

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Bab ini menjelaskan tentang telaah pustaka yang mencakup paradigma penelitian, kajian teori tentang pengungkapan modal intelektual dan *review* penelitian sebelumnya. Pada bagian awal menjelaskan landasan teori. Bagian berikutnya menjelaskan tentang studi terdahulu yang berkaitan dengan determinan pengungkapan modal intelektual dan dampak pengungkapan modal intelektual pada *underpricing*. bagian akhir bab ini menjelaskan pengembangan hipotesis penelitian.

#### A. Telaah Pustaka

##### 1. Paradigma Positivis

Paradigma adalah cara pandang terhadap diri dan lingkungannya yang akan mempengaruhi dalam berfikir, bersikap dan bertindak laku (Vardiansyah, 2008). Peile (1994) menjelaskan bahwa terdapat tiga paradigma dalam ilmu sosial, yaitu: 1) paradigma positivis, 2) paradigma interpretatif, dan 3) paradigma kritis. Paradigma positivis memandang bahwa perilaku dapat dijelaskan dengan cara-cara sebab akibat dan deterministik. Paradigma interpretatif memandang bahwa perilaku itu disengaja dan kreatif. Perilaku itu bisa dijelaskan, tetapi tidak bisa ditebak. Hal tersebut berarti bahwa orang membentuk realita mereka sendiri. Paradigma kritis memandang bahwa perilaku manusia itu bersifat sosial dan bersejarah. Orang membentuk dunia

mereka sendiri, namun dibentuk oleh mereka pada saat yang bersamaan (Probohudono, 2012).

Penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan determinan pengungkapan IC dan dampak pengungkapan pada *underpricing*. Hal tersebut berarti penelitian ini bertujuan menjelaskan hubungan antar variabel melalui proses pengamatan yang dilakukan dengan menggunakan data yang terukur dalam rangka menguji hipotesis, sehingga diperoleh hasil berdasarkan pada realita. Oleh karena itu penelitian ini menggunakan paradigma positivis sebagai sudut pandang dalam menjelaskan hubungan antar variabel.

## **2. Kajian Teori tentang Determinan Pengungkapan Modal Intelektual dan Dampaknya pada *Underpricing***

Bagian ini menjelaskan konsep teoritis dan hasil penelitian terdahulu yang relevan dengan variabel penelitian untuk menjawab permasalahan yang telah dideskripsikan pada bagian sebelumnya. Terkait dengan determinan pengungkapan modal intelektual, teori yang dipandang relevan untuk menjelaskan hubungan antar variabel yang diteliti adalah teori pensinyalan. Meskipun riset-riset terdahulu menunjukkan penggunaan berbagai macam teori dalam menjelaskan fenomena pengungkapan IC, namun secara garis besar terdapat empat teori yang dinilai relevan, yaitu teori pensinyalan, teori agensi, teori legitimasi, dan teori *stakeholder* (An *et al.*, 2011).

Teori agensi tidak digunakan dalam penelitian ini karena beberapa argumen berikut ini. Pertama, teori agensi lebih fokus pada hubungan antara prinsipal (pemilik) dan agen (manajemen) dalam situasi kontraktual dan

permasalahan keagenan (*moral hazard* dan *adverse selection*). Dengan demikian, fenomena yang dikaji dalam teori agensi terbatas pada bingkai aturan dan situasi kontraktual antara prinsipal dan agen (Abeysekera, 2007). Kedua, teori agensi tidak mampu menjelaskan hubungan antara prinsipal dan agen dengan *stakeholder* yang luas, misalnya hubungan antara perusahaan dengan lembaga swadaya masyarakat, media masa, serta masyarakat secara umum yang tidak terkait langsung dengan aktivitas perusahaan.

Teori legitimasi juga tidak digunakan dalam penelitian ini dengan beberapa pertimbangan berikut ini. Pertama, Teori legitimasi memandang adanya “kontrak sosial” antara perusahaan dengan masyarakat (atau komunitas) dalam menjalankan operasi bisnisnya. Oleh karena itu, agar tetap eksis dan berkelanjutan dalam usahanya, maka perusahaan harus berupaya untuk memperoleh kepercayaan dari masyarakat bahwa aktivitas perusahaan telah sesuai dengan prinsip dan norma yang berlaku dalam masyarakat tersebut. Dengan demikian, teori legitimasi terbatas pada hubungan antara perusahaan dengan *stakeholder* dan *nonstakeholder* dalam bingkai peraturan atau norma yang berlaku di masyarakat. Kedua, teori legitimasi berfokus pada tindakan atau aksi perusahaan dalam memenuhi peraturan sebagai upaya memperoleh kepercayaan publik dan sebagai wujud akuntabilitas. Oleh karena itu, tindakan atau aksi yang dilakukan oleh perusahaan bersifat reaktif bukan pro aktif.

Selain teori agensi dan teori legitimasi, teori pemangku kepentingan (*stakeholder*) juga tidak digunakan dalam penelitian ini. Setidaknya terdapat

dua argumen yang mendasari hal tersebut. Pertama, menurut teori *stakeholder*, perusahaan memiliki banyak pemangku kepentingan, dan setiap pemangku kepentingan memiliki hak untuk diperlakukan secara adil oleh perusahaan. Dalam konteks pengungkapan modal intelektual, terdapat beberapa elemen modal intelektual yang dapat memberikan manfaat bagi sebagian pemangku kepentingan, misalnya permasalahan ekuitas. Akan tetapi, ada beberapa elemen lain yang tidak memberikan manfaat bagi pemangku kepentingan, misalnya pengukuran karyawan (nilai tambah per karyawan). Hal tersebut dikarenakan tidak memberikan informasi bagi sebagian *stakeholder* dalam kaitannya dengan nilai tambah dan imbal hasil (*returns*) yang diterima (Van Staden, 2002; Abeysekera, 2007). Kedua, berdasarkan tinjauan literatur sebelumnya, untuk menentukan apakah pengungkapan modal intelektual ditujukan kepada kelompok pemangku kepentingan yang dominan sangat sulit dilakukan (Abeysekera, 2007).

Secara lebih spesifik, terdapat beberapa pertimbangan yang mendasari pemilihan teori pensinyalan dalam menjelaskan hubungan antara pemilik dan penjamin pelaksana emisi efek dengan pengambilan keputusan pengungkapan IC pada prospektus IPO. Pertama, sebagian besar penelitian terdahulu menggunakan teori pensinyalan sebagai landasan dan sudut pandang dalam menjelaskan faktor penentu luas pengungkapan IC dalam konteks IPO (lihat Singh dan Van der Zahn, 2008). Kedua, teori pensinyalan berfokus pada tindakan perusahaan dalam mengurangi permasalahan asimetri informasi dengan mekanisme pensinyalan kualitas perusahaan yang sifatnya sukarela.

Oleh karena itu, tindakan atau aksi yang dilakukan oleh perusahaan lebih cenderung pro aktif, bukan reaktif. Artinya kebijakan pengungkapan diambil bukan untuk memenuhi tuntutan regulasi, tetapi atas dasar inisiatif pemilik dan manajemen perusahaan.

Ketiga, model yang dikembangkan dalam penelitian ini lebih menitik beratkan pada faktor risiko yang ditanggung oleh pemilik lama dan penjamin pelaksana emisi efek dalam pengambilan keputusan pengungkapan IC. Dalam konteks ini, pemilik lama menanggung risiko terhadap investasi yang dipertahankannya pada perusahaan, sedangkan penjamin pelaksana emisi efek menanggung risiko terkait dengan porsi penjaminan saham dan reputasi yang dimiliki apabila proses IPO tidak sesuai dengan harapan pemilik perusahaan. Oleh karena itu pemilik lama dan penjamin pelaksana emisi efek akan mendorong manajemen perusahaan untuk memperluas pengungkapan IC pada prospektus IPO (Singh dan Van der Zahn, 2008). Selanjutnya manajemen perusahaan menyampaikan sinyal kualitas perusahaan (melalui pengungkapan IC) kepada investor potensial untuk mengurangi tingkat asimetri informasi (Jog dan McConomy, 2003; Guo *et al.*, 2004; Yosano *et al.*, 2015).

Terkait dengan fenomena *underpricing*, terdapat juga beragam teori yang dapat menjelaskan faktor penentu *underpricing* pada saat penawaran umum saham perdana. Setidaknya terdapat empat perspektif yang sering kali digunakan oleh para peneliti dalam menjelaskan fenomena *underpricing*, yaitu pensinyalan, institusional, pengendalian, dan keperilakuan (Ljungqvist, 2006). Teori yang paling banyak dikaji oleh para peneliti terdahulu adalah teori

pensinyalan (misalnya, Baron, 1982; Rock, 1986; Welch, 1989). Teori pensinyalan memfokuskan pada permasalahan asimetri informasi antar pihak-pihak yang berkepentingan dalam proses IPO (misalnya, pemilik, penjamin emisi, dan calon investor). Asimetri informasi mengasumsikan bahwa terdapat pihak yang lebih mengetahui informasi tertentu dibandingkan dengan pihak yang lain. Dalam konteks IPO, para pihak yang dimaksud adalah pihak internal perusahaan (pemilik dan manajemen), penjamin emisi dan pelaksana emisi efek, dan investor potensial (calon investor).

Beberapa kajian teoritis dan empiris terkait asimetri informasi tersebut telah dilakukan oleh para peneliti, misalnya Baron (1982) yang memberikan kajian empiris tentang asimetri informasi antara perusahaan yang melakukan IPO dengan penjamin emisi. Penelitian tersebut mengasumsikan bahwa penjamin emisi efek mempunyai informasi yang lebih baik tentang permintaan pasar dibandingkan dengan perusahaan. Oleh karena itu, penjamin emisi efek menggunakan *underpricing* sebagai mekanisme pemasaran untuk mempermudah penjualan saham yang ditawarkan. Rock (1986) menganalisis asimetri informasi antar investor di pasar modal, dalam hal ini diasumsikan bahwa sebagian investor memiliki informasi yang lebih lengkap terhadap prospek dan kualitas perusahaan dibandingkan dengan investor yang lain. Oleh karena itu, investor yang memiliki informasi lebih akan mengambil keuntungan dari situasi asimetri informasi tersebut. Lebih lanjut, Welch (1989) mengasumsikan bahwa perusahaan memiliki informasi yang lebih baik



tentang nilai intrinsik perusahaan dibandingkan pihak lain. Oleh karena itu, *underpricing* digunakan sebagai sinyal nilai perusahaan.

Teori institusional berfokus pada kondisi dan lingkungan pasar modal pada suatu negara, misalnya terkait permasalahan regulasi atau hukum di sebuah negara (contohnya kebijakan pajak, stabilisasi harga). Teori pengendalian (*control theory*) memandang bahwa *underpricing* merupakan sebuah mekanisme untuk mengurangi biaya keagenan, sedangkan teori perilaku lebih berfokus pada perilaku investor di pasar modal yang beragam. teori perilaku investor yang irasional (bersedia membeli saham dengan harga melebihi nilai sesungguhnya) dapat berpengaruh pada tingkat *underpricing*.

Berdasarkan penjelasan dan argumentasi dari teori-teori tersebut dapat dikatakan bahwa *underpricing* merupakan salah satu anomali di pasar saham yang sangat sulit ditentukan faktor penyebab pastinya. Selain itu, konsep *underpricing* sendiri masih menjadi perdebatan, apakah *underpricing* terjadi karena kesengajaan atau karena mekanisme pasar sebagai akibat adanya asimetri informasi antara pihak perusahaan, penjamin emisi dan investor potensial.

Beberapa literatur masa lampau menunjukkan bahwa *underpricing* dapat dijadikan sebagai sinyal kualitas perusahaan (Allen dan Faulhaber, 1989; Grinblatt dan Hwang, 1989). Riset tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan sengaja menawarkan saham dengan harga yang rendah atau murah (biasa disebut *leaving money on the table*) sebagai sinyal bahwa perusahaan tersebut berkualitas baik. Hal tersebut sebenarnya mengandung makna bahwa

apabila di kemudian hari perusahaan melakukan penawaran saham susulan (*seasoned equity offering*), maka akan mendapatkan respon positif di pasar (Welch, 1989). Pada awalnya perusahaan memang menanggung biaya yang timbul karena *underpricing*, tetapi biaya tersebut akan tergantikan oleh keuntungan yang diperoleh perusahaan dari penawaran saham susulan. Hal tersebut mengindikasikan bahwa *underpricing* merupakan strategi perusahaan untuk menarik minat calon investor.

Indikasi adanya kesengajaan *underpricing* juga terlihat dalam strategi alokasi dan penjualan saham oleh penjamin emisi efek. Loughran dan Ritter (2002) memberikan bukti empiris penjamin emisi efek sengaja membuat harga saham perusahaan *underprice* dengan cara mengalokasikan saham yang *underprice* ke investor rekanan yang berada pada posisi beli (*buy-side investors*). Dengan demikian investor tersebut akan memperoleh *initial return* yang tinggi. Penelitian tersebut mengindikasikan adanya perilaku penjamin emisi efek yang oportunis.

Selain karena faktor kesengajaan, *underpricing* dapat terjadi karena faktor asimetri informasi. Sebagian besar literatur menunjukkan bahwa *underpricing* merupakan akibat yang ditimbulkan oleh kurang efektifnya mekanisme pensinyalan yang dilakukan oleh perusahaan. Pada kenyataannya *underpricing* merupakan permasalahan yang berakibat pada meningkatnya biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan pada saat IPO. Semakin tinggi tingkat *underpricing* maka semakin tinggi transfer kekayaan dari perusahaan kepada investor yang membeli saham perusahaan (*money left on the table*).



Hal tersebut menunjukkan tidak optimalnya dana yang diperoleh perusahaan dari penawaran umum saham perdana kepada publik (lihat Ritter, 2015).

Selain itu, faktor kebaruan regulasi dan lingkungan penelitian juga perlu dipertimbangkan dalam melihat apakah *underpricing* itu di sengaja atau tidak. Dalam konteks tersebut, sangat dimungkinkan bahwa literatur terdahulu yang berargumen bahwa *underpricing* di sengaja sulit diaplikasikan dalam lingkungan penelitian saat ini. Hal tersebut dikarenakan adanya beberapa regulasi yang berubah, misalnya peraturan badan pengawas pasar modal yang menyatakan bahwa pemilik lama tidak boleh mengalihkan sebagian atau seluruh kepemilikan atas saham selama 8 bulan setelah efektif di bursa efek (Peraturan Bapepam No. IX. A. 6, 2001). Kondisi tersebut akan sangat berisiko bagi pemilik perusahaan apabila menggunakan strategi sengaja menjual saham dengan harga rendah atau murah (*underprice*). Ketidakpastian kinerja perusahaan di masa depan dan kondisi perekonomian yang sulit terprediksi merupakan faktor yang sangat memungkinkan pemilik perusahaan untuk tidak mengambil resiko tersebut.

Oleh karena itu, berdasarkan kajian empiris dan praktik yang terjadi, maka dapat dikatakan bahwa fenomena *underpricing* terjadi bukan karena disengaja, akan tetapi karena adanya permasalahan asimetri informasi dan kurang efektifnya mekanisme pensinyalan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan dan penjamin pelaksana emisi efek. Hal tersebut diperkuat dengan riset-riset terdahulu yang menunjukkan bukti bahwa permasalahan utama

dalam proses IPO adalah asimetri informasi (Baron, 1982; Rock, 1986; Welch, 1989).

Literatur menunjukkan bahwa salah satu solusi untuk mengurangi tingkat asimetri informasi adalah pengungkapan informasi privat yang dibutuhkan oleh investor dalam pengambilan keputusan (Diamond dan Verrehia, 1991; Leuz dan Verrechia, 2000; Loughran dan Ritter, 2004; Ljungqvist, 2005; Singh dan Van der Zahn, 2007). Informasi yang dibutuhkan oleh investor pada era ekonomi berbasis pengetahuan seperti saat ini adalah informasi tentang sumber daya intelektual. Hal tersebut dikarenakan sumber daya intelektual dinilai mampu meningkatkan nilai tambah dan keunggulan kompetitif yang pada akhirnya akan meningkatkan kinerja perusahaan (Bontis, 2000; Bukh *et al.*, 2005; Singh dan Van der Zahn, 2008). Oleh karena itu, berdasarkan kajian teori dan argumentasi tersebut, maka perspektif teori pensinyalan dinilai relevan untuk menjelaskan permasalahan asimetri informasi serta hubungan antara pengungkapan modal intelektual dengan *underpricing*.

Secara lebih spesifik, aplikasi teori pensinyalan dalam menjelaskan hubungan antara pengungkapan IC dengan *underpricing* didasarkan pada beberapa argumentasi berikut ini. Pertama, dalam konteks IPO, asimetri informasi merupakan permasalahan utama. Literatur menunjukkan bahwa tingkat asimetri informasi antara perusahaan dengan calon investor pada saat IPO lebih tinggi dari pada perusahaan yang sudah terdaftar di BEI (Bukh *et al.*, 2005; Rashid *et al.*, 2012). Kedua, teori pensinyalan berfokus pada

tindakan perusahaan yang sifatnya sukarela. Oleh karena itu, tindakan atau aksi yang dilakukan oleh perusahaan lebih cenderung pro aktif, bukan reaktif. Selain itu, salah satu karakteristik yang mendasari teori pensinyalan adalah sinyal harus sulit ditiru oleh perusahaan lain. Karakteristik tersebut sangat relevan dengan pengungkapan IC, karena beberapa elemen modal intelektual melekat pada perusahaan dan merupakan ciri khas pada perusahaan tersebut (misalnya: merek dagang, dan hak paten). Artinya elemen modal intelektual yang dimiliki perusahaan yang berkualitas sulit untuk ditiru oleh perusahaan yang tidak berkualitas.

### **3. Teori Pensinyalan**

Teori pensinyalan dicetuskan oleh Spence (1973) dan dikembangkan oleh Leland dan Pyle (1977) dalam *setting* IPO. Dalam papernya, Leland dan Pyle (1977) menjelaskan bahwa pada waktu perusahaan melakukan IPO, terdapat asimetri informasi (*asymmetric information*) antara pemilik lama dan calon investor mengenai prospek perusahaan yang ditawarkan. Dalam hal ini, pemilik lama memiliki informasi privat dan pemahaman tentang prospek perusahaan yang lebih baik jika dibandingkan dengan calon investor. Oleh karena itu pemilik lama akan melakukan tindakan dan mengkomunikasikan tindakannya tersebut agar dapat diamati secara langsung oleh calon investor, dengan tujuan mengurangi asimetri informasi serta meyakinkan investor mengenai prospek perusahaan yang ditawarkan.

Dalam kaitannya dengan pengungkapan informasi, Oliveira *et al.* (2006) menyebutkan bahwa pemilik dan manajemen perusahaan termotivasi untuk

memberikan sinyal tentang kualitas dan prospek perusahaan secara sukarela melalui media laporan keuangan (dalam hal ini adalah pengungkapan IC) untuk mengurangi asimetri informasi dan ketidakpastian arus kas di masa depan. Selain itu pengungkapan informasi tentang kualitas dan keunggulan perusahaan akan memberikan banyak manfaat, misalnya meningkatkan citra (*image*) perusahaan, mengurangi *cost of capital*, menurunkan volatilitas saham dan yang lebih penting adalah mempererat hubungan dengan para *stakeholder* (Vergauwen dan Alem, 2005; Rodgers, 2007; An *et al.*, 2011).

Teori pensinyalan memiliki dua karakteristik utama, yaitu: 1) sinyal harus dapat diamati dan diketahui oleh investor potensial, 2) sinyal harus sulit ditiru oleh perusahaan yang memiliki kualitas yang rendah (Certo *et al.*, 2001). Maksud dari sinyal harus dapat diamati dan diketahui oleh investor potensial adalah tindakan yang dilakukan oleh pemilik lama untuk menunjukkan prospek dan kualitas perusahaan harus dapat dilihat oleh investor potensial dalam prospektus IPO. Dengan demikian, investor potensial akan memperoleh informasi yang memadai untuk melakukan analisis dan membuat keputusan investasi. Sinyal harus sulit ditiru oleh perusahaan lain yang berkualitas rendah maksudnya adalah tindakan yang dilakukan oleh pemilik lama mengandung risiko dan biaya yang tinggi, sehingga perusahaan yang berkualitas rendah akan kesulitan untuk meniru tindakan tersebut.

Penggunaan teori pensinyalan sebagai dasar analisis dan pengkajian pengungkapan modal intelektual perusahaan sudah sering dilakukan oleh para peneliti terdahulu, misalnya: Bukh *et al.* (2005); Garcia-Meca *et al.* (2005);

Oliveira (2006); Singh dan Van der Zahn (2008). Riset-riset tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang berkualitas tinggi akan memberikan informasi mengenai sumber daya dan potensi yang di miliknya secara luas dan sukarela untuk mengurangi tingkat asimetri informasi, sehingga para pemangku kepentingan dapat dengan mudah membedakan dengan perusahaan lain yang berkualitas rendah. Dengan demikian, keyakinan para *stakeholder* (terutama investor potensial) tentang kualitas dan prospek perusahaan di masa depan akan meningkat, sehingga akan memberikan nilai yang lebih tinggi pada perusahaan tersebut.

Argumentasi tersebut juga didukung oleh studi Welker (1995), Guo (2004) dan Yosano *et al.* (2015) yang menunjukkan bahwa luas pengungkapan dapat mengurangi tingkat asimetri informasi. Selain itu, dalam konteks pengungkapan IC dan *cost of capital*, studi Orens (2009) dan Boujelbene dan Affes (2013) memberikan bukti bahwa luas pengungkapan IC dapat mengurangi *cost of capital*. Dengan demikian, berdasarkan pada argumentasi dan hasil riset-riset tersebut, dapat dikatakan bahwa mekanisme pensinyalan melalui pengungkapan dapat mengurangi tingkat asimetri informasi dan *cost of capital*.

#### **4. Penawaran Umum Saham Perdana**

Penawaran umum saham perdana adalah kegiatan penawaran saham atau surat berharga lainnya yang dilakukan oleh emiten (perusahaan yang akan *go public*) untuk menjual saham atau surat berharga lainnya kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur oleh Undang-Undang Pasar Modal dan

Peraturan Pelaksanaannya. Berdasarkan data di pusat informasi *go public* Bursa Efek Indonesia (Pusat Informasi *Go Public* BEI, 2016), proses penawaran umum saham perdana dikelompokkan menjadi lima tahapan berikut ini.

a. Penunjukkan *underwriter* dan persiapan dokumen (persiapan awal)

Pada tahap ini, perusahaan melakukan pembentukan tim internal, melakukan pertimbangan awal, melakukan penunjukkan profesional eksternal (terdiri dari *underwriter*, akuntan publik, konsultan hukum, notaris, penilai, dan biro administrasi efek), melakukan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan perubahan anggaran dasar, serta mempersiapkan dokumen.

b. Penyampaian permohonan pencatatan saham ke BEI.

Pada tahap ini, perusahaan mengajukan permohonan untuk mencatatkan saham di Bursa Efek Indonesia dengan menyertakan dokumen yang dipersyaratkan, misalnya profil perusahaan, laporan keuangan, opini hukum, dan lain sebagainya. Selain itu, perusahaan juga mengajukan permohonan kepada Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) untuk penitipan secara kolektif atas saham yang didaftarkan.

c. Penyampaian pendaftaran ke Otoritas Jasa keuangan (OJK)

Setelah perusahaan memperoleh perjanjian pendahuluan pencatatan saham dari BEI, maka perusahaan menyerahkan pernyataan pendaftaran dan dokumen pendukung (prospektus) kepada Otoritas Jasa Keuangan untuk melakukan IPO. Perusahaan wajib menunggu izin publikasi dari



Otoritas Jasa Keuangan sebelum melakukan publikasi prospektus ringkas atau melakukan penawaran awal (*bookbuilding*) dan *public expose*. Setelah perusahaan memberikan informasi tentang harga penawaran dan keterbukaan informasi yang lain, maka OJK akan memberikan pernyataan efektif. Selanjutnya, perusahaan dapat melakukan perbaikan atau penambahan informasi dalam prospektus ringkas yang dipublikasi melalui surat kabar dan menyediakan dokumen prospektus final bagi masyarakat atau calon pembeli saham, serta melakukan penawaran umum.

d. Penawaran umum saham kepada publik

Pada tahapan ini, perusahaan dapat melakukan penawaran umum saham kepada masyarakat selama satu sampai dengan lima hari kerja. Apabila permintaan saham di pasar melebihi jumlah saham yang ditawarkan, maka perusahaan dapat melakukan penjatahan. Pendistribusian saham kepada pembeli (investor) tidak dilakukan secara langsung oleh perusahaan atau penjamin pelaksana emisi efek, namun dilakukan oleh KSEI secara elektronik.

e. Pencatatan dan perdagangan saham perusahaan di BEI

Setelah perusahaan dinyatakan efektif oleh OJK, maka perusahaan menyampaikan permohonan pencatatan saham kepada BEI. Apabila semua persyaratan sudah terpenuhi, maka BEI akan memberikan persetujuan dan mengumumkan pencatatan saham dan kode saham untuk diperdagangkan di bursa. Setelah saham perusahaan tercatat di BEI, investor dapat

melakukan penjualan dan pembelian saham melalui broker atau perusahaan sekuritas yang terdaftar di BEI.

Berdasarkan pada proses penawaran umum saham perdana diatas dapat diketahui peran penting penjamin pelaksana emisi efek sebagai salah satu pihak yang membantu perusahaan dalam persiapan dan pelaksanaan penawaran umum saham perdana. Selain menjamin keterjualan saham perusahaan, penjamin pelaksana emisi efek memiliki tugas dan fungsi untuk membantu perusahaan dalam mempersiapkan dokumen yang dipersyaratkan oleh regulator (salah satunya adalah prospektus IPO). Prospektus adalah dokumen tertulis final yang dipersiapkan oleh perusahaan dan penjamin pelaksana emisi efek dalam rangka penawaran umum dan memuat seluruh informasi maupun fakta-fakta penting dan relevan mengenai perusahaan serta saham yang ditawarkan sesuai peraturan yang berlaku di pasar modal (Prospektus IPO PT. Graha Layar Prima, 2014). Prospektus merupakan salah satu sumber informasi yang digunakan oleh calon investor dalam menganalisis prospek dan kualitas perusahaan. Dengan demikian, informasi yang terkandung dalam prospektus tentu mengandung muatan strategi perusahaan dan penjamin pelaksana emisi efek untuk menarik minat calon investor. Oleh karena itu dapat dikatakan bahwa pihak yang paling berperan dalam proses pengambilan keputusan terkait kandungan informasi dalam prospektus adalah pemilik perusahaan dan penjamin pelaksana emisi efek.

Selain penjamin pelaksana emisi efek, pihak profesional eksternal yang juga memiliki peran dalam proses IPO adalah akuntan publik, konsultan

hukum, notaris, penilai, dan biro administrasi efek. Namun demikian, dalam konteks riset pasar modal (khususnya akuntansi), peran akuntan publik dinilai lebih penting dibandingkan pihak profesional yang lain. Hal tersebut didasarkan pada praktik audit atas laporan keuangan yang menunjukkan bahwa akuntan publik juga menggunakan jasa profesional seperti penilai dan konsultan hukum. Salah satu tugas utama akuntan publik adalah menjamin kualitas pelaporan keuangan perusahaan. Artinya laporan keuangan perusahaan bebas dari salah saji yang material dan sesuai dengan prinsip akuntansi yang berterima umum di Indonesia. Oleh karena itu, kualitas akuntan publik dinilai dapat mempengaruhi persepsi calon investor terhadap kualitas laporan keuangan perusahaan, yang pada akhirnya akan mempengaruhi penilaian calon investor terhadap harga saham perusahaan yang ditawarkan. Meskipun demikian, pihak profesional yang tersebut diatas tidak memiliki peran atau tugas dalam proses penyusunan prospektus IPO dan penentuan harga serta strategi penjualan saham kepada publik. Oleh karena itu tidak relevan apabila pihak-pihak tersebut dikaitkan dengan penentuan kebijakan pengungkapan yang sifatnya strategis (khususnya modal intelektual) dalam prospektus IPO perusahaan.

Permasalahan yang sering kali muncul dalam proses IPO adalah proses penentuan harga saham yang ditawarkan. Kondisi tersebut disebabkan karena tidak tersedianya informasi tentang nilai intrinsik dari saham yang akan ditawarkan kepada publik. Oleh karena itu, penjamin pelaksana emisi efek melakukan penawaran awal (*book building*) untuk mendapatkan informasi

tentang respon harga penawaran calon investor atau investor potensial terhadap saham yang ditawarkan. Selanjutnya berdasarkan hasil penawaran awal tersebut, penjamin pelaksana emisi efek melakukan pembahasan dengan pemilik perusahaan untuk mendapatkan kesepakatan harga saham yang akan ditawarkan. Selain berdasarkan pada hasil penawaran awal, secara umum terdapat beberapa pertimbangan yang juga dijadikan dasar oleh penjamin pelaksana emisi efek dan pemilik perusahaan untuk menentukan harga penawaran, misalnya kondisi pasar, permintaan calon investor (domestik dan asing) kinerja keuangan perusahaan, kinerja saham di pasar sekunder, tata kelola dan prospek perusahaan.

Meskipun demikian, dalam praktiknya tidak sedikit harga saham penawaran yang sudah melalui proses *book building* dan pembahasan tersebut ternyata masih saja di bawah harga pasar atau mengalami *underpricing* di atas 50% (misalnya harga saham PT. Sitara Prosperindo, PT. Bank Agris, PT. Bank Dinar, PT. Victoria Investama, PT. Nirvana Development, PT. Inti Bangun Sejahtera). Lebih lanjut, bukti empiris juga menunjukkan bahwa perusahaan yang IPO di Bursa Efek Indonesia secara rata-rata mengalami *underpricing* sebesar 20% sampai dengan 30% (Yolana dan Martani, 2005; Gumanti dan Niagara, 2006; Amin, 2007; Widiyanti dan Kusuma, 2013). Berbagai mekanisme pensinyalan kualitas perusahaan sebenarnya juga telah dilakukan oleh perusahaan yang melakukan IPO, misalnya dengan memperbesar tingkat retensi kepemilikan saham dan menggunakan jasa penjamin pelaksana emisi efek yang bereputasi. Namun, tidak semua

perusahaan mendapatkan hasil yang sesuai dengan harapan. Hal ini berarti bahwa harga saham yang ditawarkan masih tetap *underprice* (misal IPO PT. Multipolar Technology dan PT. Nusa Raya Cipta).

Kondisi tersebut menunjukkan belum efektifnya mekanisme pensinyalan yang dilakukan oleh perusahaan dan penjamin pelaksana emisi efek dalam melakukan analisis penentuan harga penawaran. Oleh karena itu, untuk mengatasi permasalahan tersebut perlu dilakukan pengkajian terkait mekanisme pensinyalan yang dapat menunjukkan kualitas dan prospek perusahaan di masa depan serta dapat mempengaruhi calon investor dalam pengambilan keputusan investasi. Kajian teori dan hasil-hasil riset terdahulu menunjukkan pentingnya pengungkapan sumber daya intelektual sebagai salah satu mekanisme pensinyalan kualitas dan prospek perusahaan di masa depan.

## **B. Penelitian Sebelumnya yang Relevan**

### **1. Studi Tentang Determinan Pengungkapan IC**

Penelitian tentang modal intelektual mulai berkembang secara intensif sejak diterbitkannya *Journal of Intellectual Capital* pada tahun 2000. Dalam konteks pengungkapan, Singh dan Van der Zahn (2007) mengelompokkan riset IC ke dalam tiga kategori utama, yaitu: 1) tujuan pengungkapan IC, 2) determinan luas pengungkapan IC, dan 3) konsekuensi pengungkapan IC. Dari tiga kategori tersebut, riset tentang determinan luas pengungkapan IC merupakan topik riset yang paling

banyak dilakukan oleh para peneliti. Berbagai model penelitian telah dikembangkan sejak awal tahun 2000 sampai sekarang. Media pengungkapan IC yang dikaji juga menunjukkan keberagaman, misalnya: laporan keuangan tahunan, laporan analis, *web-site*, laporan manajemen, dan prospektus. Selain itu, hasilnya pun juga beragam atau belum konsisten (lihat Lampiran 1).

Studi yang memfokuskan kajian tentang determinan luas pengungkapan IC dalam prospektus IPO sudah beberapa kali dilakukan (Bukh *et al.*, 2005; Singh dan Van der Zahn, 2008; Rimmel *et al.*, 2009; Rashid *et al.*, 2012; Too *et al.*, 2015). Meskipun demikian, hasil riset tersebut masih belum konsisten dan belum jelas faktor apa yang sebenarnya mempengaruhi dan memotivasi perusahaan untuk lebih luas dalam mengungkapkan IC yang dimilikinya. Studi Bukh *et al.* (2005) dan Rimmel *et al.* (2009) memfokuskan pada karakteristik perusahaan dan *corporate governance* (ukuran, umur tipe industri dan kepemilikan manajerial) sebagai faktor penentu luas pengungkapan IC. Hasil studi Bukh *et al.* (2005) menunjukkan bahwa perbedaan industri dan kepemilikan manajerial merupakan faktor yang berpengaruh pada luas pengungkapan IC (berpengaruh positif). Namun, Rimmel *et al.* (2009) memberikan bukti bahwa umur perusahaan adalah faktor yang berpengaruh luas pengungkapan IC. Hasil penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih muda usianya ternyata lebih luas dalam mengungkapkan IC pada prospektus IPO.



Pengujian karakteristik perusahaan dan mekanisme *corporate governance* sebagai faktor penentu luas pengungkapan IC juga pernah dilakukan oleh Rashid *et al.* (2012). Studi Rashid *et al.* (2012) tersebut merupakan pengembangan dari studi Bukh *et al.* (2005) dan Rimmel *et al.* (2009) dengan menambahkan variabel *corporate governance* yang lebih spesifik pada dewan komisaris (ukuran dewan, independensi dewan, diversitas dewan). Selain itu, riset tersebut juga menambahkan variabel sinyal kualitas IPO, yaitu: reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor. Hasil studi Rashid *et al.* (2012) menunjukkan bahwa, secara umum ukuran dewan, dewan independen, umur perusahaan, *leverage*, dan *listing board* berpengaruh secara signifikan pada tingkat pengungkapan IC dalam prospektus IPO, sedangkan *board diversity*, ukuran atau jenis auditor tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat pengungkapan IC. Khusus untuk variabel reputasi *underwriter*, hasil riset Rashid *et al.* (2012) menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* hanya berpengaruh signifikan (pada level 10%) pada perusahaan yang tergolong dalam kategori sektor industri produk. Pada perusahaan sektor teknologi dan gabungan seluruh perusahaan tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan.

Studi tentang pengujian variabel sinyal kualitas IPO sebagai faktor penentu luas pengungkapan IC dalam prospektus juga dilakukan Singh dan Van der Zahn (2008). Berbeda dengan riset Rashid *et al.* (2012), riset Singh dan Van der Zahn (2008) lebih memfokuskan pada variabel sinyal kualitas IPO, yaitu retensi kepemilikan sebagai faktor penentu luas

pengungkapan IC dalam prospektus, sedangkan variabel sinyal kualitas yang lain (reputasi *underwriter* dan kualitas auditor) digunakan sebagai variabel kontrol. Singh dan Van der Zahn (2008) menjelaskan bahwa pemilik lama adalah pihak yang memiliki kepentingan dan tingkat risiko yang paling tinggi dalam proses IPO. Berdasarkan pada teori pensinyalan, ketika pemilik lama mempertahankan kepemilikan saham yang dimilikinya pada saat IPO, maka pemilik lama sebenarnya telah memberikan sinyal tentang kualitas dan prospek arus kas perusahaan di masa depan. Namun, sinyal tersebut dinilai belum cukup dan perlu dilengkapi dengan memperluas pengungkapan informasi yang relevan dengan kebutuhan investor dalam pengambilan keputusan.

Menurut Singh dan Van der Zahn (2008), pengungkapan IC merupakan sarana untuk melengkapi sinyal kualitas IPO dan media untuk mengurangi tingkat asimetri informasi antara *issuer* dengan calon investor. Hasil riset tersebut menunjukkan bahwa retensi kepemilikan berpengaruh positif pada luas pengungkapan IC dalam prospektus IPO. Riset tersebut mengindikasikan bahwa dengan tingkat risiko yang ditanggung oleh pemilik lama melalui retensi kepemilikan saham pada saat IPO, maka akan mendorong pemilik lama untuk mengintervensi manajemen perusahaan agar memperluas pengungkapan IC dalam prospektus. Oleh karena itu, berdasarkan hasil riset tersebut dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi retensi kepemilikan saham oleh pemilik lama, maka akan semakin tinggi tingkat pengungkapan IC dalam prospektus IPO.

Selain retensi kepemilikan, Singh dan Van der Zahn (2008) juga menemukan bukti bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh positif dan signifikan (pada level 1%) terhadap luas pengungkapan IC pada semua model penelitian yang diajukan. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa variabel reputasi *underwriter* merupakan variabel penting yang merupakan faktor penentu luas pengungkapan IC selain retensi kepemilikan. Temuan Singh dan Van der Zahn(2008) tersebut tidak konsisten dengan temuan Rashid *et al.* (2012). Namun, hasil penelitian tersebut mendukung teori pensinyalan dan riset Chen dan Mohan (2002) yang menyatakan bahwa reputasi yang dimiliki *underwriter* merupakan sinyal kualitas IPO perusahaan yang dijaminnya.

Berdasarkan pada pengalaman dan reputasi yang dimilikinya, maka *underwriter* akan mendorong manajemen perusahaan agar memperluas pengungkapan secara sukarela untuk memudahkan calon investor dalam melakukan penilaian dan pengambilan keputusan investasi. Dengan demikian, investor dapat melihat dengan jelas kualitas dan prospek perusahaan sehingga akan memberikan penghargaan yang lebih tinggi pada perusahaan tersebut. Dengan berkurangnya *cost of capital* yang ditanggung oleh *issuer* pada saat IPO serta meningkatnya nilai perusahaan, maka akan semakin meningkatkan citra dan reputasi *underwriter* di pasar.

Meskipun riset tentang hubungan antara reputasi *underwriter* atau *managing underwriter* telah beberapa kali dilakukan, namun hasilnya masih belum konsisten. Bervariasinya metode pengukuran reputasi diduga

merupakan salah satu faktor penyebabnya. Sebagian besar riset terdahulu menggunakan frekuensi perdagangan atau penjaminan sebagai indikator reputasi (Carter dan Manaster, 1990; Singh dan Van der Zahn, 2008; Rashid *et al.*, 2012). Indikator reputasi berbasis frekuensi memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, penjamin pelaksana emisi efek yang sering kali menjamin IPO perusahaan belum tentu memiliki kualitas yang bagus. Faktanya, beberapa perusahaan yang IPO di bursa efek Indonesia mengalami tingkat *underpricing* yang relatif tinggi meskipun dijamin oleh penjamin pelaksana emisi efek yang bereputasi (lihat IPO PT. Wismilak Inti Makmur tahun 2012, PT. Nusa Raya Cipta tahun 2013, PT. Multipolar Technology tahun 2013, dan PT. Wijaya Karya Beton tahun 2014).

Kedua, indikator reputasi berdasarkan frekuensi hanya terbatas pada tingkat keseringan penjamin pelaksana emisi efek dalam menjamin IPO sebuah perusahaan dan belum mempertimbangkan besarnya nilai penjaminan dan volume saham yang dijamin. Padahal, nilai penjaminan dan volume saham yang dijamin merupakan cerminan kapasitas penjamin emisi dalam hal pendanaan, dan strategi pemasaran saham yang dijamin. Selain itu, nilai dan volume penjaminan juga mencerminkan kemampuan penjamin emisi dalam mengelola risiko penjaminan serta analisis kualitas dan prospek perusahaan. Megginson dan Weiss (1991) dan Dimovski *et al.* (2011) telah memberikan gambaran dan bukti empiris tentang pentingnya nilai dan volume penjaminan saham sebagai indikator kualitas atau reputasi penjamin pelaksana emisi efek.

Berdasarkan argumentasi dan hasil-hasil penelitian terdahulu, maka pengukuran variabel reputasi penjamin pelaksana emisi efek perlu dilakukan modifikasi dan penyesuaian dengan praktik di Indonesia. Oleh karena itu, dalam penelitian ini, variabel reputasi penjamin pelaksana emisi efek diukur dengan menggabungkan tiga indikator reputasi yang sudah digunakan oleh para peneliti sebelumnya, yaitu frekuensi, nilai, dan volume. Penggunaan tiga indikator tersebut sebagai basis pengukuran reputasi juga didasarkan pada praktik pemeringkatan saham dan anggota bursa efek yang dilakukan oleh lembaga riset Bursa Efek Indonesia (lihat *Idx fact book* yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia). Dengan demikian, metode pengukuran reputasi dalam penelitian ini diharapkan dapat mengakomodasi kelemahan atau keterbatasan yang ada pada metode-metode pengukuran reputasi yang sudah dikembangkan oleh para peneliti terdahulu.

## **2. Studi Tentang Pengungkapan IC dan *Underpricing***

Penelitian tentang dampak atau konsekuensi pengungkapan IC pada *underpricing* sebagai indikator *cost of capital* dipelopori oleh Singh dan Van der Zahn (2007). Riset tersebut termotivasi oleh perkembangan riset-riset sebelumnya yang belum mampu untuk memberikan bukti tentang manfaat pengungkapan IC dalam mengurangi asimetri informasi dan *cost of capital* khususnya dalam konteks IPO. Berlandaskan pada teori pensinyalan, dan temuan riset sebelumnya (meskipun bukan dalam konteks IC), misalnya Diamond dan Verrechia (1991), Kim dan Verrechia

(1994), Welker (1995), Botosan (1997), serta Leuz dan Verrechia (2000), Singh dan Van der Zahn (2007) menguji pengaruh pengungkapan IC pada tingkat *underpricing* perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Singapura.

Hasil riset Singh dan Van der Zahn (2007) menunjukkan bukti bahwa luas pengungkapan IC dalam prospektus IPO berpengaruh positif pada level *underpricing*. Temuan Singh dan Van der Zahn (2007) tersebut menunjukkan inkonsistensi antara teori dan data (praktik). Singh dan Van der Zahn (2007) memberikan beberapa argumen logis yang dapat menjelaskan penyebab terjadinya pengaruh positif pengungkapan IC pada *underpricing*. Menurut Singh dan Van der Zahn (2007), faktor tersebut adalah risiko litigasi dan strategi pemasaran serta pengiklanan. Risiko litigasi dapat terjadi karena adanya kepercayaan yang berlebihan dari calon investor tentang potensi penciptaan nilai dan keunggulan kompetitif yang ditimbulkan oleh sumber daya intelektual perusahaan. Padahal, belum terdapat bukti yang konklusif bahwa IC dapat berpengaruh positif pada kinerja dan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan belum adanya standar atau ukuran yang tepat untuk menilai modal intelektual yang dimiliki oleh perusahaan. Meskipun demikian, investor atau pelaku pasar modal yang tidak memiliki kecukupan informasi tentang hal tersebut (*unsophisticated trader*) memandang bahwa penciptaan nilai perusahaan ditentukan oleh modal intelektual. Oleh karena itu, investor yang tidak memiliki kecukupan informasi akan bersedia membeli saham perusahaan yang



memiliki IC intensif dengan harga yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang lain.

Kepercayaan dan ekspektasi yang terlalu tinggi dari calon investor tersebut malah justru menimbulkan problematika bagi perusahaan. Hal ini dikarenakan jika kinerja dan nilai perusahaan di masa depan tidak sesuai dengan ekspektasi atau ramalan yang disusun dan dinyatakan, maka kondisi tersebut dapat menimbulkan respon yang buruk oleh pelaku pasar modal dan berakibat pada penurunan harga saham dan reputasi perusahaan. Oleh karena itu, untuk mengurangi risiko litigasi yang kemungkinan dapat timbul karena ketidakpastian kinerja perusahaan di masa depan, maka perusahaan memberikan diskon harga pada saham yang ditawarkan saat IPO.

Faktor penjasar pengaruh positif pengungkapan IC dengan *underpricing* yang kedua adalah strategi pemasaran dan pengiklanan. Menurut Singh dan Van der Zahn (2007), pengungkapan IC dan penawaran harga saham yang rendah dapat digunakan sebagai media iklan dan pemasaran bagi perusahaan. Hal ini dikarenakan ketika perusahaan mengungkapkan IC secara luas, maka para pelaku pasar (investor dan bankir investasi) merespon dengan membeli saham yang ditawarkan (*bid up*). Selain itu, dengan memberikan harga penawaran yang rendah, maka akan menimbulkan *return* awal (*initial return*) yang tinggi. Kondisi tersebut menurut Singh dan Van der Zahn (2007) akan menarik perhatian media untuk memberitakan perusahaan secara lebih luas. Dengan adanya

pemberitaan tersebut diharapkan dapat meningkatkan citra perusahaan di mata *stakeholder*, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan di masa depan. Dengan demikian, biaya yang timbul dari penawaran harga IPO yang rendah dapat tergantikan dengan manfaat yang diperoleh dari pemberitaan media dan dampak pemberitaan pada kinerja perusahaan di masa depan.

Selain dua faktor tersebut, Singh dan Van der Zahn (2007) juga menyebutkan adanya pengaruh “*the dot.com bubble period*” atau periode di mana perusahaan teknologi informasi dan internet (*high-tech firms*) mengalami perkembangan yang sangat pesat dan dipercayai oleh pelaku pasar dapat memberikan *return* yang tinggi. Selain itu, kemungkinan kondisi perekonomian yang belum stabil pasca krisis keuangan global tahun 1997 dan 1998 juga merupakan faktor yang tidak dapat dikendalikan dan dapat mempengaruhi hasil penelitian, mengingat riset tersebut dilakukan pada periode tahun 1997 sampai dengan 2004.

Studi tentang pengaruh pengungkapan IC terhadap *underpricing* juga dilakukan oleh Too *et al.* (2015). Penelitian tersebut dilakukan di Malaysia dengan menggunakan 331 perusahaan yang melakukan IPO tahun 2002 sampai dengan 2008. Hasil riset tersebut menunjukkan bahwa luas pengungkapan IC tidak berpengaruh signifikan pada tingkat *underpricing*. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa pengungkapan IC tidak dapat mengurangi asimetri informasi antara *issuer* dengan investor potensial, sehingga tidak mempengaruhi tingkat *underpricing*. Temuan tersebut tidak

mendukung hasil riset Singh dan Van der Zahn (2007) dan tidak konsisten dengan teori pensinyalan yang menyatakan bahwa luas pengungkapan dapat mengurangi tingkat asimetri informasi dan *cost of capital* (Verrechia, 2001).

Too *et al.* (2015) memberikan argumen bahwa ketidak konsistenan hasil penelitiannya dengan teori disebabkan oleh rendahnya item pengungkapan IC yang diungkapkan dalam prospektus IPO. Hal tersebut dikarenakan adanya biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan ketika mengungkapkan IC secara luas ke publik. Adanya ketakutan diketahuinya strategi bisnis dan peranan *stakeholder* yang terkait langsung dengan proses bisnis perusahaan (konsumen, pemasok, distributor) mengakibatkan perusahaan belum mengungkapkan IC secara optimal. Kondisi tersebut menyebabkan investor potensial sulit untuk melakukan analisis tentang kualitas dan prospek perusahaan di masa depan dengan berdasarkan informasi modal intelektual. Dengan demikian, investor menggunakan alternatif informasi yang lain dalam analisis pengambilan keputusannya, misalnya kinerja perusahaan dan tingkat aktivitas luar negeri perusahaan. Argumentasi tersebut diperkuat dengan temuan Too *et al.* (2015) yang menunjukkan bahwa kinerja dan aktivitas luar negeri berpengaruh negatif pada tingkat *underpricing*.

Berdasarkan penjelasan hasil-hasil riset di atas dapat disimpulkan bahwa hubungan antara pengungkapan IC dengan *underpricing* belum dapat dibuktikan secara konsisten oleh para peneliti terdahulu.

Inkonsistensi tersebut kemungkinan disebabkan karena perbedaan indeks pengungkapan IC yang digunakan oleh para peneliti dan perbedaan lingkungan penelitian (misalnya regulasi dan karakteristik calon investor)

Selain itu, peneliti terdahulu belum mempertimbangkan adanya kemungkinan hubungan simultan antara variabel pengungkapan IC dengan *underpricing*. Dalam konteks pengungkapan yang sifatnya umum, Welker (1995) telah memberikan bukti bahwa hubungan antara pengungkapan dengan *cost of capital* adalah saling mempengaruhi. Artinya, pengungkapan dapat berpengaruh negatif pada *cost of capital*, dan *cost of capital* juga dapat berpengaruh negatif pada pengungkapan. Selain itu, beberapa penelitian terdahulu tentang pengungkapan sukarela (bukan pengungkapan IC) dan *underpricing* juga telah memberikan bukti empiris bahwa terdapat hubungan simultan antara variabel pengungkapan dengan variabel *underpricing* (lihat Leon, 2007; Bottazzi dan Da Rin, 2003: 2016). Dengan demikian, penelitian ini dapat memperluas literatur tentang hubungan antara pengungkapan IC dengan *underpricing* melalui pengujian statistik yang lebih *robust*.

### C. Pengembangan Hipotesis

#### 1. Retensi Kepemilikan dan Pengungkapan IC

Riset tentang faktor-faktor yang berhubungan dengan luas pengungkapan IC dalam prospektus IPO dipelopori oleh Bukh *et al.* (2005). Riset yang dilakukan di Denmark tersebut menunjukkan bahwa

tipe industri dan kepemilikan manajerial adalah faktor yang berpengaruh pada luas pengungkapan IC dalam prospektus. Namun, riset Rimmel *et al.* (2009) di Jepang memberikan bukti yang berbeda. Riset tersebut menunjukkan bahwa tipe industri dan kepemilikan manajerial bukan merupakan faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan IC. Rimmel *et al.* (2009) memberikan bukti bahwa faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan IC adalah umur perusahaan.

Faktor lain yang telah terbukti berpengaruh pada luas pengungkapan IC dalam prospektus adalah retensi kepemilikan. Riset tentang hubungan antara retensi kepemilikan dengan pengungkapan IC dipelopori oleh Singh dan Van der Zahn (2008). Riset tersebut mendasarkan pemikiran bahwa perusahaan yang berkualitas akan secara sukarela untuk mengungkapkan modal intelektual yang lebih banyak untuk meningkatkan nilai IPO. Dalam penelitiannya, Singh dan Van der Zahn memprediksi bahwa retensi kepemilikan berpengaruh positif terhadap pengungkapan modal intelektual. Penelitian tersebut berhasil membuktikan secara empiris, bahwa retensi kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan dengan luas pengungkapan modal intelektual dalam prospektus perusahaan yang melakukan IPO.

Meskipun terdapat berbagai faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan IC dalam prospektus IPO, namun apabila ditinjau dari perspektif teori pensinyalan, maka faktor yang dipandang relevan adalah kualitas dan risiko. Teori pensinyalan menunjukkan bahwa perusahaan

yang berkualitas tinggi akan memberikan sinyal tentang prospek dan keunggulan yang dimilikinya kepada pasar (An *et al.*, 2011). Pensinyalan tersebut dapat membuat investor dan *stakeholder* yang lain untuk melakukan penilaian dan pengambilan keputusan yang tepat terhadap perusahaan yang ditawarkan (Whiting dan Miller, 2008).

Dalam *setting* IPO, retensi kepemilikan dinilai juga sebagai salah satu sinyal kualitas perusahaan. Berdasarkan asumsi teori pensinyalan bahwa pemilik lama tidak menyukai risiko (*risk aversion*), maka pemilik lama hanya akan mempertahankan kepemilikannya jika perusahaan tersebut memiliki prospek yang bagus di masa depan. Selain itu, ketika pemilik lama mempertahankan kepemilikannya pada perusahaan, maka pemilik lama akan menanggung risiko yang berupa kehilangan peluang untuk melakukan diversifikasi risiko pada portofolio pasar karena harus mempertahankan investasinya pada perusahaan yang ditawarkan (Leland dan Pyle, 1977; Hartono, 2006).

Berdasarkan atribut kualitas dan risiko yang melekat pada variabel retensi kepemilikan, maka pemilik lama akan berusaha untuk mengurangi risiko dan melengkapi sinyal kualitas dengan memberikan informasi privat (dalam hal ini adalah pengungkapan IC) untuk menunjukkan kualitas dan prospek perusahaan dalam prospektus agar calon investor memiliki kecukupan informasi dalam pembuatan keputusan investasi (Firth dan Liao-Tan, 1998; Singh dan Van der Zahn, 2008).



Dengan demikian, jika ditinjau dari perspektif teori pensinyalan serta hasil riset terdahulu, maka diduga semakin tinggi tingkat kepemilikan yang dipertahankan oleh pemilik lama, maka akan semakin tinggi pula tingkat pengungkapan IC dalam prospektus IPO. Oleh karena itu, hipotesis pertama dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: Retensi kepemilikan berpengaruh positif pada luas pengungkapan modal intelektual dalam prospektus perusahaan yang melakukan IPO.

## **2. Reputasi Penjamin Pelaksana Emisi Efek dan Pengungkapan IC**

Penggunaan penjamin pelaksana emisi efek yang bereputasi tinggi dalam proses IPO menurut Certo *et al.* (2001) dapat memberikan dampak positif terhadap persepsi calon investor mengenai kualitas perusahaan. Rochayani dan Setiawan (2004) berpendapat bahwa penggunaan *underwriter* yang berkualitas akan memberikan sinyal mengenai nilai perusahaan dan memberikan jaminan bahwa ramalan laba yang dibuat sesuai dengan peraturan serta asumsi yang digunakan dalam *forecasting* mempunyai dasar yang rasional. Lebih lanjut Chen dan Mohan (2002) menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas tinggi akan memberikan sinyal kualitas perusahaan melalui penggunaan penjamin pelaksana emisi efek yang bereputasi tinggi.

Dalam proses IPO, penjamin pelaksana emisi efek tentu akan melakukan upaya yang terbaik agar harga saham dapat terjual dengan harga yang sesuai dengan kualitas perusahaan. Berdasarkan pengalaman dan reputasi yang dimilikinya, penjamin pelaksana emisi efek tentu memiliki informasi tentang kebutuhan calon investor dalam hal

pengambilan keputusan investasi. Hal tersebut terkait dengan adanya asimetri informasi yang relatif tinggi antara *issuer* dengan calon investor. Dalam kondisi tersebut, penjamin pelaksana emisi efek memiliki peranan dalam memberikan pertimbangan atau nasehat kepada manajemen perusahaan tentang informasi yang dapat mengurangi tingkat asimetri informasi. Pada era ekonomi berbasis pengetahuan, informasi yang relevan dan dibutuhkan oleh calon investor dalam pengambilan keputusan investasi adalah modal intelektual (Bontis, 2000; Bukh *et al.*, 2005; Singh dan Van der Zahn, 2008; Rashid *et al.*, 2012; Too *et al.*, 2015).

Salah satu media untuk memberikan informasi mengenai modal intelektual yang dimiliki oleh perusahaan adalah melalui pengungkapan dalam prospektus IPO. Hal ini dikarenakan belum adanya standar yang tepat dalam hal pengakuan dan pengukuran modal intelektual, sehingga modal intelektual belum dapat dinyatakan secara moneter dalam laporan keuangan perusahaan (Singh dan Van der Zahn, 2008; Rashid *et al.*, 2012; Widarjo dan Bandi, 2013). Meskipun demikian, penjamin pelaksana emisi efek tidak serta merta mempercayai dan menyetujui seluruh informasi tentang IC yang dilaporkan oleh manajemen perusahaan. Hal ini karena terdapat konsekuensi hukum dan nama baik (reputasi) yang harus ditanggung oleh penjamin pelaksana emisi efek (mengingat penjamin pelaksana juga bertanggung jawab terhadap isi prospektus IPO). Oleh karena itu, untuk menjaga reputasinya, maka penjamin pelaksana akan

melakukan analisis terhadap kebenaran dan keabsahan informasi yang akan dinyatakan dalam prospektus IPO.

Dalam konteks pengungkapan IC, variabel reputasi sudah beberapa kali dikaji oleh para peneliti, baik sebagai variabel independen maupun sebagai variabel kontrol dalam hubungan antara retensi kepemilikan, *corporate governance*, ukuran perusahaan, dan umur perusahaan dengan luas pengungkapan IC dalam prospektus IPO (Singh dan Van der Zahn, 2008; Rashid *et al.*, 2012, Widarjo dan Bandi, 2013). Meskipun demikian, hasil riset-riset tersebut belum memberikan bukti empiris yang konklusif bahwa reputasi berpengaruh secara positif terhadap tingkat pengungkapan IC dalam prospektus IPO. Penelitian Singh dan Van der Zahn (2008) dan Widarjo dan Bandi (2013) memberikan bukti bahwa reputasi berpengaruh positif pada tingkat pengungkapan IC, namun Rashid *et al.* (2012) tidak menemukan pengaruh yang signifikan. Perbedaan lingkungan penelitian (negara) dan pengukuran variabel reputasi diprediksi menjadi penyebab ketidak konsistenan hasil penelitian tersebut.

Menurut teori pensinyalan, perusahaan yang memiliki kualitas baik akan memberikan sinyal tentang kualitas perusahaan dengan menggunakan penjamin pelaksana emisi efek yang bereputasi tinggi untuk menunjukkan kualitas dan prospek perusahaan di masa depan. Namun demikian, sinyal tersebut belum tentu dapat diamati oleh investor potensial. Selain itu, perusahaan yang berkualitas tidak baik juga dapat menggunakan jasa penjamin pelaksana emisi yang bereputasi tinggi. Oleh karena itu, dalam

proses IPO, manajemen perusahaan dan penjamin pelaksana emisi efek perlu melengkapi sinyal kualitas perusahaan dengan memberikan informasi tentang modal intelektual agar investor potensial lebih percaya terhadap kualitas dan prospek perusahaan di masa depan. Dengan demikian, calon investor dapat melakukan penilaian dan pengambilan keputusan yang tepat terhadap perusahaan yang ditawarkan (Whiting dan Miller, 2008; An *et al.*, 2011).

Berdasarkan teori pensinyalan dan hasil riset terdahulu, maka diduga bahwa semakin tinggi reputasi penjamin pelaksana emisi efek, maka akan semakin tinggi pula tingkat pengungkapan IC dalam prospektus IPO. Dengan demikian, hipotesis kedua dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>2</sub>: Reputasi penjamin pelaksana emisi efek berpengaruh positif pada luas pengungkapan IC dalam prospektus perusahaan yang melakukan IPO.

### **3. Porsi Penjaminan dan Pengungkapan IC**

Terkait dengan penjaminan dan pelaksanaan emisi efek sebagaimana telah dijelaskan pada bagian sebelumnya, terdapat dua pihak yang berkepentingan, yaitu penjamin emisi efek dan penjamin pelaksana emisi efek. Penjamin emisi efek adalah pihak yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan emiten dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual (Undang-Undang RI. No. 8 Tahun 1995). Dalam praktik penjaminan saham, terdapat dua macam kontrak, yaitu: 1) upaya terbaik (*best effort*), dan 2) komitmen penuh (*full commitment*). Apabila kontrak penjaminan

berbentuk *full commitment*, maka penjamin emisi efek bertanggung jawab penuh terhadap penjualan seluruh saham yang ditawarkan. Hal tersebut berarti apabila terdapat saham yang tidak terjual, maka *underwriter* selaku penjamin emisi saham berkewajiban membeli saham tersebut. Pihak kedua adalah penjamin pelaksana emisi efek, yaitu pihak yang melakukan penyelenggaraan dan pelaksanaan penawaran umum saham perdana (Widarjo dan Bandi, 2015). Dalam praktiknya, penjamin pelaksana emisi efek juga merupakan penjamin emisi efek. Hal ini dikarenakan penjamin pelaksana emisi efek selain sebagai penyelenggara dan pelaksana IPO, juga membuat kontrak penjaminan terhadap saham yang ditawarkan. Selain itu, penjamin pelaksana emisi efek pada umumnya memiliki porsi penjaminan yang lebih besar dibandingkan dengan penjamin emisi efek yang lain.

Kondisi tersebut menyebabkan penjamin pelaksana emisi efek menjadi salah satu pihak yang paling berkepentingan dalam kesuksesan IPO suatu perusahaan. Hal tersebut dikarenakan penjamin pelaksana emisi efek bertugas untuk membantu perusahaan dalam proses IPO. Selain itu, penjamin pelaksana emisi efek juga harus menanggung risiko ketika saham yang ditawarkan tidak terjual (sesuai dengan isi kontrak perjanjian). Oleh karena itu, untuk menjalankan tugas pokok dan fungsinya, penjamin pelaksana emisi efek akan melakukan tindakan untuk mengkomunikasikan informasi mengenai prospek dan kualitas perusahaan yang dijaminnya dengan memperluas pengungkapan dalam prospektus IPO.

Menurut teori pensinyalan, perusahaan yang berkualitas akan menyampaikan sinyal tentang prospek dan keunggulan yang dimilikinya kepada pasar (An *et al.*, 2011). Agar sinyal tersebut dapat diamati dan dipahami oleh pasar (dalam hal ini adalah investor potensial), maka sinyal tersebut harus mahal dan sulit ditiru oleh perusahaan yang tidak berkualitas. Dalam konteks IPO, reputasi penjamin emisi efek dinilai sebagai salah satu sinyal tentang kualitas perusahaan yang ditawarkan dan dapat berpengaruh negatif pada tingkat *underpricing* (Beatty dan Ritter, 1986; Carter dan Manaster, 1990; Chen dan Mohan, 2002; Jog dan McConomy, 2003). Namun, beberapa riset terdahulu menunjukkan hasil yang tidak mendukung teori dan hasil riset tersebut. Misalnya, studi yang dilakukan oleh Certo *et al.* (2001) yang menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* yang diproksikan dengan pangsa pasar *underwriter* terbukti berpengaruh positif pada level *underpricing*. Selain itu, studi Dimovski *et al.* (2011) juga menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh positif pada *underpricing*. Hal tersebut menunjukkan adanya faktor lain yang perlu dipertimbangkan untuk dikaji lebih mendalam.

Leland dan Pyle (1977) menawarkan dua teori yang berfokus pada retensi kepemilikan saham oleh pemilik lama, yaitu: 1) pemilik lama hanya akan mempertahankan kepemilikannya jika dan hanya jika perusahaan tersebut memiliki prospek yang bagus di masa depan, 2) jika pemilik lama dapat meyakinkan pasar tentang kualitas dan prospek perusahaan dengan biaya yang rendah, maka tingkat retensi kepemilikan



akan menjadi rendah. Teori tersebut memberikan gambaran bahwa dengan mempertahankan kepemilikannya, maka pemilik lama akan menanggung biaya dan risiko yang tinggi. Hal ini dikarenakan jika pemilik lama tidak mempertahankan kepemilikannya, maka dia dapat melakukan diversifikasi risiko pada portofolio pasar yang lebih menguntungkan (Hartono, 2006).

Berdasarkan penjelasan teori pensinyalan di atas, maka teori tersebut dapat diaplikasikan dalam hubungan antara porsi penjaminan oleh penjamin pelaksana emisi efek dengan luas pengungkapan IC seperti dalam hubungan antara retensi kepemilikan dan pengungkapan IC, khususnya dalam konteks risiko. Dengan menggunakan asumsi teori pensinyalan yang sama, bahwa penjamin pelaksana emisi tidak menyukai risiko (*risk aversion*), maka penjamin pelaksana emisi hanya akan melakukan penjaminan yang tinggi jika perusahaan tersebut memiliki prospek yang bagus di masa depan. Berdasarkan risiko yang ditanggungnya, maka penjamin pelaksana emisi akan berusaha mengurangi risiko dengan mendorong pihak manajemen perusahaan untuk memperluas informasi mengenai prospek dan kualitas perusahaan dengan mengungkapkan informasi IC agar tingkat asimetri informasi dapat berkurang. Dengan demikian, berdasarkan tugas dan fungsi serta penjaminan saham yang dilakukan oleh penjamin emisi, maka penjamin pelaksana emisi memiliki kekuatan dan kewenangan untuk mengintervensi manajemen perusahaan dalam pengambilan keputusan pengungkapan informasi IC dalam prospektus.

Penjelasan tersebut memberikan gambaran bahwa selain reputasi yang harus dijaga dan dipertahankan oleh penjamin pelaksana emisi efek, terdapat faktor lain yang tidak kalah penting, yaitu tingkat risiko finansial yang harus ditanggung serta kewenangan yang dimiliki oleh kedua pihak tersebut. Berdasarkan pada kajian teori dan penelitian terdahulu, maka hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H<sub>3</sub>: Porsi penjaminan oleh penjamin pelaksana emisi efek berpengaruh positif pada luas pengungkapan IC dalam prospektus perusahaan yang melakukan IPO.

#### **4. Pengungkapan IC dan *Underpricing***

*Underpricing* merupakan sebuah fenomena yang terjadi di berbagai negara di dunia termasuk Indonesia. *Underpricing* adalah kondisi di mana harga saham pada penawaran perdana lebih rendah dari harga saham di pasar sekunder. Sejak tahun 70an, sudah banyak preposisi dan teori yang berkembang dalam menjelaskan fenomena *underpricing* ini, misalnya *signalling hypothesis* (Logue, 1973), *winner's course model* (Rock, 1986), *information revelation theory* (Benveniste dan Spindt, 1989), dan *agency model* (Loughran dan Ritter, 2004).

Para peneliti terdahulu berpendapat bahwa *underpricing* terjadi karena adanya informasi yang tidak simetris antara *issuer* dan calon investor (Baron, 1982; Rock, 1986; Grinblatt dan Hwang, 1989; Ljungqvist, 2005). Untuk mengurangi tingkat asimetri tersebut, maka peningkatan pengungkapan informasi mengenai kualitas dan prospek arus kas di masa depan (keuangan dan non-keuangan) merupakan salah satu

solusi alternatif. Pelaporan informasi dianggap lebih efektif jika penambahan pengungkapan informasi tersebut berkaitan dengan topik yang secara eksplisit berkontribusi terhadap ketimpangan informasi antara emiten dan calon investor (Singh dan Van der Zahn, 2007). Pada era perekonomian yang berbasis pada teknologi dan pengetahuan, modal intelektual dipandang sebagai faktor utama dalam penciptaan nilai perusahaan, maka dari itu pengungkapan informasi IC menjadi relevan dan dinilai sebagai faktor penting dalam mengurangi asimetri informasi antara emiten dan calon investor (Bontis, 2000; Singh dan Van der Zahn, 2007).

Riset terdahulu yang memberikan dukungan empiris tentang hubungan antara asimetri informasi dan ketidakpastian *ex ante* dengan *underpricing*, misalnya Ritter (1984), dan Megginson dan Weiss (1991). Dalam konteks pengungkapan, riset Beatty dan Ritter (1986) menunjukkan bahwa ketika jumlah faktor risiko diungkapkan lebih tinggi dalam prospektus IPO, maka rata-rata *underpricing* lebih rendah. Temuan tersebut didukung oleh Jog dan McConomy (2003) serta Schrand dan Verrecchia (2004) yang menemukan hubungan negatif antara tingkat pengungkapan dalam periode pra IPO dan *underpricing*. Namun demikian, dalam konteks pengungkapan IC, terdapat temuan yang beragam tentang hubungan antara pengungkapan IC dengan *underpricing*. Riset Singh dan Van der Zahn (2007) menunjukkan bahwa pengungkapan IC berpengaruh positif pada tingkat *underpricing*, namun Widarjo dan Bandi (2015) dan Widarjo *et al.* (2016) membuktikan bahwa pengungkapan IC berpengaruh

negatif pada tingkat *underpricing*. Studi Too *et al.* (2015) memberikan bukti bahwa luas pengungkapan IC dalam prospektus IPO tidak berpengaruh signifikan pada *underpricing*.

Meskipun terdapat inkonsistensi hasil riset terdahulu, namun secara umum hasil riset terdahulu menunjukkan bahwa luas pengungkapan berpengaruh negatif pada tingkat *underpricing*. Selain itu, jika mengacu pada teori pensinyalan, maka pengungkapan merupakan salah satu media untuk menyampaikan informasi tentang prospek dan kualitas perusahaan dengan tujuan untuk mengurangi tingkat asimetri informasi dan membantu investor potensial dalam pengambilan keputusan investasi (Welker, 1995; Jog dan McConomy, 2003; Schrand dan Verrecchia, 2004; Guo *et al.*, 2004; Yosano *et al.*, 2015). Dengan berkurangnya tingkat asimetri tersebut, maka investor potensial dapat melakukan analisis yang tepat tentang nilai dan kualitas perusahaan, sehingga dapat mengurangi *cost of capital* (Orens *et al.*, 2009; Boujelbene dan Affes, 2013). Berdasarkan pada kajian teori dan hasil-hasil riset terdahulu, maka hipotesis keempat dalam penelitian ini adalah:

H<sub>4</sub>: Pengungkapan modal intelektual berpengaruh negatif pada tingkat *underpricing* perusahaan yang melakukan IPO.

#### **D. Variabel Kontrol**

Penelitian ini menggunakan beberapa variabel kontrol yang diduga ikut mempengaruhi hubungan antar variabel yang diteliti. Berdasarkan literatur

terdahulu, variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Tipe industri,

Tipe industri merupakan salah satu variabel yang sering kali dikaji oleh peneliti terdahulu sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan IC dalam prospektus IPO (Bukh *et al.*, 2005; Singh dan Van der Zahn, 2008; Rimmel *et al.*, 2009; Rashid *et al.*, 2012). Pengklasifikasian perusahaan berdasarkan tipe industri merupakan salah satu metode untuk mengetahui dan membedakan tingkat intensifitas modal intelektual yang dimiliki oleh perusahaan. Sebagian besar peneliti terdahulu berargumen bahwa perusahaan yang memiliki intensifitas IC tinggi (biasa disebut dengan perusahaan *high-tech*) relatif lebih luas dalam mengungkapkan IC yang dimiliki. Argumen tersebut didukung oleh beberapa hasil riset yang menunjukkan bahwa tipe industri berpengaruh positif pada luas pengungkapan IC (Williams, 2001; Bozzolan *et al.*, 2003; Bukh *et al.*, 2005; Oliveira *et al.*, 2006; Bruggen *et al.*, 2009). Perusahaan *high-tech* lebih luas dalam mengungkapkan IC sebagai upaya untuk menunjukkan kualitas sumber daya intelektual yang dimiliki serta prospek perusahaan di masa depan.

2. Ukuran perusahaan,

Ukuran perusahaan menunjukkan kapasitas perusahaan dalam konteks kepemilikan sumber daya (fisik dan non-fisik atau keuangan dan non-keuangan). Terkait dengan pengungkapan IC, perusahaan yang memiliki

sumber daya yang besar akan lebih luas dalam mengungkapkan IC yang dimilikinya secara sukarela untuk menunjukkan prospek dan kualitas yang dimiliki (Bozzolan *et al.*, 2003; Garcia-Meca *et al.*, 2005; Garcia-Meca dan Martinez, 2005; Guthrie *et al.*, 2006; Oliveira *et al.*, 2006; Sonnier *et al.*, 2008; Ferreira *et al.*, 2012; Liao *et al.*, 2013; Morariu, 2013). Beberapa penelitian terdahulu telah memberikan bukti empiris tentang pengaruh ukuran perusahaan pada tingkat pengungkapan IC baik di negara maju (Bozzolan *et al.*, 2003; Garcia-Meca *et al.*, 2005; Garcia-Meca dan Martinez, 2005; Guthrie *et al.*, 2006; Oliveira *et al.*, 2006; Bruggen *et al.*, 2009; Li *et al.*, 2013; Ferreira *et al.*, 2013) maupun negara berkembang (An *et al.*, 2011; Taliang *et al.*, 2011), hasil riset-riset tersebut menunjukkan bahwa perusahaan besar (baik dalam hal aset maupun sumber daya manusia) lebih luas dalam mengungkapkan modal intelektual. Oleh karena itu, pada penelitian ini ukuran perusahaan diharapkan berpengaruh positif pada luas pengungkapan IC dalam prospektus IPO.

### 3. *Return on equity*,

Perusahaan yang memiliki *Return on Equity* (ROE) yang tinggi menunjukkan kemampuan dalam menghasilkan laba dan imbal hasil investasi yang tinggi pada pemegang saham. Semakin tinggi *return on equity* yang dapat dihasilkan oleh perusahaan, maka semakin tinggi pula transfer kekayaan yang akan diterima oleh pemilik perusahaan. Dengan demikian, tingkat ROE perusahaan yang tinggi dapat memotivasi



manajemen perusahaan untuk lebih luas dalam mengungkapkan sumber daya intelektual dalam laporan keuangan maupun prospektus IPO. Selain itu, tingkat ROE yang tinggi juga dapat mempengaruhi calon investor dalam pengambilan keputusan investasi, dan dapat meningkatkan penghargaan calon investor terhadap harga saham perusahaan.

Beberapa penelitian terdahulu telah memberikan bukti tentang pengaruh profitabilitas perusahaan yang diukur dengan *return on equity* maupun *return on asset* terhadap luas pengungkapan modal intelektual. Riset Garcia-Meca *et al.* (2005) dan Garcia-Meca dan Martinez (2005) menunjukkan bahwa profitabilitas (diukur dengan ROE) berpengaruh positif pada luas pengungkapan modal intelektual. Lebih lanjut, riset Li *et al.* (2012) juga memberikan dukungan pada riset Garcia-Meca *et al.* (2005) serta Garcia-Meca dan Martinez (2005). Dengan demikian, berdasarkan riset- riset tersebut dapat disimpulkan bahwa *return on equity* merupakan determinan pengungkapan modal intelektual. Oleh karena itu, pada penelitian ini, variabel *return on equity* diduga berpengaruh positif pada luas pengungkapan IC dalam prospektus IPO. Selain itu, pengaruh profitabilitas perusahaan pada tingkat *underpricing* juga telah dibuktikan secara empiris oleh para peneliti terdahulu (Abdullah, 2000; Ghazali dan Mansur, 2002; Yolana dan Martani, 2005; Too *et al.*, 2015). Riset-riset tersebut memberikan argumen bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian modal yang tinggi dapat menarik minat investor untuk membeli saham perusahaan, dengan harapan akan memperoleh imbal hasil

investasi yang tinggi di masa depan. Berdasarkan hasil-hasil riset tersebut, penelitian ini menduga bahwa profitabilitas perusahaan yang diukur dengan *return on equity* berpengaruh negatif pada tingkat *undepricing* perusahaan yang melakukan IPO.

#### 4. *Leverage*,

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya kepada kreditor, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Semakin tinggi tingkat *leverage*, maka semakin tinggi pula hutang yang dimiliki oleh perusahaan, meskipun aset yang dimiliki juga relatif besar. Oleh karena itu, *leverage* yang tinggi dapat menerminkan tingkat risiko perusahaan yang tinggi (Singh dan Zahn, 2007; Kim dan Le, 2008). Dengan demikian, tingkat *leverage* dapat diduga mengurangi tingkat kepercayaan investor terhadap kualitas dan prospek perusahaan di masa depan, sehingga akan meningkatkan *underpricing* pada penawaran umum saham perdana. Dengan demikian dapat diduga bahwa *leverage* berpengaruh positif pada *underpricing*.

#### 5. Kualitas auditor,

Penggunaan *auditor* yang berkualitas dapat mencerminkan pelaporan keuangan perusahaan yang berkualitas. Hal tersebut dikarenakan KAP *big four* memiliki pengalaman dan kompetensi sumber daya yang lebih baik dalam mendeteksi risiko *fraud* serta memprediksi kebangkrutan klien (Francis dan Yu, 2009). Dengan demikian, perusahaan yang menggunakan jasa auditor yang berkualitas diharapkan dapat meyakinkan calon investor

terhadap kualitas pelaporan keuangan perusahaan, sehingga calon investor akan memberikan penghargaan yang lebih tinggi terhadap harga saham perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini menduga bahwa kualitas auditor berpengaruh negatif pada tingkat *underpricing* perusahaan yang melakukan IPO.

6. Umur perusahaan,

Umur perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan eksistensinya pada lingkungan bisnis yang terus berubah. Umur perusahaan yang tinggi menunjukkan pengalaman dan eksistensi perusahaan dalam persaingan, sehingga akan mengurangi risiko perusahaan (Bukh *et al.*, 2005; Rimmel *et al.*, 2009). Riset-riset terdahulu telah memberikan bukti empiris tentang pengaruh umur perusahaan pada luas pengungkapan IC (Sonnier *et al.*, 2008; Rimmel *et al.*, 2009; Taliang *et al.*, 2011; Li *et al.*, 2012; Rashid *et al.*, 2012). Selain itu, literatur terdahulu juga menunjukkan bahwa umur perusahaan dapat mengurangi tingkat *underpricing* pada saat IPO (Certo *et al.*, 2001; Akkus *et al.*, 2013). Oleh karena itu penelitian ini menduga bahwa umur perusahaan berpengaruh negatif pada *underpricing*.

7. Konsentrasi kepemilikan,

Konsentrasi kepemilikan mencerminkan hak atas pengendalian perusahaan. Dalam hal ini, pihak pengendali dapat memilih dewan direktur dan menentukan kebijakan strategis perusahaan (Du dan Dai, 2005; Sanjaya, 2010). Salah satu permasalahan yang seringkali muncul sebagai

akibat hak kontrol yang dimiliki oleh pemilik saham pengendali adalah meningkatnya ekspropriasi atau upaya pemaksimalan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 1999).

Ekspropriasi tersebut dapat mengimplikasikan efek *entrenchment*, karena pemegang saham pengendali memiliki kendali yang kuat untuk menggunakan perusahaan sebagai upaya dalam memenuhi kepentingannya dibandingkan kepentingan seluruh pemegang saham. Riset-riset terdahulu menunjukkan bukti empiris tentang pengaruh negatif ekspropriasi pemegang saham pengendali pada kinerja dan nilai perusahaan (Claessens *et al.*, 1999; Siregar, 2008; Achmad, *et al.*, 2009). Berdasarkan argumentasi dan hasil riset-riset terdahulu, konsentrasi kepemilikan diduga akan berpengaruh positif pada tingkat *underpricing*.

8. Afiliasi penjamin pelaksana emisi efek.

Adanya hubungan istimewa (afiliasi) antara penjamin pelaksana emisi efek mengindikasikan konflik kepentingan. Dalam konteks IPO, penjamin pelaksana emisi efek merupakan pihak yang bertanggung jawab terhadap penjualan saham yang ditawarkan. Apabila saham yang ditawarkan tidak terjual, maka penjamin pelaksana emisi efek berkewajiban untuk membeli sesuai dengan harga penawaran (Widarjo *et al.*, 2016). Dalam konteks hubungan istimewa, apabila proses IPO tidak berjalan sesuai dengan harapan pemilik perusahaan (terjadi *underpricing*), maka penjamin pelaksana emisi efek juga akan terkena dampak secara langsung. Hal tersebut dikarenakan penjamin pelaksana emisi efek juga merupakan

bagian dari perusahaan yang melakukan IPO. Oleh karena itu, penjamin pelaksana emisi akan melakukan usaha terbaiknya agar proses IPO berjalan sesuai dengan harapan bersama. Salah satu upaya yang dapat dilakukan oleh penjamin pelaksana emisi efek adalah mendorong manajemen perusahaan untuk memperluas informasi tentang kualitas dan prospek perusahaan di masa depan, yaitu dengan mengungkapkan modal intelektual perusahaan secara luas. Oleh karena itu peneliti menduga bahwa afiliasi antara penjamin pelaksana emisi efek dengan perusahaan yang melakukan IPO berpengaruh positif pada pengungkapan IC.

#### **E. Kerangka Pemikiran Penelitian**

Pada saat perusahaan melakukan IPO, terdapat asimetri informasi antara pemilik lama dengan investor potensial mengenai kualitas dan prospek perusahaan yang ditawarkan. Dalam konteks ini, pemilik lama memiliki informasi privat yang lebih memadai dibandingkan dengan calon investor atau investor potensial. Oleh karena itu, untuk mengurangi asimetri informasi, pemilik lama harus melakukan tindakan dan mengkomunikasikan tindakannya agar dapat diamati secara langsung oleh calon investor serta dapat meyakinkan calon investor mengenai prospek dan kualitas perusahaan yang ditawarkan (Hartono, 2006). Tindakan yang dilakukan oleh pemilik lama dalam mengkomunikasikan informasi yang dimilikinya kepada calon investor disebut dengan sinyal (Leland dan Pyle, 1977).

Teori pensinyalan menyatakan bahwa perusahaan dengan kualitas yang tinggi akan memberikan sinyal kualitas berupa informasi tentang keunggulan kompetitif perusahaan kepada pasar (An *et al.*, 2011). Oleh karena itu, sinyal tersebut harus dapat dilihat dan dipahami oleh pasar (calon investor) agar dapat melakukan penilaian yang lebih baik dan dapat mempengaruhi pengambilan keputusan investasi (Whiting dan Miller, 2008). Salah satu mekanisme pensinyalan yang efektif dalam konteks kualitas serta keunggulan kompetitif adalah pengungkapan informasi akuntansi yang sesuai dengan kondisi bisnis terkini. Pada perkembangan dunia bisnis yang semakin modern, pengungkapan informasi tentang modal intelektual adalah salah satu cara untuk menunjukkan informasi tentang keunggulan perusahaan (Sing dan Van der Zahn, 2008) dan sebagai pembeda dengan perusahaan yang berkualitas rendah (An *et al.*, 2011).

Dalam konteks IPO, terdapat dua pihak yang paling berkepentingan dan terpengaruh terhadap sukses dan tidaknya proses penjualan saham yaitu pemilik dan penjamin pelaksana emisi efek. Hal ini dikarenakan kedua pihak tersebut menanggung risiko yang paling tinggi dari proses IPO tersebut. Pemilik menanggung risiko atas kepemilikan saham yang dipertahankannya dan penjamin pelaksana emisi efek bertanggung jawab atas penjaminan emisi saham serta penjualan saham perusahaan yang dijaminnya. Berdasar pada teori pensinyalan, maka dengan risiko yang ditanggungnya, kedua pihak tersebut akan berusaha untuk memberikan keyakinan pada pasar (calon investor) tentang kualitas perusahaan dengan memberikan informasi privat

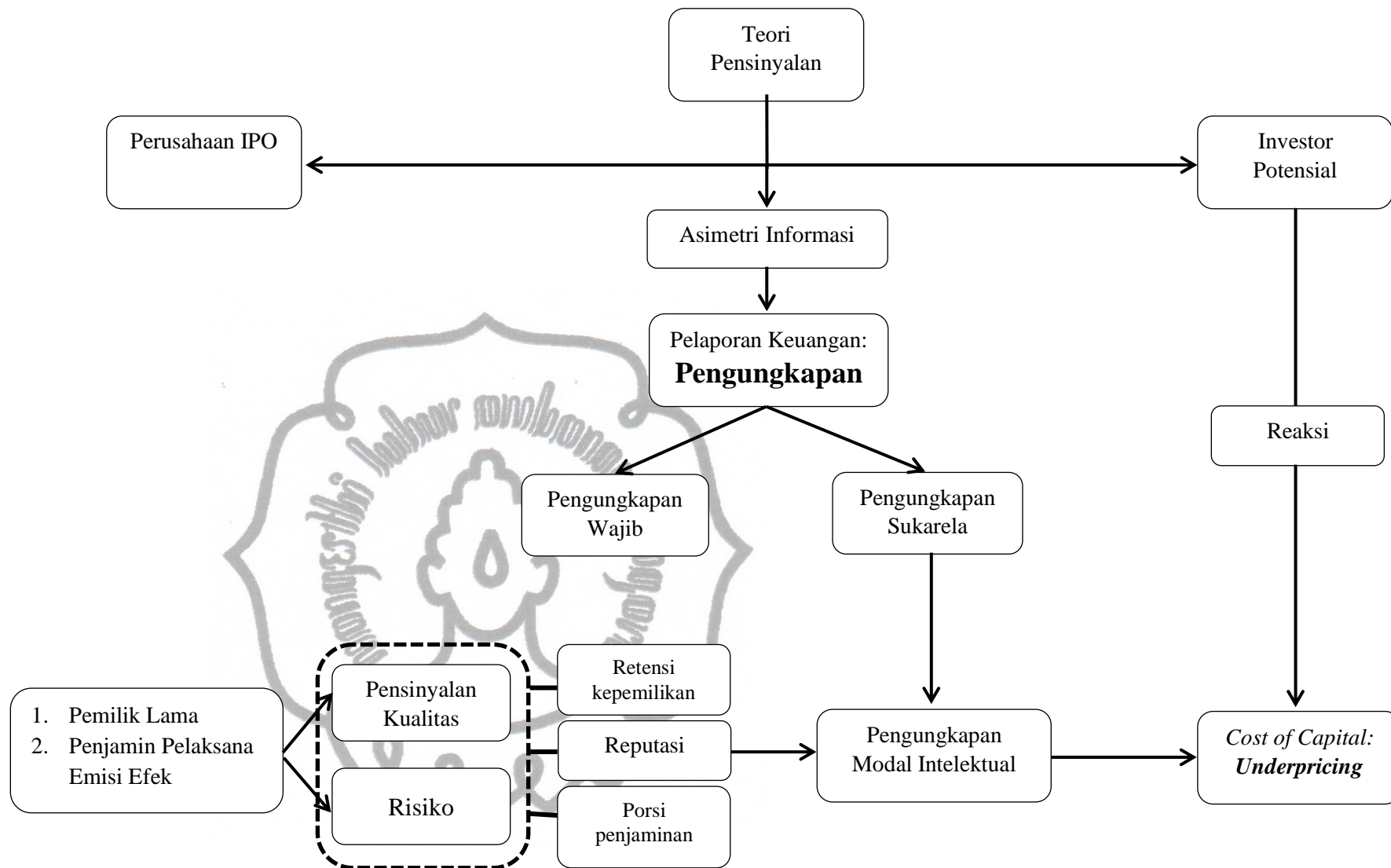


melalui pengungkapan sumber daya (modal intelektual) dan prospek masa depan agar harga saham di pasar sekunder sesuai dengan harapan mereka.

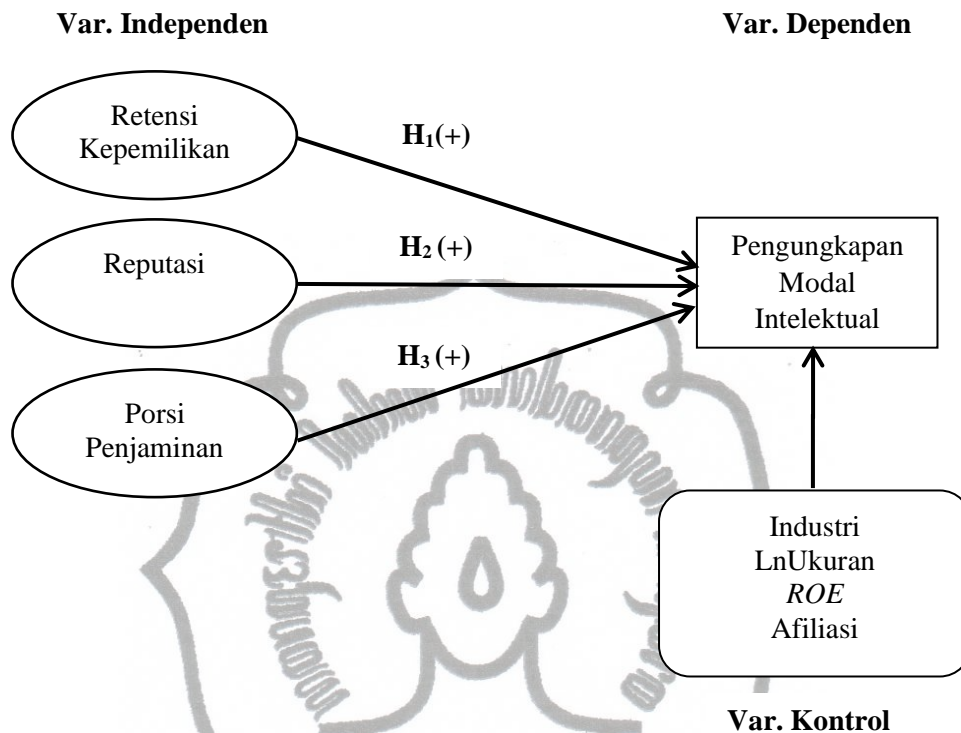
Berdasarkan penjelasan di atas, maka kerangka pemikiran dan model konseptual penelitian disajikan pada gambar berikut ini.



**Gambar 1. Diagram Kerangka Pemikiran Penelitian**

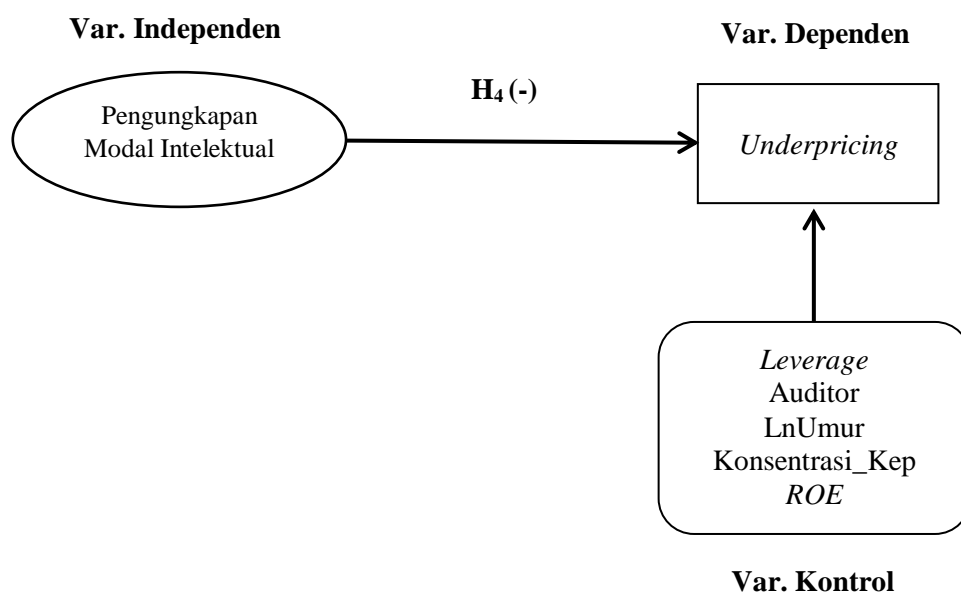


**Gambar 2. Model Konseptual Pengaruh Retensi Kepemilikan, Reputasi Penjamin Pelaksana Emisi Efek, dan Porsi Penjaminan pada Pengungkapan Modal Intelektual (Model 1)**



Sumber: diolah dari berbagai artikel ilmiah.

**Gambar 3. Model Konseptual Pengaruh Pengungkapan Modal Intelektual pada *Underpricing* (Model 2)**



Sumber: diolah dari berbagai artikel ilmiah.