

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Dalam upaya mempertahankan kelangsungan hidup (*going concern*) serta mengembangkan diri, perusahaan biasanya melakukan beberapa usaha untuk melakukan penambahan pendanaan (modal). Sumber pendanaan tersebut dapat diperoleh dengan berbagai cara, misalnya melalui penambahan modal dari kekayaan pribadi, peminjaman (utang), ataupun membagi kepemilikan dengan menerbitkan saham. Penambahan modal dengan menerbitkan saham menjadi langkah yang strategis bagi perusahaan, terlebih jika menerbitkannya ke publik melalui Bursa Efek Indonesia. Hal tersebut dilakukan karena perolehan dana atau modal yang didapat lebih besar dibandingkan dengan cara penambahan modal yang lain.

Pembagian kepemilikan dengan menawarkannya kepada publik melalui Bursa Efek Indonesia mengandung arti mengubah bentuk perusahaan dari pribadi menjadi publik, hal ini disebut sebagai proses *go public*. Dalam proses *go public*, penawaran saham dilakukan pada pasar yang disebut sebagai pasar perdana (*Primary Market*). Proses penawaran pada pasar perdana ini disebut sebagai *Initial Public Offering* (IPO) atau penawaran saham perdana. Lalu selanjutnya saham tersebut dapat diperjualbelikan pada pasar sekunder.

Hal yang paling mendasar saat akan *go public* adalah menentukan harga saham perdana. Pada saat penentuan harga saham perdana, terjadi situasi yang membuat para penentu harga saham perdana menjadi dilema, yaitu tidak adanya referensi untuk penilaian harga saham yang benar-benar *valid* karena, perusahaan belum pernah menjual saham sebelumnya. Jika kurang tepat dalam menetapkan harga, baik kerendahan maupun ketinggian, akibatnya bisa saja fatal.

Menteri Koordinator Perekonomian (Menko Perekonomian), Hatta Rajasa, mengatakan pengalaman penetapan harga IPO PT Garuda Indonesia Tbk. dan PT Krakatau Steel Tbk. harus dijadikan pengalaman agar penetapan terlalu tingginya harga saham perdana seperti PT Garuda Indonesia Tbk., yang menyebabkan tidak lakunya saham dan anjloknya harga saham di pasar sekunder, dan terlalu rendahnya harga saham perdana PT Krakatau Steel Tbk., yang jika dihitung, negara mengalami kerugian akibat tidak maksimalnya dana yang dikumpulkan, tidak terulang kembali.¹ Saham perdana PT Krakatau Steel Tbk. yang dibanderol seharga Rp 850 per lembarnya berpotensi merugikan negara sebesar Rp 450 hingga Rp 750 miliar. Demikian dikatakan anggota Komisi VI DPR RI, Chandra Tirta Wijaya;

"Bila saham Krakatau Steel dijual dengan harga Rp 1000 – Rp 1150, pasar masih banyak yang akan membelinya. Bila dijual Rp 1000 – Rp 1150, maka negara akan memiliki keuntungan sebesar Rp 450 – Rp

¹ Kapok IPO Garuda dan KS, Pemerintah Hati-hati Lepas Saham BUMN, <http://finance.detik.com/read/2012/01/02/151528/1804750/6/kapok-ipo-garuda-dan-ks-pemerintah-hati-hati-lepas-saham-bumn> (Diakses 8 Maret 2014)

750 milyar. Tetapi bila tetap dijual Rp 850, maka keuntungan sebesar Rp 450 – Rp 750 milyar itu akan hilang".²

Dibandingkan dengan yang dialami oleh PT Garuda Indonesia Tbk., hal yang dialami PT Krakatau Steel Tbk. adalah yang sering terjadi saat IPO dilakukan. Fenomena yang dialami PT Krakatau Steel disebut sebagai *underpricing*. Sedangkan yang dialami PT Garuda Indonesia Tbk. disebut sebagai *overpricing*.

Underpricing menggambarkan penetapan harga yang rendah, di mana harga saham perdana pada pasar primer lebih kecil dari harga saham penutupan pada pasar sekunder hari pertama atau dengan kata lain harga saham perdana ditetapkan lebih kecil dari yang seharusnya. *Underpricing* juga dapat dideteksi lewat *return* awal (*initial return*) positif yang diperoleh investor. Adanya *return* awal yang positif itu mengindikasikan investor memperoleh keuntungan saat menjual saham perdana yang ia beli, saat emiten melakukan IPO, karena harga beli lebih rendah dari harga jualnya (harga penutupan di hari pertama pasar sekunder). Pada sisi emiten, hal ini justru dirasa merugikan karena emiten tidak dapat memperoleh sumber pendanaan yang maksimal.

Underpricing ini bukan hanya terjadi di Indonesia, tetapi terjadi juga di berbagai negara. Berikut ini daftar *return* awal positif (yang mengindikasikan *underpricing*) setiap negara dari beberapa periode.

² IPO Krakatau Steel Untuk Siapa?, <http://cybermed.cbn.net.id/cbprtl/Cybernews/detail.aspx?x=Hot+Topic&y=Cybernews%7C8%7C0%7C6%7C309> (Diakses 8 Maret 2014)

Tabel I.1
Initial Return Rata-Rata Pasar Saham 20 Negara

<i>No.</i>	<i>Country</i>	<i>Sample Size</i>	<i>Time Period</i>	<i>Avg. Initial Return (%)</i>
1	Argentina	20	1991-1994	4.4
2	Australia	1562	1976-2011	21.8
3	Austria	102	1971-2010	6.3
4	Belgium	114	1984-2006	13.5
5	Brazil	275	1979-2011	33.1
6	Bulgaria	9	2004-2007	36.5
7	Canada	696	1971-2010	6.7
8	Chile	65	1982-2006	8.4
9	China	2102	1990-2010	137.4
10	Cyprus	73	1997-2011	20.3
11	Denmark	164	1984-2011	7.4
12	Egypt	53	1990-2000	8.4
13	Finland	162	1971-2006	17.2
14	France	697	1983-2010	10.5
15	Germany	736	1978-2011	24.2
16	Greece	373	1976-2011	50.8
17	Hog Kong	1259	1980-2010	15.4
18	India	2964	1990-2011	88.5
19	Indonesia	410	1990-2012	25.7
20	Irann	279	1991-2004	22.4

Sumber: Pacific-Basin Finance Journal³

Dari tabel di atas, dapat dilihat bahwa sebagian besar negara di dunia, pada pasar perdananya mengalami *underpricing* yang ditunjukkan oleh *initial return* rata-rata yang bernilai positif setiap tahunnya.

Keadaan pasar modal Indonesia yang juga mengalami *underpricing* dapat di gambarkan dengan tabel berikut.

³ Jay R. Ritter, et al., "Initial Public Offerings: International Insights", *Pacific – Basin Finance Journal*, Vol. 2, Maret 2013, pp. 165 – 199

**Tabel 1.2 Jumlah *Underpricing* pada Perusahaan yang Melakukan IPO
Tahun 2009 - 2013**

Tahun	Jumlah IPO	Total <i>Underpricing</i>	
		Jumlah	%
2009	13	8	61,54
2010	23	22	95,65
2011	25	17	68
2012	23	21	91,3
2013	31	22	70,96

Sumber: www.e-bursa.com, diolah.

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa di Indonesia, *underpricing* yang terjadi dalam kurun waktu 5 tahun (2009-2013), menunjukkan persentase saham IPO yang mengalami *underpricing* lebih dari 50% (setengahnya) tiap tahunnya. Bahkan pada tahun 2010 dan 2012 hampir mendekati angka 100%.

Keputusan untuk *go public*, harus dibarengi dengan pengetahuan informasi tentang kondisi pasar yang sedang terjadi saat ini. Hal ini dilakukan untuk menghindari diri kesalahan penentuan waktu melakukan IPO. Karena jika dipaksakan akan berakibat pada hasil akhir dalam kegiatan IPO yang dilakukan, baik saham yang tidak laku ataupun terlalu rendah mematok harga. Banyak perusahaan berhati-hati mematok harga IPO sehingga terkesan terlalu murah saat mematoknya. Hal ini dilakukan atas pengalaman yang terjadi pada PT Garuda Indonesia yang dinilai kurang beruntung karena IPO saat pasar tidak kondusif⁴ dengan harga yang dinilai relatif tinggi.

Seperti dilansir dalam media berita yang menuliskan bahwa,

⁴ Kapok IPO Garuda dan KS, Pemerintah Hati-hati Lepas Saham BUMN, *loc. cit.*

“Steve Susanto, salah satu direktur di PT UOB Kay Hian Securities berpendapat, kurang lakunya IPO saham Garuda didorong beberapa indikator. Pertama, industri perseroan yang kurang menarik karena mudah terpengaruh indikator ekonomi seperti kenaikan harga minyak mentah dunia yang bisa memicu peningkatan biaya operasional Garuda. Terbukti, banyak maskapai penerbangan yang kolaps karena banyak utang dan bangkrut. Kedua, dia menambahkan, krisis politik dan ekonomi yang terjadi di mancanegara seperti yang saat ini sedang terjadi di Timur Tengah (Mesir dan Tunisia) turut memengaruhi bisnis penerbangan. Hal itu, turut menjadi acuan pelaku pasar.”⁵

Jika perusahaan melakukan IPO saat kondisi pasar sedang kondusif, maka perusahaan tidak perlu memtok harga murah pada saham perdananya untuk menghindari kasus tidak lakunya saham yang diterbitkan.

Setelah kondisi pasar dirasa cukup kondusif, hal lainnya yang harus ditentukan adalah persentase saham yang diterbitkan dari jumlah keseluruhan kepemilikan. Dalam rencananya, BEI berniat menambah persyaratan untuk IPO disebutkan bahwa

“Ada dua syarat baru yang kini sedang dikaji BEI. Yang pertama adalah, jumlah minimum saham perdana yang dilepas ke publik minimal harus 20%. Yang kedua adalah, jika perusahaan yang bersangkutan menjadi perusahaan publik, maka sahamnya yang beredar di pasar (free float) wajib sebesar 15%.”⁶

BEI melakukan hal tersebut karena masih banyaknya perusahaan yang pelit membagi kepemilikannya ke publik. Karena semakin banyak kepemilikan yang diterbitkan semakin terbuka informasi perusahaan yang harus diungkapkan dan semakin mudah penilaian atas perusahaan itu dilakukan. Dalam berita yang sama disebutkan PT Adira yang memiliki

⁵ Bursa Saham Anjlok, Garuda Tak Beruntung, <http://m.news.viva.co.id/news/read/202408-drajad--ipo-garuda-apes>, (Diakses 10 April 2014)

⁶ Persyaratan IPO bakal ditambah, <http://investasi.kontan.co.id/news/persyaratan-ipo-bakal-ditambah>, (Diakses 23 Maret 2014)

kinerja baik tetapi hanya mengedarkan 50 juta saham ke publik (*free float* saham) yang artinya hanya 5% dari total keseluruhan modalnya. Sedangkan, sisanya dikuasai oleh PT Bank Danamon Tbk.⁷ Dari masalah di atas, maka dapat dilihat bahwa beberapa perusahaan masih enggan untuk membagi kepemilikannya kepada publik karena adanya konsekuensi mengungkap data perusahaan lebih banyak.

Telah disebutkan di atas, bahwa hal yang paling mendasar dan sulit saat IPO adalah menentukan harga saham perdana. Pada saat IPO di pasar perdana, harga saham perdana ditentukan oleh perusahaan selaku emiten dan *underwriter* (penjamin emisi), yang ditunjuk perusahaan menjadi perantara penjualan saham untuk yang pertama kalinya. Sedangkan pada pasar sekunder, harga saham ditentukan oleh mekanisme pasar akibat permintaan dan penawaran saham tersebut.

Penetapan harga saham perdana pada saat IPO dilakukan oleh emiten dan *underwriter*, menuntut keduanya untuk cermat menetapkan harga saham perdana yang pas dan sesuai, karena jika kurang tepat menentukan harga dapat menimbulkan kerugian, bukan hanya bagi pihak emiten seperti yang telah disebutkan, tetapi juga *underwriter* selaku penjamin emisi. Untuk saling menghindari kerugian tersebut, perbedaan kepentingan antara emiten dan *underwriter* pun terjadi. Di sisi emiten, emiten ingin menetapkan harga saham perdana yang tinggi agar memperoleh sumber pendanaan yang maksimal, tetapi di sisi lain, *underwriter* menganggap terlalu berisiko jika menetapkan

⁷ *Ibid.*

harga saham perdana terlalu tinggi karena khawatir semua saham yang ia beli dari emiten (pada kondisi penjaminan *full commitment*) tidak semuanya terjual sehingga menyebabkan ia, sebagai penjamin emisi memperoleh kerugian.

Walaupun penetapan harga saham perdana ini dilakukan oleh emiten dan *underwriter*, tetapi pada kenyataannya, *underwriter* memegang peran lebih dominan dibandingkan dengan emiten. Hal ini terjadi karena adanya keadaan *asymmetry information*, di mana *underwriter* lebih mengenal kondisi pasar dan memiliki informasi lebih banyak dibandingkan emiten yang baru akan *go public*. Sehingga *underwriter* dituntut untuk profesional dalam penetapan harga dan tidak condong pada kepentingannya.

Beberapa perusahaan besar yang berniat untuk IPO biasanya memilih *underwriter* yang sudah berpengalaman, profesional, dan memiliki reputasi yang baik dalam bidang penjaminan emisi. Emiten percaya bahwa pengalaman, profesionalitas, dan reputasi mereka berpengaruh terhadap penetapan harga yang pas tanpa mengutamakan kepentingan mereka dan mengesampingkan kepentingan emiten. Bahkan beberapa perusahaan terkesan menyerahkan sebagian besar wewenang penentuan harga saham perdana kepada *underwriter*, seperti yang dilakukan PT Krakatau Steel Tbk. Mustafa Abubakar, yang saat itu menjabat sebagai Menteri BUMN, menjelaskan tentang penetapan harga perdana saham PT Krakatau Steel Tbk. bahwa:

“*Underwriter* (penjamin pelaksana emisi) sudah melakukan analisa dan kajian yang mendalam sehingga mendapatkan angka segitu. Dan kepada kami juga dimintai menyetujui dan menetapkan harga Rp 850 dan pada hari itu kami sudah tetapkan.”⁸

Hal tersebut terjadi karena *asymmetry information* antara emiten dan *underwriter*, di mana *underwriter* mempunyai informasi lebih banyak dan lebih baik dibanding emiten sehingga emiten mempercayakan wewenang yang besar atas penetapan harga perdana kepada *underwriter*, padahal perusahaan, sebagai emiten, juga harus mempertimbangkan hal lain, seperti berapa modal maksimal yang ia kumpulkan dari proses IPO tersebut.

Masih berkaca pada kasus IPO PT Krakatau Steel Tbk., pelaksanaan IPO PT Krakatau Steel Tbk. menunjuk PT Bahana Securities, PT Mandiri Sekuritas, dan PT Danareksa Sekuritas sebagai tim penjamin emisinya.⁹ Ketiga perusahaan sekuritas inilah yang dipercaya oleh PT Krakatau Steel Tbk. untuk menjadi *underwriter* mereka. Kesalahan dalam penetapan harga perdana saham PT Krakatau Steel Tbk., yang terlalu rendah, sehingga ditaksir merugikan negara ini, tak lain ada campur tangan dari *underwriter* yang digunakan.

“Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) menjatuhkan sanksi kepada tiga penjamin pelaksana emisi atau join lead underwriter (JLU) penawaran perdana saham (initial public offering/IPO) PT Krakatau Steel Tbk (KRAS) berupa denda senilai Rp1,1 miliar. Denda tersebut dijatuhkan kepada *underwriter* tersebut bukanlah tanpa alasan. Pasalnya ketiga sekuritas tersebut terbukti

⁸ BUMN: Menurut *Underwriter*, Harga Pas, <http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2010/11/03/14202181/BUMN.Menurut.Underwriter..Harga.Pas> (Diakses 22 Maret 2014)

⁹ Krakatau Steel Resmi Tunjuk 3 *Underwriter*, <http://economy.okezone.com/read/2010/05/14/278/332630/krakatau-steel-resmi-tunjuk-3-underwriter>, (Diakses 22 maret 2014)

melakukan pelanggaran transaksi afiliasi dalam memesan saham IPO KRAS.”¹⁰

Dalam menentukan harga, *underwriter* selayaknya bekerja dengan profesional demi menjaga nama baik (reputasi perusahaannya), salah satunya dengan mengutamakan kepentingan emiten.

Selain menjaga profesionalitas lewat mengutamakan kepentingan emiten, profesionalitas juga bisa dilihat dari kesesuaian dan konsistensi *underwriter* dalam pekerjaannya. Saat ini, cukup banyak perusahaan sekuritas yang mengubah bisnisnya intinya dari sekuritas ke bidang lain. Hal ini bisa saja membentuk suatu pandangan bahwa perusahaan sekuritas kurang profesional sehingga muncul reputasi yang kurang baik dari publik. Hal ini diungkapkan dalam media cetak bahwa “... PT Majapahit Securities Tbk (AKSI) yang mengubah bisnis intinya dari perusahaan efek & *underwriter* menjadi bisnis perdagangan umum, yang memungkinkan perseroan berinvestasi di bidang lainnya.”¹¹

Selain PT Majapahit beberapa perusahaan telah lebih dulu mengambil langkah ini,

“Sebelumnya, ada sekuritas lain yang sudah lebih dulu menempuh langkah peralihan bisnis inti. Tengok saja, ada PT Kresna Graha Sekurindo Tbk (KREN) yang berubah menjadi *holding company* dengan penyertaan modal minimal 20 persen dari nilai ekuitas tercatat sebesar Rp301,2 miliar.”¹²

¹⁰ 3 *Underwriter* IPO Krakatau Steel, <http://economy.okezone.com/read/2011/09/07/278/499606/3-underwriter-ipo-krakatau-steel> (Diakses 22 Maret 2014)

¹¹ Perusahaan Sekuritas Banyak "Banting Setir" Bisnis Lain, <http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2013/11/12/2114010/Perusahaan.Sekuritas.Banyak.Banting.Setir.Bisnis.Lain> (Diakses 22 Maret 2014)

¹² *Ibid.*

Selain dari berubahnya bidang bisnis para perusahaan sekuritas, beberapa waktu lalu, OJK membekukan izin 907 penjamin emisi atau *underwriter* karena tidak mengkonfirmasi atau *update* terkait jabatan mereka kepada BAPEPAM-LK.

“Nurhaida, Kepala Eksekutif Pasar Modal OJK dalam pernyataan resminya mengatakan, mereka yang dibekukan izinnya melakukan pelanggaran terhadap aturan yang berlaku. Aturan yang dimaksud adalah Peraturan Nomor V.B.1, lampiran keputusan Bapepam Nomor KEP-547/BL/2010 tentang Perizinan Wakil Perusahaan Efek.”¹³

Hal di atas membuat publik menyimpulkan bahwa para penjamin emisi kurang profesional dalam menjalankan profesinya. Dari berbagai berita di atas, dideteksi bahwa masih adanya hal-hal yang menguji keprofesionalitasan para *underwriter* dalam bekerja, yang membuat reputasi para *underwriter* belum terbentuk secara baik.

Selain itu, mengatur rencana penggunaan modal yang nanti akan terkumpul dari IPO, juga hal yang tidak kalah penting. Tidak sedikit perusahaan yang menggunakan sebagian besar dana hasil IPO-nya untuk membayar utang. Hal ini mereka lakukan untuk menurunkan rasio utang (*leverage* keuangannya) yang salah satunya diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Hal ini yang dilakukan oleh PT Waskita Karya saat IPO,

“Dari aksi ini, Waskita menargetkan dana segar sebesar Rp 968,95 miliar-Rp 1,24 triliun. Nah, dari dana itu, sebesar 60% digunakan untuk menurunkan rasio utang. Maklum, *debt to equity ratio* (DER) Waskita cukup tinggi, per Juni 2012 sebesar 7,71 kali.”¹⁴

¹³ OJK Bekukan Ribuan Izin Broker dan "Underwriter", <http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2013/11/01/2043270/OJK.Bekukan.Ribuan.Izin.Broker.dan.Underwriter>, (Diakses 22 maret 2014)

¹⁴ Saham Waskita Masih Murah, <http://investasi.kontan.co.id/news/saham-waskita-masih-murah>, (Diakses 22 Maret 2014)

Dilihat dari informasi di atas, dapat dilihat dengan jelas tujuan utama Waskita melakukan IPO. Terlebih lagi rasio utang, yang digambarkan oleh DER, yang dimiliki Waskita terbilang cukup besar, sebesar 7,71 kali. Hal ini berarti Waskita memiliki utang 7 kali lebih besar dibandingkan ekuitas yang ia miliki. Angka ini menggambarkan besaran risiko dari perusahaan tersebut. Angka itu juga dianggap terlalu besar dari batas rasio utang (dalam hal ini DER) yang dianggap aman, yaitu 50% atau 0,5 kali seperti yang dituliskan dalam kontan.co.id “Semakin rendah DER perusahaan, semakin bagus kondisi perusahaan tersebut. Para analis menilai, tingkat DER yang aman adalah kurang dari 50%.”¹⁵

Selain itu, Waskita juga mematok harga saham perdana pada harga terendah dari harga yang pernah diperkirakan. Waskita bukan satu-satunya perusahaan yang melakukan IPO dengan tujuan utama membayar utang, ada beberapa perusahaan lain yang melakukan hal yang sama.

Dengan rasio utang yang tinggi, maka investor akan berpikir dua kali untuk membeli saham perusahaan tersebut karena tingkat kepastian dari return saham yang rendah, sehingga untuk memberikan gaya tarik atas saham yang dijualnya, perusahaan mengiming-imingi harga yang cukup murah. Hal ini sebagai sinyal yang diberikan kepada investor, bahwa ia akan mendapatkan *capital gain* saat menjual saham tersebut, karena nilai saham dipastikan naik.

¹⁵ “Rasio Leverage, http://personalfinance.kontan.co.id/main/investasi_pemula/read/63/Rasio-Leverage, (Diakses 12 Mei 2014)

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah tersebut, dapat diidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi terjadinya *underpricing* adalah sebagai berikut:

1. Kondisi pasar modal tidak kondusif
2. Persentase saham yang ditahan emiten masih besar
3. Reputasi *Underwriter* yang kurang baik
4. *Leverage* keuangan yang masih tinggi

C. Pembatasan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah dan identifikasi masalah tersebut, maka penulis membatasi masalah yang diteliti, yaitu pengaruh reputasi *underwriter* yang diukur menggunakan variable *dummy* dengan melihat pemingkatan perusahaan *underwriter* yang dilakukan BEI dan leverage keuangan yang diukur dengan menggunakan *Debt Ratio* terhadap *underpricing* saham perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO).

D. Perumusan Masalah

Sesuai dengan latar belakang penelitian yang dikemukakan diatas maka penulis mencoba merumuskan masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah :

1. “Apakah terdapat hubungan reputasi *underwriter* dengan *underpricing* saham perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO)?”

2. “Apakah terdapat hubungan *leverage* keuangan (*Debt Ratio*) dengan *underpricing* saham perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO)?”
3. “Apakah terdapat hubungan reputasi *underwriter* dan *leverage* keuangan (*Debt Ratio*) dengan *underpricing* saham perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO)?”

E. Kegunaan Penelitian

Adapun kegunaan penelitian ini adalah dapat bermanfaat secara teoritis maupun secara praktis adalah sebagai berikut :

1. Manfaat Teoritis

Memberikan informasi dan kontribusi yang berguna untuk pengembangan penelitian pasar modal dan menambah pengetahuan terutama mengenai reputasi *underwriter* dan *leverage* keuangan serta hubungan keduanya dengan *underpricing* saham.

2. Manfaat Praktis

Dapat dijadikan masukan untuk membantu pihak manajemen perusahaan yang sedang mempertimbangkan untuk *go public* dan yang akan menawarkan saham perdana (IPO) pada pasar primer agar tepat dalam menentukan harga saham perdananya sehingga dapat menghindari terjadinya *underpricing* saham yang mengakibatkan tidak maksimalnya dana yang diperoleh.