

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA BERFIKIR, DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

A. Deskripsi Teoritis

1. *Underpricing*

Penentuan harga penawaran yang tepat adalah hal tersulit yang harus dilakukan oleh suatu penjamin emisi untuk suatu penawaran saham perdana publik. Perusahaan yang mengeluarkan emisi dapat dikenakan biaya yang cukup besar jika harga penawarannya ditentukan terlalu tinggi atau terlalu rendah. Jika emisi tersebut dihargai terlalu tinggi, ia bisa jadi tidak sukses dan harus ditarik. Jika emisi tersebut dihargai di bawah harga pasar sebenarnya, para pemegang saham perusahaan yang sudah ada akan menghadapi kerugian kesempatan jika mereka menjual saham mereka kurang dari nilai sebenarnya. Perbedaan kepentingan tersebut, dimana emiten ingin memperoleh dana yang lebih besar dan investor menginginkan *return*, mengakibatkan terjadinya *underpricing*, yakni selisih adanya positif antara harga saham di pasar sekunder dengan harga perdana, yang disebut *initial return* bagi investor. Bagi emiten, *underpricing* ini tentunya merugikan perusahaan karena perusahaan tidak dapat memperoleh dana secara maksimal. Apabila di antara mereka tidak memiliki informasi yang lengkap tentang perusahaan. *Underpriced* terjadi karena perusahaan dinilai lebih rendah dari kondisi yang sesungguhnya

oleh *underwriter* dalam rangka untuk mengurangi tingkat resiko yang harus ia hadapi karena fungsi penjaminnya, maka akan terjadi perbedaan harga. Perbedaan harga tersebut dapat dihindarkan apabila penentu harga di pasar memiliki informasi yang sama terhadap perusahaan yang *go public*.

Brealey dan Myers mengemukakan bahwa: “pengertian *underpricing* adalah menerbitkan sekuritas pada harga penawaran yang ditetapkan di bawah nilai sekuritas sebenarnya.”¹

Asnawi mengatakan bahwa:

“penentuan harga saham pada saat IPO dipengaruhi setidaknya-tidaknya oleh 2 aktor langsung, yaitu: (a) perusahaan/emiten/*issuer* serta, (b) penjual, penjamin, makelar (*underwriter*). Emiten memiliki kepentingan agar memperoleh dana seoptimal mungkin, sedangkan *underwriter* memiliki kepentingan untuk mendapatkan *fee* serta reputas mereka.”²

IPO merupakan peristiwa yang diamati oleh para *investor*, *investor* perlu waspada terhadap *discretionary* informasi. Dalam hal ini *underwriter* sebagai penjamin juga sebenarnya mencari harga yang tepat baik bagi emiten, investor, dan *underwiter* itu sendiri. Setelah tanggal IPO dan masuk pada pasar sekunder, *investor* dapat memetik keuntungan.

Sautma Ronni mengemukakan bahwa:

Penetapan harga saham perdana pada IPO atau saat *go public* sangat sulit, karena tidak ada harga pasar sebelumnya yang dapat diobservasi untuk dipakai sebagai penetapan penawaran. Selain itu kebanyakan

¹ Richard Brealey, Stewart C. Myers, Alan J. Marcus, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan Jilid I* (Jakarta: Erlangga, 2007), p.416

² Said Kelana Asnawi dan Chandra Wijaya, *Riset Keuangan Pengujian-pengujian Empiris*, (Jakarta : PT. Gramedia, 2005), p.151

dari perusahaan yang akan *go public* mempunyai sedikit atau malahan tidak ada pengalaman terhadap penetapan harga ini.³

Para manajer perusahaan ingin mengamankan harga setinggi mungkin untuk saham mereka, tapi para penjamin cenderung berhati-hati karena mereka bisa menanggung saham tak terjual jika mereka salah mengestimasi permintaan investor terlalu tinggi. Akibatnya para penjamin biasanya mencoba memperendah harga penawaran public awal. Dibutuhkan untuk membujuk investor membeli saham dan mengurangi biaya pemasaran emisi pada pelanggan. *Underpricing* menggambarkan biaya bagi pemilik saat ini karena investor baru diizinkan membeli saham perusahaan pada harga yang menguntungkan.

Crabb menjelaskan bahwa:

“ *a possible reason why underpricing occurs is the potential backlash investment bankers (the underwriters) face if investors don't profit from bankers may no longer be able to earn their fees from IPOs.*”⁴ (Yang artinya bahwa kemungkinan alasan kenapa terjadi *underpricing* adalah bank investasi potensial reaksi wajah jika investor tidak mengambil keuntungan dari bank mungkin tidak ada lagi dapat memperoleh biaya mereka dari *initial public offering*.)

Sautma Ronni mengemukakan *underpricing* adalah: harga perdana berada di bawah harga pasar sekunder yang terjadi setelah pasar perdana berakhir.⁵

Menurut Ross, Westerfield, dan Jordan *underpricing* adalah:

Penawaran harga lebih rendah dari harga sesungguhnya.⁶ Hal ini tentu saja membantu para pemegang saham baru untuk mendapatkan tingkat

³ Sautma Ronni B, *Problema Anomali Dalam Initial Public Offering (IPO)* (Jurnal Ekonomi Manajemen-Universitas Kristen Petra), p.182

⁴ Peter R. Crabb, Ph.D., *Finance and Investments Using The Wall Street Journal*, (New York : Mc Graw Hill, 2003), p.343

⁵ Sautma Ronni B, *Problema Anomali Dalam Initial Public Offering (IPO)* (Jurnal Ekonomi Manajemen-Universitas Kristen Petra), p.182

pengembalian yang lebih tinggi pada saham yang mereka beli. Sebab lain dari *underpricing* adalah *underpricing* merupakan semacam asuransi bagi bank-bank investasi. Bank investasi berdiskusi dengan para investor institusi besar untuk mengukur nilai minat pada saham tersebut dan mengumpulkan pendapat mengenai harga yang sesuai.⁷

Jogiyanto Hartono menjelaskan bahwa:

Fenomena rendah terjadi karena penawaran perdana ke public yang secara rerata murah. Sedangkan return awal *initial return* adalah *return* yang diperoleh dari aktiva di penawaran perdana mulai dari saat dibeli di pasar primer sampai pertama kali didaftarkan di pasar sekunder.⁸

Beberapa teori mengenai *underpricing* telah dikemukakan oleh para ahli seperti yang dikutip oleh Sautma Ronni, diantaranya:

a. Informasi Asimetris

Kebanyakan teori yang menjelaskan Harga Penawaran Perdana (IPO) yang *underpriced* didasarkan pada asumsi bahwa terjadi perbedaan informasi antara berbagai pihak terhadap nilai saham yang baru tersebut. Salah satu dari teori tersebut menganggap bahwa *underwriter* secara signifikan mempunyai informasi yang lebih baik dari pada *issuer*. Oleh karena *underwriter* memiliki informasi yang lebih lengkap, *underwriter* akan mampu meyakinkan *issuer* bahwa harga yang rendah lebih baik jika *issuer* tidak pasti terhadap nilai sahamnya sendiri.

b. Tulah Bagi Pemenang (*Winner's Curse*)

Penjelasan lain dari *underpricing* adalah yang dikenal sebagai istilah "*winner's curse*". *Winner's curse* ini menekankan adanya informasi asimetris diantara investor potensial. Menurut pandangan ini, beberapa *investor (informed investor)* mempunyai akses informasi mengetahui berapa sesungguhnya nilai saham yang akan dikeluarkan. Investor lainnya (*uninformed investor*) tidak mengetahui karena sangat sulit atau mahal untuk mendapat informasi tersebut. *Underwriter* (sekaligus *issuer*) melakukan kesalahan acak (*random error*) dalam penetapan harga, beberapa saham ditetapkan *overvalued* dan lainnya *undervalued*. Investor yang mempunyai informasi akan membeli saham yang *undervalued* dan menghindari saham yang *overvalued*. Akibatnya, investor yang tidak

⁶ Ross, Westerfield, Jordan, *Pengantar Keuangan Perusahaan Buku 2 Edisi 8* (Jakarta: Salemba Empat, 2009), p. 116

⁷ Ibid., p.124

⁸ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Kelima*, (Jogyakarta : BPFE Yogyakarta, 2008), p.34

mempunyai informasi sulit mendapatkan saham *undervalued*, karenanya akan mendapatkan *return* yang lebih kecil. Karena *issuer* harus terus menerus menarik investor yang tidak mendapatkan informasi seperti investor yang mempunyai informasi, maka rata-rata harga saham baru tersebut harus *underpriced* agar investor yang tidak mempunyai informasi tersebut mendapatkan *return* yang memadai.

c. Tradisional

Selain teori *Underpricing* IPO yang berdasarkan informasi asimetris ada juga penjelasan tradisional, antara lain:

- 1) Undang-Undang membuat *underwriter* menetapkan harga perdana di bawah harga yang diharapkan.
- 2) Terjadi kolusi diantara para *underwriter* dengan menetapkan kondisi *underpriced*.
- 3) Saham yang *underpriced* meninggalkan kesan yang baik terhadap investor sehingga pada waktu berikutnya, saham baru yang dikeluarkan dapat dijual pada harga yang lebih menarik.
- 4) "*Firm commitment*" membuat *underwriter* mencoba mengurangi risiko dengan cara *underpriced* saham perdana untuk mengkompensasinya.
- 5) Proses *underwriting* biasanya memasukkan unsur *underpricing* dalam IPO, kondisi ini terjadi karena kebiasaan / tradisi atau berdasarkan perjanjian yang disepakati antara *issuer* dan *underwriter*.
- 6) Perusahaan yang mengeluarkan saham (*issuer*) dan *underwriter* menganggap bahwa *underpricing* merupakan bentuk jaminan terhadap tuntutan hukum.

d. *Signalling Equilibrium Phenomenon*

Dasar fundamental dari teori ini adalah perusahaan yang baik atau bagus dapat memberikan signal (tanda) tentang tipe atau kondisi perusahaannya dengan melakukan penetapan IPO yang *underpricing*. Sementara perusahaan yang jelek atau buruk tidak mau melakukan *underpricing* karena tidak bisa menutupi kerugian akibat *underpricing*. Motivasi dari pengiriman signal lewat *underpricing* adalah asumsi bahwa keuntungan masa mendatang dari *underpricing* IPO lebih besar dari kerugiannya.⁹

Underpricing dapat dijadikan sebagai strategi pemasaran untuk meningkatkan minat investor berinvestasi dalam saham IPO dengan memberikan *initial* return yang tinggi.

⁹ Sautma Ronni B, *Problema Anomali Dalam Initial Public Offering (IPO)* (Jurnal Ekonomi Manajemen-Universitas Kristen Petra), p.183-184

Menurut Gumanty ada empat hal yang memengaruhi besar kecilnya tingkat *underpricing* dalam IPO yaitu:

- a. Sistem yang digunakan dalam penetapan harga penawaran
- b. Sistem penjamin
- c. Tinggi rendahnya atau mahal murahnya harga penawaran
- d. Banyak sedikitnya perusahaan yang melakukan ipo.¹⁰

Menurut Asnawi dan Wijaya terdapat beberapa kondisi *underpricing* sabagai berikut:

- a. Regulator mensyaratkan pada *underwriter* untuk menawarkan harga di bawah *expected value*.
- b. Jika melakukan *underpricing* merupakan “promosi” untuk *future-underpricing* untuk saham yang sama, sehingga dapat menawarkan dengan harga yang lebih menarik.
- c. Jika *underwriter* berusaha “mengeksplorasi” emiten yang tidak berpengalaman.
- d. Jika *spread* dari *firm commitment* tidak memasukkan semua risiko, *underwriter* mesti melakukan *underprice* sehingga meminimalkan risiko.
- e. Jika karena perjanjian tertentu, ada kompensasi *side-payment* untuk ipo yang *underpricing*.
- f. Jika emiten dan *underwriter* berpendapat bahwa *underpricing* merupakan bentuk “asuransi”.¹¹

Menurut Jogiyanto Hartono *underpricing* perusahaan IPO adalah: “sebagai perbedaan antara harga penawaran perdana dengan harga penutupan saham perusahaan IPO di pasar sekunder pada hari pertama.”¹²

Berdasarkan uraian beberapa definisi di atas, dapat disimpulkan bahwa *underpricing* terjadi jika harga saham di pasar perdana lebih rendah dibandingkan dengan harga saham di pasar sekunder pada hari pertama,

¹⁰ Rita Kusumawati dan Ade Sudento, *Analisis pengaruh profitabilitas (ROE), Ukuran Perusahaan (Size), dan Leverage Keuangan (Solvabilitas), Terhadap Tingkat Underpricing Pada Penawaran Perdana (Initial Public Offering) di BEJ*, (Yogyakarta : Jurnal Utilitas (Manajemen dan Bisnis), 2004), p.97

¹¹ Said Kelana Asnawi dan Chandra Wijaya, *Riset Keuangan Pengujian-pengujian Empiris*, (Jakarta : PT. Gramedia, 2005), p.173

¹² Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Kelima*, (Jogyakarta : BPFE Yogyakarta, 2008), p.34

yang dapat dihitung dengan menggunakan rumus berdasarkan Yau dan Yung¹³ sebagai berikut :

$$\text{Underpricing} = \frac{\text{Closing price} - \text{Offer price}}{\text{Offer Price}} \times 100\%$$

Sautma Ronni¹⁴ juga mengemukakan kondisi yang menyebabkan terjadinya *positive initial return* (IR) yang didapat dari:

$$\text{Underpricing} = \frac{\text{Aftermarket price} - \text{Offer price}}{\text{Offer Price}} \times 100\%$$

Yasa¹⁵ juga mengemukakan kondisi yang menyebabkan terjadinya *positive initial return* (IR) yang didapat dari:

$$\text{Underpricing} = \frac{\text{Closing price} - \text{Offer price}}{\text{Offer Price}} \times 100\%$$

Berdasarkan pendapat para ahli diatas dapat disimpulkan bahwa *underpricing* terjadi karena dimana harga penawaran perdana lebih rendah dibanding harga penutupan di pasar sekunder. Penentuan harga saham pada saat penawaran umum ke publik, dilakukan oleh kesepakatan antara emiten dan *underwriter*. Fenomena *underpricing* terjadi karena adanya

¹³ Rita Kusumawati dan Ade Sudento, *Analisis pengaruh profitabilitas (ROE), Ukuran Perusahaan (Size), dan Leverage Keuangan (Solvabilitas), Terhadap Tingkat Underpricing Pada Penawaran Perdana (Initial Public Offering) di BEJ*, (Yogyakarta : Jurnal Utilitas (Manajemen dan Bisnis), 2004), p.100

¹⁴ Sautma Ronni B, *Problema Anomali Dalam Initial Public Offering (IPO)* (Jurnal Ekonomi Manajemen-Universitas Kristen Petra), p.182

¹⁵ Gerianta Wirawan Yasa, *Penyebab Underpricing Pada Penawaran Saham Perdana di BEJ*, (Bali : Jurnal AUDI, 2005), p.150

mispriced di pasar perdana sebagai akibat adanya ketidakseimbangan informasi antara pihak *underwriter* dengan emiten atau yang biasa disebut *asymmetry information*.

2. **Initial Public Offering (IPO)**

Perusahaan memiliki berbagai alternatif sumber pendanaan, baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Alternatif pendanaan dari dalam perusahaan, umumnya dengan menggunakan laba yang ditahan perusahaan. Sedangkan alternatif pendanaan dari luar perusahaan dapat berasal dari kreditur berupa utang maupun pendanaan yang bersifat penyertaan dalam bentuk saham. Pendanaan melalui mekanisme penyertaan umumnya dilakukan dengan menjual saham perusahaan kepada masyarakat atau *go public*. Untuk *initial public offering* atau penawaran umum perdana, perusahaan perlu melakukan persiapan internal dari penyiapan dokumentasi sesuai dengan persyaratan untuk *go public* atau penawaran umum perdana, serta memenuhi semua persyaratan yang ditetapkan Bapepam-LK. Seluruh informasi mengenai perusahaan harus disampaikan kepada Bapepam dan berbagai dokumen perusahaan akan diperiksa. Selain pernyataan efektif dari Bapepam, perusahaan yang bermaksud mencatatkan sahamnya di bursa efek harus memenuhi persyaratan-persyaratan yang ditetapkan oleh Bursa Efek tersebut.

a. Pengertian *Initial Public Offering*

Menurut Lawrence J. Gitman *initial public offering* (IPO) adalah: “*the first public sale of a firm’s stock.*”¹⁶ (Yang artinya penjualan saham perdana perusahaan).

Initial Public Offering menurut Peter R. Crabb adalah : “*the very first time a firm issues shares to the general public.*”¹⁷ (Yang artinya penjualan saham untuk pertama kalinya kepada masyarakat).

Menurut Sunariyah *initial public offering* atau sering pula disebut *go public* adalah: “kegiatan penawaran saham atau efek lainnya yang dilakukan oleh emiten kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur oleh UU Pasar Modal dan Peraturan Pelaksana.”¹⁸

Menurut Tjiptono dan Fakhruddin pengertian dari *initial public offering* adalah:

Kegiatan penawaran saham atau efek lainnya yang dilakukan oleh emiten (perusahaan yang akan *go public*) untuk menjual saham atau efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur oleh uu pasar modal dan peraturan pelaksanaannya.¹⁹

Dari berbagai pendapat yang telah diuraikan diatas dapat diketahui bahwa *initial public offering* adalah kegiatan penawaran saham atau efek lainnya yang dilakukan emiten kepada masyarakat melalui *underwriter* berdasarkan tata cara yang telah diatur oleh UU Pasar Modal dan Peraturan Pelaksana.

¹⁶ Lawrence J. Gitman, *Principles Of Managerial Finance* 12ed,(Boston: Pearson Education, 2009), p. 338

¹⁷ Peter R. Crabb, *Finance and Investments Using The Wall Street Journal*, (New York: Mc Graw Hill, 2003), p.337

¹⁸ Sunariyah, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, (Yogyakarta: UUP STIM YKPN, 2011), p.32

¹⁹ Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, *Pasar Modal Indonesia Pendekatan dan Tanya Jawab* (Jakarta: Salemba Empat, 2006), p.73

b. Tujuan *Initial Public Offering* (IPO)

Menurut Mohammad Samsul tujuan *initial public offering* adalah:

- 1) Memperbaiki struktur modal.
- 2) Meningkatkan kapasitas produksi.
- 3) Memperluas pemasaran.
- 4) Memperluas hubungan bisnis.
- 5) Meningkatkan kualitas manajemen.²⁰

Berdasarkan pendapat para ahli diatas dapat disimpulkan bahawa tujuan melakukan *initial public offering* bagi perusahaan yang melakukan adalah untuk :

- 1) Memperbaiki struktur modal.
- 2) Meningkatkan kapasitas produksi.
- 3) Memperluas pemasaran.
- 4) Memperluas hubungan bisnis.
- 5) Meningkatkan kualitas manajemen.
- 6) Meningkatkan teknologi produksi

c. Manfaat *Initial Public Offering*

Manfaat-manfaat penawaran umum menurut Sunariyah adalah sebagai berikut :

- 1) Memperoleh dana murah dan basis pemodal yang sangat luas untuk keperluan penambahan modal, yang tentunya dapat dimanfaatkan perusahaan untuk keperluan pengembangan usaha, membiayai berbagai rencana investasi termasuk proyek yang memiliki resiko tinggi.
- 2) Memberikan likuiditas dan nilai pasar terhadap kekayaan perusahaan yang merupakan nilai ekonomis dari jerih payah para pendiri (founder).
- 3) Mengangkat pandangan masyarakat umum (*image*) terhadap perusahaan sehingga menjadi incaran para profesional sebagai tempat untuk bekerja

²⁰ Mohamad Samsul, *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*, (Jakarta: Erlangga, 2006), p.68

- 4) Pemegang saham, khususnya individu akan cenderung menjadi konsumen yang setia kepada produk perusahaan, karena adanya rasa ikut memiliki perusahaan (*sense of belonging*)
- 5) Perusahaan publik menikmati secara cuma-cuma promosi melalui media masa, terutama perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan, likuid dan pemilikan sahamnya tersebar luas secara kapitalisasi yang besar.²¹

Menurut Tjiptono dan Fakhruddin manfaat dari *initial public offering* adalah sebagai berikut:

- 1) Dapat memperoleh dana yang relatif besar dan diterima.
- 2) Biaya *go public* relatif murah.
- 3) Proses lebih mudah.
- 4) Pembagian dividen berdasarkan keuntungan.
- 5) Penyertaan masyarakat biasayaan tidak masuk dalam manajemen.
- 6) Perusahaan dituntut lebih terbuka, sehingga hal ini dapat memacu perusahaan untuk meningkatkan profesionalisme.
- 7) Memberikan kesempatan kepada masyarakat untuk turut serta memiliki saham perusahaan, sehingga dapat mengurangi kesenjangan sosial.
- 8) Emiten akan lebih dikenal oleh masyarakat (*go public* merupakan media promosi) secara gratis.
- 9) Memberikan kesempatan bagi koperasi dan karyawan perusahaan untuk membeli saham.²²

Manfaat-manfaat dari penawaran umum sangatlah penting bagi perusahaan, karena perusahaan dapat memperoleh dana yang cukup besar, dalam melakukan penawaran perdana biaya dan prosesnya cepat, rasa saling memiliki sehingga memberikan rasa untuk saling bertanggung jawab, membuka kesempatan kepada masyarakat untuk turut berperan serta memiliki saham sehingga dapat mengurangi kesenjangan sosial.

d. Proses Penawaran Umum

Penawaran umum mencakup kegiatan-kegiatan berikut:

²¹ Sunariyah, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, (Yogyakarta: UUP STIM YKPN, 2011), p.32

²² Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, *Pasar Modal Indonesia Pendekatan dan Tanya Jawab* (Jakarta: Salemba Empat, 2006), p.77

- 1) Periode Pasar Perdana yaitu ketika efek ditawarkan kepada pemodal oleh penjamin emisi melalui para agen penjual yang ditunjuk.
- 2) Penjatahan saham yaitu pengalokasian efek pesanan para pemodal sesuai dengan jumlah efek yang tersedia.
- 3) Pencatatan efek di bursa, yaitu saat efek tersebut mulai diperdagangkan di Bursa.²³

Pertama kali BAPEPAM-LK menerima pernyataan pendaftaran emisi yang diajukan oleh emiten melalui penjamin emisi. Berdasarkan permohonan ini, BAPEPAM-LK melakukan pemeriksaan dan evaluasi terhadap kelengkapan dokumen antara lain surat pengantar pernyataan prospektus lengkap, dokumen lain yang diwajibkan, rencana jadwal emisi, laporan keuangan, rencana penggunaan dana, *legal audit*, *legal opinion*, perjanjian penjaminan emisi dan segalanya.

Pihak BAPEPAM-LK akan menanggapi permohonan emisi tersebut dalam 30 (tiga puluh) hari kerja setelah penyerahan berkas permohonan tersebut didaftarkan. Apabila hasil evaluasi menunjukkan adanya kelengkapan dokumen, kecukupan dan keterbukaan informasi, serta memenuhi dari segi aspek hukum, akuntansi, keuangan, dan manajemen maka pendaftaran dinyatakan efektif. Sebaliknya apabila, persyaratan tersebut tidak dapat dipenuhi, maka BAPEPAM-LK akan mengambil keputusan dan memberikan jawaban dalam tempo yang ditetapkan oleh peraturan tersebut.

3. *Financial Leverage*

Untuk menjalankan operasinya setiap perusahaan memiliki berbagai kebutuhan, terutama yang berkaitan dengan dana agar perusahaan dapat berjalan sebagaimana mestinya. Dana selalu dibutuhkan untuk menutupi seluruh atau sebagian dari biaya yang diperlukan, baik dana jangka pendek

²³ Sunariyah, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, (Yogyakarta: UUP STIM YKPN, 2011), p.33

maupun jangka panjang. Sumber-sumber dana secara garis besar dapat diperoleh dari modal sendiri dan pinjaman (bank atau lembaga keuangan lainnya). Rasio yang mengukur tingkat hutang perusahaan adalah rasio *leverage*.

a. Pengertian Financial Leverage

Kasmir mengemukakan pengertian leverage rasio bahwa: “Rasio solvabilitas atau Leverage ratio merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang.”²⁴

Gitman mengemukakan bahwa *financial leverage* adalah :

*“the potential use of fixed financial costs to magnify the effects of changes in earnings before interest and taxes on the firm’s earning per share.”*²⁵ (Yang artinya bahwa potensi penggunaan biaya keuangan tetap untuk memperbesar pengaruh perubahan laba sebelum bunga dan pajak atas penghasilan perusahaan per saham).

Menurut Manahan Tampubolon *financial leverage* adalah “ rasio *leverage* digunakan untuk menjelaskan penggunaan utang untuk membiayai sebagian daripada aktiva korporasi.”²⁶

Soemarso berpendapat bahwa analisis *solvabilitas* adalah :

Analisis *solvabilitas* mengukur kemampuan perusahaan melunasi seluruh kewajibannya. Analisis ini sering disebut juga analisis pengungkit (*Leverage analysis*). Analisis *solvabilitas* mengukur perbandingan dana yang disediakan pemilik dengan pembelajaran dengan kreditur.²⁷

Arthur J. Keown, et al., mengemukakan pengertian *leverage* keuangan bahwa: “*financial leverage* berarti pendanaan sebagian aktiva perusahaan

²⁴ Kasmir, Analisis Laporan Keuangan, Edisi 1, (Jakarta: Rajawali Pers, 2009), p.113

²⁵ Lawrence J. Gitman, *Principles Of Managerial Finance twelfth edition*, (San Diego State University: Pearson Prentice Hall), p.546

²⁶ Manahan Tampubolon, *Manajemen Keuangan*, (Bogor: Ghalia Indonesia, 2005), p.39

²⁷ Soemarso, S.R, *Akuntansi Suatu Pengantar, Buku 2, Edisi 5*, (Jakarta: Salemba Empat, 2005), p.389

dengan sekuitas yang menanggung tingkat pengembalian yang tetap (terbatas) dengan harapan bisa meningkatkan pengembalian bagi pemegang saham.”²⁸

Harvard Bussiness Essentials mengemukakan bahwa : “ *financial leverage refers to the use of borrowed money in acquiring an asset.*”²⁹ Yang artinya adalah leverage keuangan mengacu pada penggunaan uang yang dipinjam dalam memperoleh aset.

Brigham dan Huston berpendapat tentang pengertian *financial leverage* bahwa : “*Leverage* keuangan adalah penggunaan pendanaan dengan utang.”³⁰

Van Horne dan Huston berpendapat tentang pengertian *financial leverage* bahwa : “rasio *leverage* (utang) keuangan menunjukkan sejauh mana perusahaan dibiayai melalui utang.”³¹

Suad Husnan mengemukakan bahwa : “*financial leverage* terjadi pada saat perusahaan menggunakan hutang dan menimbulkan beban tetap (yaitu bunga) yang harus dibayar dari hasil operasi.”³²

Walsh mengemukakan pengertian *financial leverage* ialah rencana untuk meningkatkan pengembalian kepada pemegang saham dari pengembalian tertentu yang diperoleh perusahaan.”³³

²⁸ Arthur J. Keown, *et al.*, *Manajemen Keuangan: Prinsip dan penerapan, Edisi 10, Jilid 2*, (Jakarta: PT INDEKS, 2010), p.106

²⁹ Essentials, Harvard Bussines, *Finance for Managers*, (Boston : Harvard Bussiness School, 2002), p.9

³⁰ Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston, *Manajemen Keuangan, Edisi 8, Buku 1*, (Jakarta: Erlangga, 2001), p.84

³¹ James C. Van Horne dan John M, Wachowicz, JR, *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan, Buku 1 Edisi 12*, (Jakarta: Salemba Empat, 2005), p.205

³² Suad Husnan, *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek) Buku 2*, (Yogyakarta: BPFE Yogyakarta, 1998), p.611

³³ Ciaran Walsh, *Key Managemen Ratios rasio-rasio Manajemen Penting Penggerak dan Pengendali Bisnis*, Edisi 3, (Jakarta: Erlangga, 2003), p.164

Menurut Van Horne dan Machowicz menyatakan bahwa *financial leverage*: ”sejauh mana perusahaan menggunakan uang yang dipinjam.”³⁴

Menurut Suad Husnan menyatakan bahwa :

Financial leverage terjadi pada saat perusahaan menggunakan sumber dana yang menimbulkan beban tetap. Apabila perusahaan menggunakan hutang, maka perusahaan harus membayar bunga. Bunga ini harus dibayar, berapapun keuntungan operasi perusahaan. Bagi perusahaan yang menggunakan hutang, mereka tentu berharap untuk bisa memperoleh laba operasi dari penggunaan hutang tersebut yang lebih besar dari bunganya.³⁵

Berdasarkan pendapat para ahli diatas dapat disimpulkan bahwa *financial leverage* merupakan sama dengan rasio solvabilitas yaitu untuk mengukur sejauh mana kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya baik jangka pendek maupun jangka panjang.

b. Tujuan *Financial Leverage*

Menurut Kasmir, berikut tujuan perusahaan menggunakan rasio *leverage* yakni:

- 1) Untuk mengetahui posisi perusahaan terhadap kewajiban kepada pihak lainnya (kreditur).
- 2) Untuk menilai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang bersifat tetap (seperti angsuran pinjaman termasuk bunga).
- 3) Untuk menilai keseimbangan antara nilai aktiva khususnya aktiva tetap dengan modal.
- 4) Untuk menilai seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai oleh utang.
- 5) Untuk menilai seberapa besar pengaruh utang perusahaan terhadap pengelolaan aktiva.
- 6) Untuk menilai atau mengukur berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang jangka panjang.

³⁴ James C. Van Horne dan John M, Wachowicz, JR, *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan, Buku 1 Edisi 12*, (Jakarta: Salemba Empat, 2005), p.208

³⁵ Suad Husnan, *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek) Buku 2*, (Yogyakarta: BPFY Yogyakarta, 1998), p.619

- 7) Untuk menilai berapa dana pinjaman yang segera akan ditagih, terhadap sekian kalinya modal sendiri yang dimiliki.³⁶

Tujuan perusahaan menggunakan rasio *leverage* untuk posisi perusahaan, menilai kemampuan perusahaan, menilai keseimbangan aktiva dengan modal, seberapa besar aktiva dibiayai oleh utang, seberapa besar utang perusahaan terhadap aktiva, mengukur dari setiap rupiah modal sendiri untuk jaminan jangka panjang, dan menilai berapa dana pinjaman yang diterima.

c. Manfaat *Financial Leverage*

Menurut Kasmir manfaat rasio solvabilitas atau *leverage ratio* adalah :

- 1) Untuk menganalisis kemampuan posisi perusahaan terhadap kewajiban kepada pihak lainnya.
- 2) Untuk menganalisis kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban yang bersifat tetap (seperti angsuran pinjaman termasuk bunga).
- 3) Untuk menganalisis keseimbangan antara nilai aktiva khususnya aktiva tetap dengan modal.
- 4) Untuk menganalisis seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai oleh utang.
- 5) Untuk menganalisis seberapa besar utang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva.
- 6) Untuk menganalisis atau mengukur berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang jangka panjang.
- 7) Untuk menganalisis berapa dana pinjaman yang segera akan ditagih ada terdapat sekian kalinya modal sendiri.³⁷

Penulis menyimpulkan bahwa bagi perusahaan *leverage* memiliki manfaat untuk menganalisis seluruh kebutuhan yang ada didalam perusahaan terutama untuk menganalisis posisi perusahaan, menganalisis perusahaan mampu memenuhi kewajiban, menganalisis keseimbangan aktiva dengan modal, menganalisis seberapa besar hutang perusahaan, mengukur setiap rupiah

³⁶ Kasmir, S.E., M.M, Analisis Laporan Keuangan, Edisi 1, (Jakarta: Rajawali Pers, 2009), p.153

³⁷ *Ibid.* p154

modal sendiri yang dijadikan jaminan utang jangka panjang, dan menganalisis berapa dana pinjaman yang akan ditagih.

d. Keuntungan *Financial Leverage*

Kasmir berpendapat bahwa keuntungan dengan mengetahui rasio *leverage* adalah:

- 1) Dapat menilai kemampuan posisi perusahaan terhadap kewajiban kepada pihak lainnya.
- 2) Menilai kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban yang bersifat tetap.
- 3) Mengetahui keseimbangan anatara nilai aktiva khususnya aktiva tetap dengan modal
- 4) Guna mengambil keputusan penggunaan sumber dana kedepan³⁸.

Jadi dapat disimpulkan bahwa *leverage* memiliki keuntungan bagi perusahaan dimana perusahaan dapat melihat posisi perusahaan terhadap kewajiban, menilai kemampuan perusahaan, mengetahui keseimbangan aktiva dengan modal dan dapat memutuskan sumber dana kedepan.

e. Implikasi atau akibat *financial leverage*

Menurut Brigham dan Huston *leverage* keuangan memiliki tiga implikasi, yaitu :

1. Memperoleh dana melalui utang membuat pemegang saham dapat mempertahankan pengendalian atas perusahaan dengan investasi yang terbatas.
2. Kreditur melihat ekuitas, atau dana yang disetor pemilik, untuk memberikan margin pengaman, sehingga jika pemegang saham hanya

³⁸ Kasmir, *Op. cit* p.113

memberikan sebagian kecil dari total biayanya, maka resiko perusahaan sebagian ada pada kreditur.

3. Jika perusahaan memperoleh pengembalian yang lebih besar atas investasi yang dibiayai dengan dana pinjaman dibanding pembayaran bunga, maka pengembalian atas modal pemilik akan lebih besar, atau “*leverage*”.³⁹

Menurut Sartono *leverage* terdiri dari tiga implikasi, yaitu :

1. Pemberi kedit akan menitikberatkan pada besarnya jaminan atas kredit yang diberikan.
2. Dengan menggunakan utang maka apabila perusahaan mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari beban tetapnya maka pemilik perusahaan keuntungannya akan meningkat.
3. Dengan menggunakan utang maka pemilik memperoleh dana dan tidak kehilangan pengembalian perusahaan.⁴⁰

Penulis menyimpulkan bahwa implikasi atau akibat *leverage* yang dikatakan menurut para ahli diatas ialah : resiko perusahaan sebagian besar ditanggung oleh kreditur, mengumpulkan dana melalui hutang, penggunaan hutang dengan tingkat bunga yang tetap memperbesar baik keuntungan maupun kerugian bagi pemilik, dan memperbesar resiko bahwa perusahaan mungkin tidak dapat memenuhi kewajiban – kewajibannya.

f. Jenis- jenis rasio *Financial Leverage*

1. Debt to asset ratio (debt ratio)

³⁹ Brigham, Eugene .F dan Huston, Joel F *Op. cit* p.84

⁴⁰ Agus Sartono, *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, (Yogyakarta : BPFY Yogyakarta, 2009), p.121

Debt ratio merupakan rasio utang yang digunakan untuk mengukur perbandingan antara total utang dengan total aktiva.

Rumus *debt to asset ratio* adalah:

$$\text{Debt to asset ratio} = \frac{\text{Total debt}}{\text{Total assets}}$$

2. *Debt to equity ratio*

Debt to equity ratio merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan ekuitas.

Rumus *debt to equity ratio* adalah:

$$\text{Debt to equity ratio} = \frac{\text{Total debt}}{\text{Total equity}}$$

3. *Long term debt to equity ratio*

LTDtER merupakan rasio antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Rumus LTDtER adalah:

$$\text{LTDtER} = \frac{\text{Long term debt}}{\text{equity}}$$

4. *Times interest earned*

Times interest earned merupakan rasio untuk mencari jumlah kali perolehan bunga atau kemampuan perusahaan untuk membayar biaya bunga.

Rumus *Times interest earned ratio* adalah:

$$\text{Times interest earned} = \frac{\text{EBT} + \text{Biaya bunga}}{\text{Biaya bunga (interest)}}$$

5. *Fixed charge coverage*⁴¹

⁴¹ *Ibid* p.155

Fixed charge coverage atau lingkup biaya tetap merupakan rasio yang menyerupai *Times interest earned ratio*. Hanya saja perbedaannya adalah rasio ini dilakukan apabila perusahaan memperoleh utang jangka panjang atau menyewa aktiva berdasarkan kontrak sewa.

Rumus *Fixed charge coverage ratio* adalah:

$$\text{Fixed charge coverage} = \frac{\text{EBT} + \text{Biaya Bunga} + \text{Kewajiban sewa / lease}}{\text{Biaya bunga} + \text{Kewajiban sewa / lease}}$$

Penulis menggunakan jenis rasio *Debt to asset ratio* dalam penelitian ini. *Debt to asset ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dan assets. Dengan kata lain, seberapa besar utang perusahaan dibiayai oleh utang atau seberapa besar utang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva. Rasio ini dicari atau di rumuskan dengan cara membandingkan antara seluruh utang, termasuk utang lancar dengan seluruh asset.

g. Alat Ukur *Financial Leverage*

Setiap perusahaan selalu menginginkan perkembangan pada perusahaannya, sejauh mana perusahaan dapat berjalan dengan baik. *Leverage ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang. Berapa besar utang yang ditanggung perusahaan dibandingkan dengan aktivanya.

Dari teori-teori tersebut dapat disimpulkan *debt to asset* mengukur tingkat pengembalian yang dihasilkan oleh utang perusahaan yang telah diinvestasikan sehingga bisa mendapatkan pendapatan dari aktiva yang diinvestasikan tersebut. Sehingga perusahaan dapat mengatur utangnya lebih

efektif dan efisien dalam beroperasi. Oleh karena itu *debt to asset ratio* merupakan bagian dari rasio *Leverage* yang dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan perusahaan dalam menggunakan utangnya untuk memperoleh aktiva perusahaan. Sehingga para pemegang saham dan kreditur yang telah melakukan investasi dapat memprediksi berapa tingkat pengembalian yang mungkin mereka terima atas imbalan mereka menanamkan modal di perusahaan tersebut dengan menganalisis rasio *debt to asset* perusahaan.

Arthur J. Keown, et al., mengemukakan pengertian leverage keuangan bahwa: “Leverage Keuangan Berarti pendanaan sebagian aktiva perusahaan dengan sekuitas yang menanggung tingkat pengembalian yang tetap (terbatas) dengan harapan bisa meningkatkan pengembalian bagi pemegang saham.”⁴²

Untuk mengukur tingkat hutang suatu perusahaan digunakan analisis rasio hutang :

Menurut Ross, Westerfield, Jaffe, debt ratio is :

$$\text{Debt to asset} = \frac{\text{total debt}}{\text{total assets}}^{43}$$

Menurut Harvard Bussiness Essentials debt ratio is :

$$\text{Debt ratio} = \frac{\text{total debt}}{\text{total assets}}^{44}$$

Menurut Kasmir merumuskan perhitungan debt to asset adalah

$$\text{Debt to asset} = \frac{\text{debt}}{\text{asset}}^{45}$$

⁴² Arthur J. Keown, et al., *Log.cit*

⁴³ Ross, A. Stephen, Randolph, W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, *Corporate Finance Sixth Edition*, (New York: Mc Graw Hill, 2002), p.35

⁴⁴ Essentials, Harvard Bussines, *Finance for Managers*, (Boston : Harvard Bussiness School, 2002), p.29

⁴⁵ Kasmir, S.E., M.M, *Analisis Laporan Keuangan, Edisi 1*, (Jakarta: Rajawali Pers, 2009), p.156

Farah Margaretha merumuskan debt ratio

$$\text{Debt ratio} = \frac{\text{debt}}{\text{assets}}^{46}$$

Menurut Brigham dan Houston merumuskan perhitungan utang terhadap aktiva adalah :

$$\text{Utang terhadap aktiva} = \frac{\text{utang}}{\text{aktiva}}^{47}$$

Menurut Soemarso, S. R. merumuskan perhitungan kewajiban terhadap aktiva adalah :

$$\text{Kewajiban terhadap aktiva} = \frac{\text{kewajiban}}{\text{aktiva}}^{48}$$

Menurut Van Horne dan Machowicz merumuskan perhitungan utang terhadap aktiva adalah :

$$\text{Utang terhadap aktiva} = \frac{\text{utang}}{\text{aktiva}}^{49}$$

Menurut Sundjaja, Barlian, dan Putra merumuskan perhitungan utang terhadap aktiva adalah :

$$\text{Utang terhadap aktiva} = \frac{\text{utang}}{\text{aktiva}}^{50}$$

Berdasarkan pendapat para ahli diatas dapat diketahui bahwa *debt to assets ratio* dapat dihitung dengan membandingkan antara total hutang perusahaan dengan total assets yang dimiliki perusahaan.

⁴⁶ Farah Margaretha, *Teori dan Aplikasi Manajemen Keuangan Investasi Dan Sumber Dana Jangka Pendek*, (Jakarta: Grasindo, 2005), p.20

⁴⁷ Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan, Buku 1, Edisi 10*, (Jakarta: Salemba Empat, 2009), p.103

⁴⁸ Soemarso, S.R, *Akuntansi Suatu Pengantar, Buku 2, Edisi 5*, (Jakarta: Salemba Empat, 2005), p.390

⁴⁹ James C. Van Horne dan John M, Wachowicz, JR, *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan, Buku 1 Edisi 12*, (Jakarta: Salemba Empat, 2005), p.209

⁵⁰ Prof. Dr. Ridwan S. Sundjaja, Drs., MSBA, Inge Barlian, Dra., Ak., M.Sc, Dharma Putra Sundjaja, SE., MFP, *Manajemen Keuangan 1 Edisi Keenam*, (Bandung: Unpar Press, 2007), p. 156

Dalam penelitian ini digunakan rumus untuk mencari debt ratio, adalah sebagai berikut:

$$\text{Debt – to – Assets (DAR)} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Assets}}$$

Alasan penulis menggunakan alat ukur debt to assets adalah karena untuk menjelaskan bagaimana penggunaan hutang untuk membiayai sebagian daripada aktiva perusahaan. Sehingga diperlukan adanya total utang yang dibandingkan dengan total asset.

h. Hubungan antara *Financial Leverage* dengan *Underpricing* Perusahaan Yang Melakukan *Initial Public Offering* (IPO)

Fenomena menarik yang terjadi pada saat perusahaan yang *go public* melakukan penawaran perdana adalah fenomena harga rendah (*underpricing*). Fenomena harga rendah terjadi karena penawaran perdana ke publik yang secara rerata murah. Secara rerata membeli saham di penawaran perdana dapat mendapatkan return awal (*initial return*) yang tinggi. Secara rerata disini maksudnya adalah tidak semua penawaran perdana murah, tetapi dapat juga mahal.

Pada umumnya, investor menginginkan harga perdana yang rendah sehingga dapat memperoleh *return* yang tinggi. Dan diyakini, bahwa return yang tinggi akan diperoleh pada saat perusahaan tersebut tidak memiliki utang. Dengan kata lain, investor tidak tertarik pada perusahaan yang memiliki rasio utang yang tinggi karena risikonya sangat besar seperti risiko kewajiban pengembalian dan beban untuk membayar tingkat suku bunga.

Menurut Massimo Florio bahwa:

that the underpricing decreases as (1) firm size increases, (2) leverage become larger, (3) profitability rises, and (4) the equity stake sold increases. Moreover, the level of underpricing is significantly higher for primary offers than the secondary offers, and for public offers than the tender offer. As expected, underpricing is larger for smaller firms, which maybe explained in terms of asymmetric information about the firm's value.⁵¹

Maksud dari pernyataan Massimo Florio adalah *Underpricing* menurun sehingga menyebabkan hutang menjadi lebih tinggi. Dikarenakan harga perdana yang rendah agar pada penutupan di pasar sekunder harga melonjak tinggi.

Menurut Dongwei Su bahwa:

IPO underpricing is an equilibrium outcome in a world of uncertainty and information asymmetry is a useful paradigm for understanding offering process. The extent of insider ownership, IPO size, the content of prospectus, pre-ipo leverage, pre-ipo market conditions, share allocation mechanism, listing exchange, listing time, and the belonging industry are important variables that correlate with ex ante uncertainty among investors, and that there is a positive relation between ex ante uncertainty and expected underpricing⁵²

Menurut penjelasan diatas dapat dikatakan bahwa *underpricing* IPO merupakan hasil keseimbangan dalam ketidakpastian dan informasi asimetri adalah paradigma berguna untuk memahami proses perdana. *Leverage* sebelum ipo merupakan variabel penting yang berhubungan dengan ketidakpastian dari *underpricing* yang diharapkan.

Ingo Walter menjelaskan bahwa :

Two rival corporate clients may seek to use their leverage to impede each other's competitive strategies. Or firm's may underpriced ipos to

⁵¹ Massimo Florio, *The Great Disvestiture*, (USA: Massachusetts Institute Of Technology, 2004), p.177

⁵² Dongwei Su, *Chinese Stock Market*, (Singapore: World Scientific Publishing, 2003), p.263

*the detriment of a corporate client in order to create gains for institutional investors clients from whom they hope to obtain future trading business*⁵³

Maksud dari pernyataan diatas adalah *Financial leverage* tinggi maka, menghambat strategi kompetitif sehingga *underpricing* rendah maka, investor akan mengambil keputusan memilih *underpricing* yang rendah untuk menentukan bisnis perdagangan masa depan.

Hedge and Miller, argue that:

*The existence of debt prior to the offering of an IPO can be used as a signal about the quality of the issues. That issuers of a high quality firm use larger amounts of debt prior to the offering signal that the firm has high quality prospects. A high quality firm uses debt either to mitigate inefficiencies in its investment decisions or to signal its private information to the market. Hedge and Miller point out that there is a greater probability that outsiders will have the opportunity to detect the firm's ability to service its debt obligations the larger the firm's debt.*⁵⁴

Hutang berfungsi sebagai cadangan untuk prospek masa depan perusahaan. Sehingga tingkat *financial leverage* mempengaruhi harga dimana penawaran perdana lebih rendah dibanding di pasar sekunder.

Menurut Rita Kusumawati dan Ade Sudento terdapat beberapa faktor yang dihubungkan dengan *underpricing* adalah :

- a. reputasi auditor
- b. reputasi *underwriter*
- c. profitabilitas
- d. pengalaman manajemen
- e. besaran perusahaan
- f. umur perusahaan
- g. *leverage* keuangan
- h. presentase jumlah saham yang dipegang oleh pemilik lama
- i. *solvency ratio*

⁵³ Michael Frenkel, Ulrich Hommel, and Markus Rudolf, *Risk Management Challenge and Opportunity 2nd Edition*, (Germany : Springer), p.31

⁵⁴ Tatang Ary Gumanti, *Can Accounting Information Act As A Proxy For Ex Ante Uncertainty In Initial Public Offerings?*, (Yogyakarta : Gadjah Mada International Journal Of Business, 2003), p.258

j. kondisi pasar⁵⁵

Menurut Yoga dapat disimpulkan bahwa beberapa faktor-faktor yang menghubungkan *underpricing* adalah :

- a. *Return On Assets*
- b. *Leverage* Perusahaan
- c. Ukuran perusahaan
- d. Harga saham perdana
- e. Reputasi *underwriter*
- f. Persentase saham yang ditawarkan kepada publik.⁵⁶

Gerianta Wirawan Yasa menjelaskan bahwa : “ *financial leverage* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar utangnya dengan *asset* yang dimilikinya. Apabila *financial ratio* yang dimiliki tinggi, menunjukkan risiko suatu perusahaan tinggi pula. Para investor dalam melakukan investasi tentu akan mempertimbangkan *financial ratio*. Tingkat utang merupakan informasi yang dipertimbangkan dalam menentukan harga penawaran.”⁵⁷

Kim, et.al., menjelaskan bahwa *Financial leverage* yang tinggi menunjukkan risiko perusahaan yang tinggi pula, hal ini menimbulkan ketidakpastian harga saham perdana yang besar pula, sehingga mempengaruhi *underpricing*.⁵⁸

⁵⁵ Rita Kusumawati dan Ade Sudento, *Analisis pengaruh profitabilitas (ROE), Ukuran Perusahaan (Size), dan Leverage Keuangan (Solvabilitas), Terhadap Tingkat Underpricing Pada Penawaran Perdana (Initial Public Offering) di BEJ*, (Yogyakarta : Jurnal Utilitas (Manajemen dan Bisnis), 2004), p.94

⁵⁶ Yoga, *Pengaruh Variabel Keuangan dan Non Keuangan Terhadap Underpricing Pada Perusahaan yang Melakukan Initial Public Offering (IPO)*, (Surakarta : Jurnal Bisnis dan Manajemen, 2009), p.48

⁵⁷ Gerianta Wirawan Yasa, *Penyebab Underpricing Pada Penawaran Saham Perdana di BEJ*, (Bali : Jurnal AUDI, 2005), p.150

⁵⁸ Yoga, *Pengaruh Variabel Keuangan dan Non Keuangan Terhadap Underpricing Pada Perusahaan yang Melakukan Initial Public Offering (IPO)*, (Surakarta : Jurnal Bisnis dan Manajemen, 2009), p.48

Sri Trisnarningsih menjelaskan bahwa: “ apabila *financial leverage* tinggi, menunjukkan risiko suatu perusahaan juga tinggi. Para investor dalam melakukan keputusan investasi, tentu akan mempertimbangkan informasi *financial leverage*. Sehingga penawaran harga perdana lebih rendah ”⁵⁹

Trisnarningsih menjelaskan bahwa variabel *financial leverage* terhadap tingkat *underpricing* diperoleh dari nilai t_{hitung} sebesar 3,059 dengan nilai probabilitas (signifikan t) 0,006. Hasil ini telah memenuhi syarat signifikansi 5%. Nilai r^2 parsial sebesar 0,574 menunjukkan bahwa variabel *financial leverage* dapat menjelaskan tingkat *underpricing* sebesar 57,4% sedangkan sisanya sebesar 42,6%.⁶⁰

Menurut Rita Kusumawati dan Ade Sudento bahwa “*financial leverage* yang diproksi dengan total debt to total asset menunjukkan nilai sig-t sebesar 0,212 dimana nilai tersebut lebih besar dari derajat signifikannya ($\alpha=5\%$). Artinya, variabel leverage keuangan (solvabilitas) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*.”⁶¹

Berdasarkan penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa *financial leverage* mempunyai hubungan dengan *underpricing* perusahaan yang melakukan *initial public offering* karena, investor meyakini bahwa perusahaan yang mempunyai rasio utang tinggi juga mempunyai risiko yang

⁵⁹ Sri Trisnarningsih, *Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing*, (Surakarta : Jurnal Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah, 2005), p.199

⁶⁰ Sri Trisnarningsih, *Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing*, (Surakarta : Jurnal Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah, 2005), p.207

⁶¹ Rita Kusumawati dan Ade Sudento, *Analisis pengaruh profitabilitas (ROE), Ukuran Perusahaan (Size), dan Leverage Keuangan (Solvabilitas), Terhadap Tingkat Underpricing Pada Penawaran Perdana (Initial Public Offering) di BEJ*, (Yogyakarta : Jurnal Utilitas (Manajemen dan Bisnis), 2004), p.106

tinggi dan adanya pengembalian yang cukup untuk mendanai hutang-hutang dari hasil *initial public offering*.

B. Kerangka Berpikir

Penentuan harga saham pada saat penawaran umum ke publik, dilakukan oleh kesepakatan antara emiten dengan *underwriter*. *Underpricing* terjadi jika harga saham di pasar perdana lebih rendah dibandingkan dengan harga saham penutupan di pasar sekunder. Asimetri informasi akan menyebabkan kondisi ketidakpastian di masa yang akan datang mengenai harga saham yang diterbitkan. Kondisi ketidakpastian tersebut berhubungan positif dengan *underpricing*, artinya semakin tinggi ketidakpastian di masa yang akan datang, akan menyebabkan *underpricing* semakin tinggi. Dengan demikian, besar kecilnya *underpricing* tergantung dari ketidakpastian harga saham di masa yang akan datang.

Financial leverage merupakan penggunaan dana eksternal untuk meningkatkan laba bagi pemegang saham. Penggunaan hutang yang terkandung dalam *financial leverage* tidak hanya dapat meningkatkan tingkat pengembalian tetapi juga memunculkan adanya risiko keuangan, di mana risiko keuangan ini merupakan risiko yang muncul akibat adanya penggunaan hutang oleh perusahaan untuk membiayai kegiataannya selain menggunakan *assetnya* sendiri. Risiko ini tidak hanya menjadi beban perusahaan tetapi juga menjadi beban para pemegang saham biasa.

Dengan demikian, semakin tinggi *leverage* yang terlihat dari perkembangan keuangan perusahaan (neraca) akan menyebabkan semakin tingginya

ketidakpastian di masa yang akan datang bagi perusahaan dan akan mengurangi minat para investor untuk melakukan investasi atau harga saham akan kecil atau kurang optimal, yang berarti *underpricing* semakin tinggi.

C. Perumusan Hipotesis

Berdasarkan kerangka teoritis yang telah diuraikan diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut: “terdapat hubungan antara *financial leverage* dengan *underpricing* perusahaan yang melakukan *initial public offering* (IPO).”