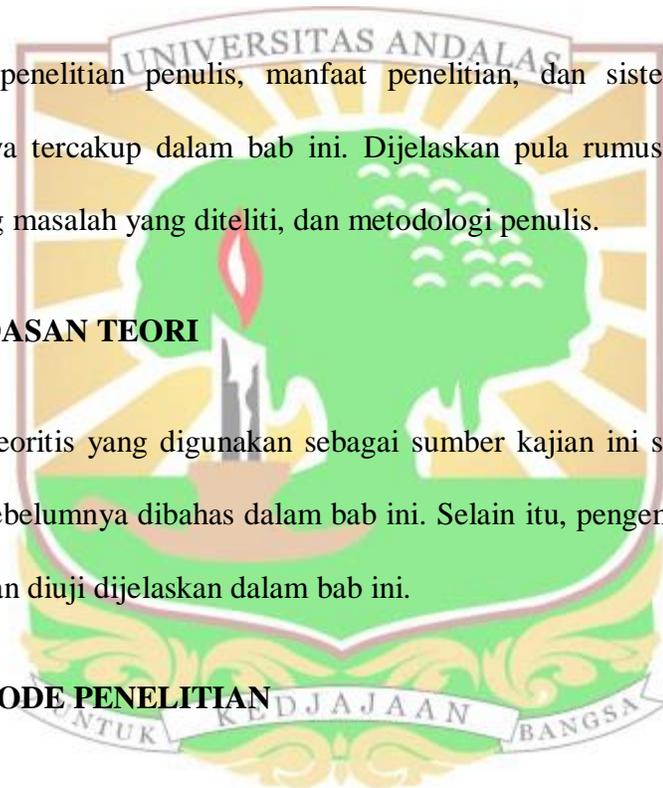
Kajian teoritis yang digunakan sebagai sumber kajian ini serta hasil empiris kajian sebelumnya dibahas dalam bab ini. Selain itu, pengembangan hipotesis yang akan diuji dijelaskan dalam bab ini.

BAB III: METODE PENELITIAN

Jenis penelitian, populasi dan pemilihan sampel, jenis dan sumber data, variabel penelitian, dan metode analisis data semuanya dijelaskan dalam bab ini.

BAB IV: HASIL DAN PEMBAHASAN

Bab ini terdiri dari penjelasan bagaimana hasil dan pembahasan dalam penelitian. Berisi tentang deskripsi objek penelitian, analisa data dan interpretasi hasil.



BAB V : SARAN DAN KESIMPULAN

Bab ini berisi mengenai uraian tentang kesimpulan dan saran penelitian.

