

**TERJADIKAH UNDERPRICING HARGA PENAWARAN UMUM
PERDANA SAHAM?
(Studi atas Harga Penawaran Umum Perdana Saham PT Krakatau Steel)**

Whedy Prasetyo¹

Abstract

Initial Public Offering PT. Krakatau Steel (KARS) stock prices at government decision for Initial Public Offering determine to price under boundary Rp. 850,00 per stock string indication information confer underpricing, at matter with three indication. This paper is explane at underpricing phenomenon Initial Public Offering, and Initial Public Offering process to PT. Krakatau Steel, with support for research Rock (1986) and, Ritter and Welch (2002).

The process writing objective paper is idea suggest at prices determine per stock principal be based on study at PT. Krakatau Steel Initial Public Offering prices should didn't based for number calculate, however moment for intangible advantage calculate. Finally this paper to answer the question what the Initial Public Offering underpricing stock prices can be happened?

Keywords: Initial Public Offering (IPO), and underpricing.

1. Latar Belakang

Kementerian Badan Usaha Milik Negara (BUMN) sebagai pemegang saham PT. Krakatau Steel (KARS) bersama penjamin pelaksana emisi memutuskan penawaran umum perdana saham atau *Initial Public Offering (IPO)* dilaksanakan tanggal 2 sampai 4 November 2010, adapun pencatatan dan perdagangan perdana di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 10 November 2010.

Diawali oleh pertanyaan: "Mengapa perusahaan-perusahaan melakukan penjualan saham kepada publik pertama kalinya (*Initial Public Offering (IPO)*)?"

Penawaran Umum Perdana (*IPO*) saham merupakan penawaran pertama saham perseroan kepada publik. Menurut Penulis bahwa fenomena *IPO* hampir selalu merupakan kesempatan bagi investor dan kapitalis ventura yang ada untuk meraih keuntungan besar, karena untuk pertama kali saham mereka akan mendapatkan nilai pasar yang mencerminkan harapan untuk pertumbuhan masa depan perusahaan. Atau dengan pengertian yang sama yaitu upaya perusahaan-perusahaan untuk memperoleh dana segar baik untuk kepentingan modal kerja perusahaan maupun untuk membuka pasar publik dimana para pendiri dan pemegang saham lainnya dapat mengkonversikan kepemilikan mereka ke dalam bentuk uang tunai di masa depan (Ritter dan Welch, 2002). Kondisi yang menimbulkan dampak bahwa pelaksanaan penawaran umum perdana harga saham suatu perusahaan sangat diminati masyarakat, hal ini menurut Penulis disebabkan pada masa penawaran awal (*book building*) permintaan akan saham meningkat. Respon yang selalu berhubungan

¹ Dosen Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Jember

dengan jumlah permintaan yang lebih banyak daripada jumlah saham yang tersedia, sehingga akan meningkatnya selalu harga saham pada penawaran perdanya.

Kondisi yang harus diperhatikan di dalam perjanjian pertanggungan atau penjaminan (*underwriting agreement*) baik oleh Kementerian BUMN sebagai pemegang otorisasi kebijakan publik atas perseroan PT. Krakatau Steel (KARS) dengan perusahaan sekuritas yang menjadi penjamin atau penanggung pelaksana emisi (*underwriter*) penawaran umum perdana saham PT. Krakatau Steel, yaitu Bahana Sekuritas, Mandiri Sekuritas, dan Danareksa Sekuritas di dalam penentuan harga saham perdana PT. Krakatau Steel (KS) tersebut. Kegiatan *underwriting* atau penjamin pelaksana emisi efek, yaitu suatu bentuk kegiatan usaha untuk memberi jaminan atau menanggung penjualan efek yang diterbitkan emiten. Maksud dan tujuan penjaminan emisi saham yaitu menjamin terserapnya penjualan efek yang diterbitkan perusahaan pada saat menawarkan perdana sahamnya waktu *go public*.

Kebijakan penentuan harga saham perdana merupakan perjanjian antara pihak penjamin emisi dengan emiten yang pada prinsipnya merupakan perjanjian untuk pembelian saham pada pasar perdana. Dengan demikian kebijakan yang melibatkan antara Kementerian BUMN dan penjamin atau penanggung pelaksana emisi (*underwriter*) yang bertanggung jawab atas penentuan harga saham perdana PT. Krakatau Steel (KS). Kebijakan penentuan harga saham perdana PT. KS telah ditentukan sebesar Rp. 850,00 dengan alokasi saham perdana yaitu 3,155 miliar saham atau 20 persen (%) saham PT. KS yang akan dilepas ke publik, sebanyak 65 persen (%) dialokasikan kepada investor domestik dan sisanya kepada investor asing. Dari jumlah 65 persen (%) tersebut, sebanyak 80 persen (%) ditujukan kepada investor institusi dan 20 persen (%) kepada investor ritel atau perorangan, dengan total perolehan dana *IPO* bagi PT. KS sebesar Rp. 2,681 triliun.

Penentuan harga saham perdana sebesar Rp. 850,00 telah ditetapkan, walaupun respon dari pengamat ekonomi dan pasar modal serta pelaku pasar saham dalam negeri menyatakan, bahwa harga saham perdana PT. KS sebesar Rp.850,00 terlalu murah atau mendekati batas bawah harga indikatif yang ditetapkan, antara Rp. 800,00 dan Rp. 1.150,00 per saham, sehingga harga ideal saham perdana PT. KS seharusnya minimal Rp. 1.000,00 per saham. Namun atas informasi tersebut, baik Kementerian BUMN dan penjamin pelaksana emisi penawaran umum perdana saham PT. Krakatau Steel (KARS), yaitu Bahana Sekuritas, Mandiri Sekuritas, dan Danareksa Sekuritas tetap memutuskan penentuan harga saham perdana PT. Krakatau Steel (KARS) tetap ditentukan sebesar Rp. 850,00 (Kompas, 2 November 2010).

Penetapan harga Rp. 850,00 per saham PT. Krakatau Steel (KARS) tersebut telah didasarkan pada tiga tahapan, yaitu;

- Tahapan Pertama, proses *pre-marketing*. Dalam tahap ini, investor memberikan kisaran harga berdasarkan informasi yang disampaikan PT. Krakatau Steel (KARS). Dari informasi awal ini, investor memberi kisaran harga saham KARS antara Rp. 700,00 sampai Rp.1.100,00 per saham. Kemudian, penjamin emisi dan manajemen KS sepakat mengeser kisaran harga menjadi Rp. 800,00 sampai Rp. 1.150,00 per saham, dengan tujuan perolehan KARS bisa lebih besar.
- Tahapan Kedua, *public expose*. PT. Krakatau Steel (KARS) mengumumkan kisaran harga saham tersebut dengan melakukan perbandingan harga ke luar negeri dan dalam negeri pada 80 investor.

- Tahapan Ketiga, *bookbuilding*. Investor memberikan tanggapan pernyataan berminat membeli dengan memberikan harga penawaran. PT. Krakatau Steel (KARS) menganalisis dan memilih investor yang ingin berinvestasi dalam jangka panjang, antara tiga sampai lima tahun (*firsttier* investor).

Ketiga tahapan tersebut, memberikan hasil penetapan harga Rp. 1.000,00 per saham, permintaan yang masuk satu kali target. Pada harga Rp. 950,00, permintaan yang masuk naik menjadi 1,06 kali. Selanjutnya pada penawaran harga Rp. 900,00 permintaan naik menjadi 1,38 kali. Sementara pada harga Rp.850,00, permintaan melonjak menjadi 1,8 kali. Penjamin emisi sepakat memilih harga Rp. 850,00 karena permintaan yang masuk mendekati standar wajar *IPO*, yaitu dua kali pemesanan. Proses terakhir, PT. Krakatau Steel menganalisis dan membandingkan harga penetapan tersebut dengan perusahaan yang hampir mirip, yaitu Pohang Iron and Steel Corporation (Posco) dari Korea Selatan dan Tata Steel dari India. Dengan harga Rp.850,00 per lembar saham, *Price Earning Ratio (PER)* tahun 2011 PT. Krakatau Steel (KARS) adalah 9,9 kali, sehingga penetapan harga tersebut pada *Initial Public Offering (IPO)* atau penawaran saham perdana sudah premium (Arief,dkk: Kontan, Edisi 8-14 November 2010).

Penentuan harga perdana saham berdasarkan pada *stock options* (opsi saham), yaitu hak untuk menentukan (membeli dan atau menjual) suatu saham pada tingkat harga tertentu dalam suatu periode waktu yang telah ditentukan. Opsi menjadi sarana investasi yang diminati, karena menawarkan kesempatan untuk mencegah risiko posisi dalam surat berharga lain, untuk berspekulasi dalam saham dengan nilai investasi yang relatif kecil, serta mengkapitalisasikan perubahan nilai pasar dari kontrak opsi tersebut. Suatu kontrak yang memberikan hak kepada pembeli untuk membeli sejumlah tertentu saham suatu perusahaan dari penjual opsi pada harga pembelian tertentu selama periode waktu tertentu. Nilai dari opsi *call* pada waktu jatuh tempo adalah:

$$\text{Payoff} = S_r - X ; \text{apabila } S_r > X \\ 0 ; \text{apabila } S_r < X$$

Dimana, S_r : nilai saham pada waktu jatuh tempo, dan X : harga eksekusi. Formula ini menekankan pada opsi karena penerimaan (*payoff*) tidak bisa bernilai negatif. Artinya, opsi dieksekusi hanya apabila $S_r > X$. Apabila $S_r < X$, eksekusi tidak akan terjadi dan opsi jatuh tempo dengan nilai nol. Kerugian bagi pemilik opsi dalam persoalan ini menyamai harga perdana yang dibayar atas hak tersebut dengan membeli pada harga eksekusi. Dengan demikian, keuntungan bagi pemilik opsi merupakan nilai opsi pada waktu jatuh tempo dikurangi harga pembelian perdana saham.

2. Fenomena Penawaran Umum Perdana Saham (IPO): *Underpricing*

Penawaran umum perdana saham (*Initial Public Offering (IPO)*) merupakan penjualan pertama saham umum sebuah perusahaan kepada investor umum, dan atau kegiatan penawaran efek yang dilakukan emiten untuk menjual efek kepada masyarakat (publik) melalui pasar modal.

Aktivitas *IPO* merupakan aktivitas penawaran perdana saham kepada masyarakat dengan mengikuti proses sesuai Undang-Undang Pasar Modal. Masyarakat bisa membeli saham perusahaan tersebut melalui perusahaan sekuritas yang mempunyai periode penawaran. Perusahaan yang ingin melakukan penawaran saham kepada publik meminta persetujuan kepada pemegang saham yang ada

melalui mekanisme Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) untuk penentuan harga pelaksanaan proses *IPO* perusahaan tersebut.

Penentuan harga *IPO* ditentukan oleh perusahaan sekuritas dan perusahaan yang ingin *IPO*, yaitu dilakukan dengan *book-building*. Harga *IPO* biasanya diminta dengan harga yang tinggi oleh perusahaan yang ingin *go public* dan perusahaan sekuritas selalu meminta dengan harga yang lebih rendah dengan berbagai alasan, baik hasil *book building* maupun yang lain. Alasan utama diminta harga rendah karena perusahaan sekuritas tidak menginginkan investornya mengalami kerugian ketika berinvestasi pada saham tersebut pada saat munculnya *IPO* perusahaan lain, maka investor tersebut ikut berpartisipasi untuk membeli saham.

Perlukah investor melakukan investasi pada saham yang sedang *IPO*. Beberapa pihak investor yang mempercayai bahwa setiap ada *IPO* atas penjualan hari pertama saham tersebut ditransaksikan akan selalu mengalami keuntungan minimum 5 % (persen) dan jangka waktu atas investasi tersebut tidak lebih dari dua minggu. Artinya, investor tersebut telah memperoleh tingkat pengembalian yang cukup tinggi apabila disetahunkan mencapai 250 % (persen). Berdasarkan penelitian empiris yang dilakukan Rock (1986) bahwa semua saham yang ditawarkan pada saat *IPO* mempunyai harga yang rendah sehingga investor akan mengalami keuntungan ketika diperdagangkan pada hari pertama. Lebih lanjut menurut Francis (1991: 68), menyatakan bahwa investor akan selalu memberikan respon yang positif atas aktivitas penawaran umum perdana saham (*IPO*) sebagai upaya untuk mendapatkan keuntungan dari investasi saham pada *primary market*.

Aktivitas *IPO* mempunyai perbedaan jika dibandingkan dengan pembukaan perdagangan saham biasa yang telah diperdagangkan baik di *primary* maupun *secondary market*. Perbedaannya adalah: 1) *IPO* hanya memiliki *offer price* (harga penawaran) untuk dijadikan *benchmark* dan tidak ada catatan perdagangan historis dimana hal ini menimbulkan *information gap* yang cukup signifikan antara perusahaan penerbit dengan calon investor, 2) pihak *lead underwriter*, yang membawa perusahaan untuk *go public*, mempunyai tanggung jawab atau peranan penting sebagai *market maker* di pasar modal, 3) perdagangan *IPO* dapat dimulai sewaktu-waktu selama jam kerja di bursa saham sesuai dengan kehendak dari *lead underwriter*.

Underwriter yang menjamin penawaran perdana akan menanggung risiko untuk menjual saham tersebut, sehingga emisi (*underwriter*) cenderung untuk menjualnya dengan harga yang murah (*undervalued*) supaya mengurangi risiko tidak laku terjual. Investor yang dapat kesempatan untuk membeli sekuritas yang *undervalued* ini akan menikmati *abnormal return*. Akan tetapi jika pasar modal sifatnya adalah efisien, *abnormal return* yang ada hanya terjadi dengan waktu yang cepat dan tidak berkepanjangan. Ini berarti bahwa investor yang membeli beberapa saat setelah pengumuman *IPO* sudah tidak akan memperoleh *abnormal return* lagi, karena harga sekuritas sudah mencapai keseimbangannya yang baru (Sindelar dan Ritter (1988) dalam Hartono, 2003: 420-421).

Periode harga penawaran saham lamanya sekitar 3 (tiga) hari untuk mendapatkan pembeli atas saham tersebut. Pada saat ini akan diketahui siapa sebenarnya pembeli saham tersebut. Jika harga saham tersebut dianggap murah dan berkualitas, saham tersebut menjadi *hot issue* sehingga permintaan meningkat. Investor yang melihat fenomena ini, akan melipatgandakan pesannya dan sebaliknya yang tidak memahaminya akan terpengaruh untuk ikut membeli saham

tersebut. Namun, apabila saham tersebut biasa saja, pembelinya hanya akan memahami tidak mendapatkan prioritas untuk mendapatkan saham-saham yang *hot issue*, seperti saham *IPO* PT. Krakatau Steel (KS) dengan kode KARS.

Menurut hasil penelitian Ritter dan Welch (2002) bahwa tuntutan hak perusahaan atas harga saham yang lebih tinggi harganya pada saat *Initial Public Offering (IPO)* akan berbanding terbalik dengan keinginan *underwriter* yang bertujuan untuk menarik minat para investor atau setidaknya untuk membuat pasar bergairah kembali-*leave money on the table*.

Saham perusahaan yang pertama kali ditawarkan ke publik lewat bursa tidak ada jaminan untuk mendapatkan dividen yang cukup, kecuali suatu harapan adanya "*capital gain*". *Capital gain* ini dapat berupa dalam dua bentuk, yaitu "kenaikan harga saham" atau "kenaikan nilai saham". Apabila dividen rendah menyebabkan harga saham turun, maka pemegang saham minoritas dirugikan dan sementara itu pemegang saham mayoritas yang menguasai manajemen menahan diri untuk tidak menjual sahamnya karena mengetahui nilai saham yang sebenarnya. Dengan kata lain, bila informasi ekonomis tidak tersedia cukup di bursa saham maka pemegang saham mayoritas mengetahui nilai saham dan harga saham.

Lebih lanjut Rock (1986) berargumentasi bahwa *underpricing* di perusahaan *IPO* diperlukan untuk mengkompensasikan investor yang tidak memiliki informasi (*uninformed investor*) dengan pihak yang memiliki informasi yang lebih banyak. Adanya kelebihan informasi yang dimiliki menyebabkan *informed investor* cenderung menginginkan harga yang *underpriced* untuk mendapatkan *initial return* di pasar sekunder. Di lain pihak, *uninformed investor* karena tidak mempunyai informasi yang cukup akan berusaha memperoleh saham tanpa melakukan banyak pilihan. Untuk itu agar *uninformed investor* tetap berpartisipasi dalam pasar maka harga saham harus cukup *underpriced*. Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa, secara rata-rata *initial return* adalah lebih besar dibandingkan *premium* risiko "wajar" yang diharapkan. Hal tersebut memperlihatkan bahwa perusahaan penerbit dan penjamin emisi secara sengaja meng-*underprice* harga *IPO* mereka.

Ibbotson (1975) dan Ritter (1984), memberikan bukti yang menyakinkan bahwa *IPO*, secara rata-rata terjadi *underpricing*. Ritter (1984), melaporkan bahwa dari jumlah sekitar 5000 perusahaan yang *go-public* selama 1960-1982 di AS, nilai rata-rata *IPO*-nya diperdagangkan pada harga 18,8 % (persen) lebih tinggi dari harga penawaran perdannya. McGuinness (1992) meneliti fenomena *underpricing* terhadap 80 *IPO* periode 1980-1990 di Hongkong. Hasil penelitiannya menunjukkan adanya *return* positif yang signifikan pada hari pertama perdagangan saham di pasar sekunder dan mulai menghilang sesudah hari pertama. Analisis terhadap *return* positif tersebut juga menunjukkan adanya tingkat *underpricing* sebesar 18 % (persen). Ritter (1991), meneliti kinerja saham untuk jangka pendek dan jangka panjang terhadap 1256 sampel *IPO* periode 1975-1984 di AS. Hasil penelitiannya mencatat kinerja saham perdana dalam jangka pendek sebesar 14,32% (persen) dan jangka panjang sebesar 29,13% (persen). Hanafi (1997) mengemukakan adanya *underpricing* sebesar 15 % (persen) pada saat saham pertama kali diperdagangkan pada hampir semua emisi saham perdana selama tahun 1989-1994 di Bursa Efek Jakarta (dalam Ali dan Hartono (2003)).

Berdasarkan kajian tersebut, dukungan teoritis yang menjelaskan argumentasi timbulnya *underpricing* pada saat *IPO*, adalah:

1. Teori *Assymetric Information*. Teori ini menjelaskan bahwa kondisi *underpricing* merupakan refleksi dari kondisi ketidakmerataan informasi antara pihak-pihak yang melakukan transaksi, sehingga memungkinkan terjadinya *abnormal gain*. Dari sisi penjual, pihak penjamin (*underwriters*) merasa takut terhadap potensi timbulnya kondisi *negative cascade*, sehingga mereka cenderung untuk menurunkan harga penawaran saham *IPO* di bawah harga pasar. Di lain pihak, para investor juga memberikan sinyal daya beli yang lebih rendah dari yang sesungguhnya dengan tujuan agar dapat membeli saham tersebut dengan harga yang lebih murah.
2. Teori *Agency Conflict*. Teori ini menjelaskan bahwa kondisi *underpricing* lebih disebabkan oleh strategi dari pihak penjamin untuk secara sengaja memberikan insentif (*leave money on the table*) kepada para investor tertentu (terutama para investor skala besar) sebagai tanda niat baik sekaligus untuk membina hubungan jangka panjang. Tidak menutup kemungkinan bahwa untuk jangka pendek melalui sesi transaksi yang bagus dengan volume yang tinggi akan juga bisa memberikan “pendapatan sampingan” bagi pihak penjamin melalui bentuk komisi transaksi jual beli saham. Hal ini tentu merupakan kerugian bagi pihak perusahaan yang melakukan *IPO* karena tidak mendapatkan keuntungan yang seharusnya sebagai akibat strategi pihak penjamin tersebut.

Penyebab terjadinya *underpricing* pada saat *IPO*, menjelaskan bahwa penentu kekuatan harga saham terletak pada informasi yang diperoleh pihak penjamin saat mereka melakukan perbandingan harga (atau disebut *book building strategy*) kepada calon pembeli skala besar (*blockholders*). Jika dari hasil melakukan perbandingan harga (*road show*) tersebut terdapat indikasi kuat akan terjadi permintaan lebih besar dari penawaran (*oversubscribe*) saham, maka diduga bahwa teori *Agency Conflict* akan memegang peranan yang lebih besar di dalam menjelaskan perilaku pasar pada saat tersebut.

Fenomena *IPO* pada saat kondisi *IPO's underpricing*, didukung Lowry dan Schwert (2002) dalam penelitian mereka mengenai *IPO* dan fenomena *underpricing* di dalam jurnal penelitian mereka “*IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?*” melakukan studi statistik deskriptif terhadap *IPO initial return* yang dikalkulasi dari selisih *IPO's offer price* dengan *closing price on the first day of trading*. Dengan menggunakan data sampel dari tahun 1985 sampai dengan 1997 diperoleh mean rata-rata dari *initial returns* sebesar 13,9 % (persen) dengan mean rata-rata perusahaan yang melakukan *IPO* sebesar 29,4 % (persen) perusahaan per bulan selama periode sampel penelitian tersebut. Fenomena *underpricing* adalah sangat merugikan bagi emiten, sehingga perusahaan yang memiliki risiko rendah berusaha untuk menunjukkan karakteristik risiko rendah mereka kepada pasar, sehingga dengan adanya *underpricing* akan merugikan bagi perusahaan penerbit saham *IPO*, dan perusahaan yang memiliki karakteristik risiko yang rendah akan berusaha untuk menunjukkannya pada pasar (Sharpe, Alexander dan Bailey, 1995:77).

3. IPO PT. Krakatau Steel (KARS)

Harga perdana saham PT. Krakatau Steel (berkode KARS) senilai Rp.850,00 per lembar saham di hari pertama perdagangannya di Bursa Efek Indonesia (tanggal 10 Nopember 2010) dengan yang bertindak sebagai penjamin emisi yaitu Bahana Sekuritas, Mandiri Sekuritas, dan Danareksa Sekuritas, sedangkan Credit Suisse dan

Deutsche Bank bertindak selaku agen penjualan internasional menunjukkan 16.593 pemesan saham dengan jumlah pesanan 4,874 miliar lembar dibandingkan dengan penjatahan total saham 3.155 miliar saham (setara 20 persen total saham), sehingga menunjukkan jumlah yang melebihi saham yang ditawarkan dengan kenaikan harga sahamnya yang mencapai 49,41 % (persen) dalam sehari.

Berdasarkan data perdagangan Bursa Efek Indonesia (BEI) perdagangan perdana KRAS, investor asing tercatat melakukan penjualan bersih sebanyak 316,12 juta saham senilai Rp. 378,6 miliar dengan harga jual rata-rata Rp.1.198,00 per lembar saham. Sementara tiga perusahaan sekuritas yang menjadi penjamin emisi IPO KRAS, yaitu Bahana Sekuritas, Mandiri Sekuritas, dan Danareksa Sekuritas masih mencatatkan penjualan bersih. Bahana Sekuritas tercatat melakukan penjualan bersih saham KRAS 74 juta saham senilai Rp. 101,2 miliar. Mandiri Sekuritas sebanyak 10,25 juta saham senilai Rp. 13,9 miliar dan Danareksa Sekuritas sebanyak 3,26 juta saham senilai Rp. 4 miliar.

Selanjutnya tercatat juga atas minat masyarakat terhadap kepemilikan saham KRAS yang cukup tinggi, yaitu ditunjukkan terangkatnya (terkoreksi) harga saham KRAS dari Rp. 850,00 menjadi Rp. 1.270,00 sampai Rp. 1.340,00 atau naik 5,5 % (persen), juga ditunjukkan dari nilai perdagangan saham KRAS yang mencapai Rp. 2,52 triliun (yang mampu menempatkan KRAS sebagai saham yang paling banyak diperjualbelikan di BEI) (Kompas, 12 Nopember 2010).

Fenomena yang memberikan informasi bahwa keputusan pemerintah menetapkan harga perdana (*Initial Public Offering (IPO)*) pada batas bawah penawaran senilai Rp.850,00 per lembar saham memberikan petunjuk terlalu rendah (*underpricing*), terbukti pada hari pertama tersebut terjadi kenaikan harga saham mendekati 50 persen (49,41 %), bahkan pada hari kedua masih terjadi kenaikan lagi hingga Rp. 1.340,00 per lembar sahamnya pada harga penutupan. Namun dengan mendasarkan pada kondisi riil tersebut Kementerian Badan Usaha Milik Negara (BUMN) menyatakan bahwa penetapan harga saham sesuai prosedur.

Penetapan harga suatu saham mencerminkan nilai perusahaan. Nilai selembah saham adalah sama dengan nilai sekarang dari seluruh pendapatan perusahaan yang diperkirakan akan diberikan. Pendapatan yang diberikan oleh saham adalah dividen yang akan dibayarkan hingga waktu yang tidak terbatas (Arifin, 2007: 148). Perusahaan yang berkembang berarti sahamnya bernilai tinggi dan sebaliknya. Nilai perusahaan tercermin pada nilai kekayaan bersih yang dimilikinya. Kekayaan bersih (*net worth*) yaitu selisih antara total aktiva dengan total utang atau pinjaman. Kekayaan bersih di dalam laporan neraca terlihat dalam kelompok "permodalan", dalam kelompok permodalan terinci; yaitu modal disetor, laba sebelum bunga dan pajak, agio saham, selisih penilaian kembali aktiva tetap, dan selisih nilai ganti persediaan.

$$\text{Nilai perlembar saham} = \frac{\text{Kekayaan bersih ekonomis}}{\text{Lembar saham yang beredar}}$$

Nominal saham adalah jumlah yang tertera di atas lembaran saham. Jika saham terbagi dalam beberapa kelompok nominal, maka nilai per lembar saham di atas dicari equivalennya. Nilai nominal saham bersifat statis, sedangkan nilai saham bersifat dinamis, tergantung perubahan nilai kekayaan bersih pada suatu saat.

Kekayaan bersih dinilai secara ekonomis dan bukan berdasar harga historis. Oleh karena itu, semua aktiva perusahaan harus diberi nilai baru yang berlaku pada saat menghitung nilai kekayaan bersih. Selisih antara nilai baru dan harga beli (historis), yaitu dijelaskan dalam perkiraan “selisih penilaian kembali aktiva tetap” dan “selisih nilai ganti persediaan” dalam kelompok permodalan.

Jika informasi mengenai nilai saham yang dihitung menurut rumus di atas dapat diperoleh setiap saat, maka harga saham di pasar tidak akan jauh berbeda dengan nilai saham. Harga saham yaitu harga yang terbentuk di pasar jual beli saham. Kebanyakan harga saham berbeda dengan nilai saham, makin sedikit informasi yang bisa diperoleh untuk menghitung nilai saham, makin jauh perbedaan tersebut. Terlalu sedikitnya informasi yang mengalir ke bursa saham cenderung harga saham dipengaruhi oleh tekanan psikologis penjual atau pembeli (tindakan irasional). Tindakan irasional ini mengakibatkan satu pihak untung besar dan pihak lain rugi besar, hal demikian bisa terjadi di bursa saham dan tidak salah menurut hukum. Untuk mencegah hal tersebut di atas sebaiknya perusahaan yang *go public* memberi informasi yang cukup setiap saat sepanjang informasi itu berpengaruh terhadap harga saham, dan secara periodik bulanan atau triwulan menerbitkan informasi rutin.

Untuk menghitung harga atas penerbitan saham dapat menggunakan analisis; (1) analisis fundamental dan (2) analisis teknik. Analisis fundamental yaitu analisis yang didasarkan pada informasi-informasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang *go public* ataupun oleh administratur bursa saham dengan menggunakan beberapa teknik pendekatan. Tiga teknik pendekatan yang umum dikenal dalam analisis fundamental yaitu; (a) pendekatan deviden, (b) pendekatan laba, dan (c) pendekatan kekayaan bersih. Analisis teknik yaitu analisis yang didasarkan pada informasi atau kejadian-kejadian yang timbul di luar lingkungan perusahaan tetapi berdampak terhadap kegiatan perusahaan. Misalnya; (a) kebijakan pemerintah tentang deregulasi, devaluasi, perubahan politik, (b) masuknya pesaing baru, (c) bencana alam, dan lain-lain.

Penerbitan saham perdana di bursa efek (*IPO*) sangat ditentukan pada penetapan harga. Menurut Penulis bahwa analisis penetapan harga perdana saham KARS terlalu rendah, hal ini dapat ditunjukkan dengan adanya dua indikasi, adalah:

1. Indikasi yang pertama, yaitu kenyataan bahwa pemesanan saham perdana mengalami kelebihan permintaan (*oversubscribe*) sampai sembilan kali lipat.
2. Indikasi yang kedua, yaitu penetapan harga sebesar Rp. 850,00 per lembar menurut Kementerian Badan Usaha Milik Negara (BUMN) bertujuan untuk memberikan keuntungan modal (*capital gain*) kepada investor.

Permasalahan penetapan harga merupakan masalah utama *IPO* atas saham PT. Krakatau Steel (KARS) yang dijual kepada publik dengan harga Rp. 850,00 per lembar berdasarkan metode akuntansi seperti di atas. Untuk sebuah perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang menjadi *market leader* di dalam negeri, seharusnya nilai perusahaan berada jauh di atas nilai bukunya. Posisi strategis PT. Krakatau Steel dalam pasar baja nasional sudah menjadi kenyataan, sehingga nilai pasarnya tidak hanya bisa dihitung secara akuntansi saja. Aset strategis yang jarang dimiliki oleh perusahaan baja lainnya di seluruh dunia, yaitu kepemilikan pelabuhan yang cukup dalam dengan arus laut yang sangat kondusif untuk dilakukannya aktivitas bongkar muat, dan pangsa pasar domestik yang mendekati 65 % (persen), sehingga dalam jangka panjang posisi strategis seperti ini menjadi sangat sulit untuk

dikalahkan, dan bahkan kemungkinan dapat menjadi modal dasar bagi pengembangan pasar ekspor (Sugema, 10 Nopember 2010).

Posisi strategis ini didukung juga dengan peristiwa, bahwa sebelum *IPO* PT. Krakatau Steel telah menjalin kerja sama (*joint venture*) dengan perusahaan besi dan baja dari Korea Selatan yaitu Pohang Iron and Steel Corporation (Posco) untuk membangun pabrik baja dengan kapasitas sebesar 3 juta ton per tahun. Kerja sama dibuat lewat *Memorandum of Agreement (MOA)* bulan Desember 2009, yaitu Posco akan memberikan manajemen, teknologi, permesinan, dan modal kerja, sedang PT. Krakatau Steel memberikan aset berupa tanah dan perolehan dana.

Kerja sama ini dapat digunakan sebagai dasar penentuan harga jual dalam saham PT. Krakatau Steel sesungguhnya. Nilai investasi yang terlibat di dalamnya adalah sebesar 2,8 miliar dollar Amerika Serikat dengan kapasitas sekitar 2,5 juta ton, maka biaya penggantian (*replacement cost*) PT. Krakatau Steel adalah sekitar 2,4 miliar dollar AS. Kalau saham yang dijual kepada publik atau masyarakat yaitu sebesar 20 % (persen), maka penerimaan uang yang seharusnya masuk ke negara sebesar Rp. 480 juta dollar AS atau sekitar Rp. 4,2 triliun. Sementara itu, penawaran saham perdana hanya menghasilkan Rp. 2,681 triliun saja.

Dana sebesar Rp. 2.681 triliun atas hasil penawaran saham perdana tersebut, rencananya akan digunakan untuk:

- 35,8 % (persen), yaitu sebesar Rp. 900 miliar sampai 1,3 triliun digunakan untuk investasi memodernisasi pabrik dan meningkatkan kapasitas produksi baja lembaran menjadi 3,5 juta ton,
- 25 % (persen), yaitu sebesar Rp. 631 sampai 907 miliar digunakan untuk membiayai pematangan lahan seluas 288 ha yang akan digunakan untuk membangun pabrik baja terpadu KS dan Posco,
- 24,2 % (persen), yaitu sebesar Rp. 610 sampai 880 miliar digunakan untuk membeli bahan baku "*iron ore pellet, scrab, billet slab*" dan bahan baku lainnya,
- 15 % (persen) yaitu sebesar Rp. 378 sampai 544 miliar digunakan untuk penyertaan pada anak usaha PT. Krakatau Bandar Samudera (KBS) dan PT. Krakatau Daya Listrik (KDL).

Penggunaan metode akuntansi, akan ditunjukkan terjadinya kerugian negara. Apabila penentuan harga saham ditentukan atas rasio harga terhadap laba bersih per saham (*Price-Earning Ratio/PER*) yang digunakan, yaitu perbandingan harga suatu saham dengan pendapatan atau laba per saham. Menurut Arifin (2007: 152) *Price Earning Ratio (PER)* merupakan cerminan rupiah yang berani dibayar investor untuk setiap rupiah laba. Dengan pendekatan *PER*, harga saham suatu perusahaan diestimasi dengan mengkalikan laba per lembar saham dengan rata-rata *PER*.

Lebih lanjut Arifin (2007: 152) menjelaskan bahwa pendekatan *PER* cukup bermanfaat untuk pedoman penetapan harga perdana sebuah saham yang akan diterbitkan oleh suatu perusahaan. Hasil penilaian pendekatan yang juga dapat dijadikan sebagai proksi nilai pasar saham perusahaan yang akan menawarkan sahamnya. Pendekatan *PER* ini sudah mempertimbangkan ekspektasi laba di masa yang akan datang perusahaan. *PER* bisa menggunakan laba atau keuntungan yang dilaporkan dari tahun terakhir (disebut *trailing P/E*), atau menggunakan perkiraan laba tahun mendatang dari seorang analis (disebut *forward P/E*). Rasio harga terhadap laba, disebut juga dengan *Price-Earnings Multiple*, yaitu memberikan gambaran kepada investor jumlah yang harus dibayar para investor untuk kekuatan laba suatu perusahaan, dan karena itu pertumbuhan laba yang diharapkan investor.

Saham dengan *P/E* tinggi, yaitu dengan *multiple* di atas 20, umumnya yaitu perusahaan-perusahaan baru yang *go public* tumbuh dengan cepat. Saham perusahaan seperti ini lebih berisiko untuk diperdagangkan daripada saham yang memiliki *P/E* rendah, karena lebih mudah untuk menyimpang dari perkiraan pertumbuhan yang tinggi dari pada perkiraan pertumbuhan rendah. Saham ber *P/E* rendah cenderung berada pada industri yang matang atau dominan (dewasa) atau industri dengan pertumbuhan rendah, dalam kelompok saham yang tidak disukai, atau dalam perusahaan mapan, dan memiliki saham unggulan dengan catatan stabilitas laba dan deviden berkala yang panjang. Saham dengan *P/E* rendah pada umumnya mempunyai hasil penyerahan yang lebih tinggi daripada saham dengan *P/E* tinggi, yang seringkali tidak membayarkan deviden sama sekali.

Penentuan atas rasio harga terhadap laba bersih per saham pada penentuan harga perdana saham PT. Krakatau Steel (KARS), yaitu menghasilkan keputusan penetapan harga sebesar Rp. 850,00 per saham kurang lebih sama dengan rasio harga terhadap laba bersih per saham sepuluh kali. Ini membuktikan bahwa rasio harga terhadap laba bersih per saham yang relatif rendah di antara perusahaan-perusahaan sejenis di seluruh dunia, misal; Nippon Steel memiliki rasio harga terhadap laba bersih per saham 12,1 kali atau sangat dekat dengan PT. Krakatau Steel. Akan tetapi, perusahaan tersebut memiliki struktur biaya yang relatif tinggi karena jauh dari sumber energi dan sumber bahan baku. Perusahaan sejenis di Australia dan China memiliki rasio harga terhadap laba bersih per saham antara 24 sampai dengan 30. Apabila menggunakan penentuan rasio harga terhadap laba bersih per saham 15, maka penetapan harga saham PT Krakatau Steel seharusnya Rp. 1.300,00 per saham.

Penetapan harga sebesar Rp. 1.300,00 per saham juga didasarkan pada analisis atas keberadaan PT. Krakatau Steel yang dikategorikan sebagai aset strategis nasional sebagai pasar baja nasional yang dalam jangka panjang sangat sulit digantikan untuk menjadi modal dasar bagi pengembangan pasar ekspor. Selanjutnya keunggulan yang tidak kentara (*intangible*) yaitu budaya organisasi, jaringan pemasaran, keunggulan sumber daya manusia meskipun adanya perubahan paradigma dalam melakukan privatisasi BUMN yang biasanya lahir dari kebijakan negara. PT. Krakatau Steel yang pendiriannya pada masa Orde Lama dan diposisikan sebagai industri hulu yang disiapkan untuk mendukung proses industrialisasi, sehingga dengan kondisi yang dimilikinya PT. Krakatau Steel menjadi pemain dominan di dalam negeri dan sekaligus memiliki kinerja keuangan yang relatif lebih baik dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan baja (sejenis) di seluruh dunia.

Akhirnya dengan mendasarkan dan belajar pada kondisi PT. Krakatau Steel inilah, ide Penulis dalam paper ini hendaknya pada saat penjualan aset strategis nasional lewat Penawaran Umum Perdana saham atau *Initial Public Offering (IPO)* tidak hanya didasarkan pada perhitungan angka saja, namun saatnya juga untuk memperhitungkan keunggulan yang tidak kentara (*intangible*) dalam penentuan harga perdana saham, sehingga dengan mendasarkan pada kedua perhitungan ini lebih sebagai upaya untuk memaksimalkan perolehan negara.

4. Simpulan

Permasalahan penetapan harga merupakan masalah utama *IPO* atas saham PT. Krakatau Steel (KARS) sebagai aset strategis nasional yang didukung dengan keunggulan ketara dan tidak ketara serta telah menjalin kerja sama dengan Pohang Iron and Steel Corporation (Posco) yang dijual kepada publik dengan harga

Rp.850,00 per lembar di hari pertama perdagangannya di Bursa Efek Indonesia (tanggal 10 Nopember 2010). Analisis atas penetapan harga Rp.850,00 tersebut terlalu rendah, hal ini ditunjukkan dengan adanya tiga indikasi adalah:

1. Indikasi yang pertama, yaitu kenyataan bahwa pemesanan saham perdana mengalami kelebihan permintaan (*oversubscribe*) sampai sembilan kali lipat.
2. Indikasi yang kedua, yaitu penetapan harga sebesar Rp. 850,00 per lembar menurut Kementrian Badan Usaha Milik Negara (BUMN) bertujuan untuk memberikan keuntungan modal (*capital gain*) kepada investor.
3. Indikasi yang ketiga, yaitu terangkatnya (terkoreksi) harga saham KRAS dari Rp. 850,00 menjadi Rp. 1.270,00 sampai Rp. 1.340,00 atau naik 5,5 % (persen).

Mendasarkan pada fakta tersebut, penetapan atas harga perdana saham PT. Krakatau Steel (KARS) yang mendasarkan rasio harga terhadap laba bersih per saham seharusnya sebesar Rp. 1.300,00 per saham. Penetapan nilai yang dihasilkan dengan menggunakan perhitungan perbandingan atas rasio harga terhadap laba bersih per saham 15. Penetapan yang didasarkan pula atas dukungan keunggulan kentara dan tidak kentara yang dimiliki PT. Krakatau Steel sebagai aset strategis nasional. Akhirnya dengan tulisan paper ini diharapkan pada saat penjualan aset strategis nasional lewat Penawaran Umum Perdana saham atau *Initial Public Offering (IPO)* tidak hanya didasarkan pada perhitungan angka saja, namun saatnya juga untuk memperhitungkan keunggulan yang tidak kentara (*intangibile*) dalam penentuan harga perdana saham, dengan mendasarkan pada kedua perhitungan ini lebih sebagai upaya memaksimalkan perolehan negara.

Daftar Pustaka

- Anonim. 2010. IPO Krakatau Steel Tetap Jalan: Investor Besar Tolak Harga Saham Dinaikkan. *Harian Kompas*. 2 November.
- Anonim. 2010. Asing Balik Beli Saham: Nilai Perdagangan Saham Krakatau Steel Rp. 2,52 Triliun. *Harian Kompas*. 12 November.
- Ali, Syaiful dan Hartono, Jogiyanto. 2003. Pengaruh Pemilihan Metode Akuntansi terhadap Tingkat Underpricing Saham Perdana. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 6 No.1. 41-53.
- Arief, A. dkk. 2010. Penjualan Saham Raja Baja Menjelma jadi Rumor Panas. *Kontan Mingguan Bisnis dan Investasi*. No. 7-XV. Edisi 8 – 14 November, hal. 36-37.
- Arifin, Zaenal. 2007. *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Edisi Pertama. Cetakan Kedua. Penerbit EKONISIA. Fakultas Ekonomi UII. Yogyakarta
- Francis, Jack C. 1991. *Investments: Analysis and Management* 5th edition. Mc Graw-Hill International Editions. New York.
- Hartono, Jogiyanto. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga. Penerbit BPFE-Yogyakarta. Yogyakarta.
- Lowry, Michelle dan Schwert, G. William. 2002. IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?. *The Journal of Finance*. Vol. LXVII No. 3.
- Ritter, Jay R dan Welch, Ivo. 2002. A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of Finance*. Vol. LVII No. 4.

- Rock, K. 1986. Why New Issues Are Underpriced. *Journal of Financial Economics*. (January/February). 187-212.
- Sharpe, William F, Alexander, Gordon J and Bailey, Jeffery V. 1995. *Investments*. Fifth Edition. Prentice Hall, Inc. New Jersey.
- Sugema, Imam. 2010. Polemik IPO PT Krakatau Steel. *Kompas* 10 Nopember