



ANALISIS PENGARUH ATRIBUT *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP *UNDERPRICING* PADA *INITIAL PUBLIC* *OFFERINGS* (IPO) DI BURSA EFEK INDONESIA

Isti Nazilah Hidayati, Etna Nur Afri Yuyetta¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

The aim of this study is to examine the influence of corporate governance attributes like non-executive board size, non-executive board independent, non-executive board reputation, ownership concentration, and institutional ownership on the level of underpricing. This study used firm size, profitability, firm age, auditor reputation and underwriter reputation as control variable. The population in this study consists of all IPO firm in Indonesia Stock Exchange for the period 2006-2013. Sampling is done by using purposive sampling method. Total sample of this research is 114 companies that was underpriced on the IPO. This study used multiple regression analysis for hypotheses testing. The result of this study showed that all of the corporate governance attributes which was studied like non executive board size, non-executive board independent, non-executive board reputation, ownership concentration, and institutional ownership not proven significant effects on the level of underpricing.

Keywords: underpricing, corporate governance, initial public offerings, agency theory

PENDAHULUAN

Suatu perusahaan yang ingin mengembangkan perusahaannya menjadi lebih besar pasti menghadapi berbagai kendala. Salah satu kendala utama yang dihadapi perusahaan tersebut adalah kebutuhan modal atau pendanaan. Kebutuhan modal perusahaan dapat dipenuhi dengan beberapa alternatif sumber pendanaan, baik yang berasal dari internal maupun eksternal perusahaan. Sumber pendanaan internal perusahaan dapat berasal dari laba ditahan (Purbarangga, 2013). Sumber pendanaan eksternal perusahaan dapat dilakukan dengan cara utang atau dengan cara menerbitkan saham dan menawarkannya kepada publik, atau menjadi perusahaan yang *go public*.

Perusahaan yang memutuskan untuk menjadi *go public*, pada umumnya akan melakukan penawaran umum perdana yang disebut IPO (*Initial Public Offerings*). Pada penawaran umum perdana (IPO), perusahaan menawarkan sebagian porsi sahamnya kepada publik atau investor potensial.

Fenomena umum yang terjadi pada saat IPO di pasar modal berbagai negara, terlepas dari apakah pasar tersebut berada di negara maju atau negara berkembang adalah *underpricing* (Ritter, *et al.* dalam Islam *et al.*, 2010). *Underpricing* mengacu pada *return* saham yang dialami selama hari perdagangan awal di pasar sekunder, yang dapat menurunkan modal yang diterima oleh perusahaan yang melakukan IPO (Lin dan Chuang, 2011).

Rock (1986) menjelaskan bahwa *underpricing* terjadi karena adanya asimetri informasi antara emiten dan investor potensial, sehingga harga saham yang rendah ditawarkan oleh perusahaan untuk menarik investor. Selain itu, Leland dan Pyle (1977) berpendapat bahwa *underpricing* digunakan oleh perusahaan untuk memberi sinyal atas kualitas penerbitan sahamnya.

Penelitian mengenai *underpricing* di Indonesia sudah banyak dilakukan dengan menggunakan berbagai aspek yang menjadi sinyal atas kualitas penerbitan saham perusahaan seperti proporsi saham yang ditahan perusahaan, reputasi *underwriter*, reputasi auditor, dan kinerja keuangan. Namun penelitian mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap *underpricing* masih sangat jarang diteliti.

¹ Corresponding author

Corporate governance memainkan peranan penting dalam mengurangi masalah agensi, baik antara manajer dan pemegang saham atau antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas, sehingga dapat menurunkan asimetri informasi yang terjadi. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa *corporate governance* dapat digunakan untuk mengurangi masalah agensi dengan cara melakukan pengawasan baik secara internal maupun eksternal.

Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah atribut *corporate governance* seperti ukuran dewan komisaris, independensi dewan komisaris, reputasi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan institusional mempengaruhi tingkat *underpricing* pada saat *initial public offerings* (IPO) di Bursa Efek Indonesia.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori yang dapat menjelaskan fenomena *underpricing* yang terjadi pada saat IPO adalah teori agensi dan teori sinyal. Teori agensi (*agency theory*) adalah teori yang menjelaskan hubungan antara prinsipal dan agen. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan agensi sebagai kontrak di mana satu orang atau lebih (prinsipal) melibatkan orang lain (agen) untuk melakukan jasa tertentu atas nama mereka yang meliputi pendelegasian beberapa wewenang pengambilan keputusan oleh agen. Hubungan agensi yang dapat digambarkan dari kondisi tersebut adalah antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen. Ketika pemegang saham memberikan kepercayaan kepada manajer, dapat timbul masalah yang disebabkan oleh perilaku manajer yang tidak selaras dengan kepentingan pemegang saham.

Masalah agensi yang timbul dapat menyebabkan adanya asimetri informasi. Asimetri informasi (*information asymmetry*) terjadi ketika semua keadaan tidak diketahui oleh kedua belah pihak. Hal tersebut menyebabkan konsekuensi tertentu tidak dipertimbangkan baik oleh pemegang saham maupun manajer, sehingga perusahaan yang melakukan IPO akan menawarkan harga saham yang rendah untuk menarik investor (Rock, 1986).

Oleh karena itu, *corporate governance* memainkan peran penting dalam mengurangi masalah agensi yang terjadi. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa *corporate governance* dapat digunakan untuk mengurangi masalah agensi dengan cara melakukan pengawasan baik secara internal maupun eksternal.

Teori sinyal (*signaling theory*) menjelaskan karena adanya asimetri informasi antara emiten dan calon investor, perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO akan memberikan sinyal untuk menunjukkan kualitas unggul perusahaannya (Leland dan Pyle, 1977). Oleh karena itu, menurut Allen dan Faulhaber (1989) perusahaan memberikan sinyal atas kualitas perusahaannya dengan cara melakukan *underpricing* atau menetapkan harga penawaran yang rendah pada saat IPO.

Filatotchev dan Bishop (2002) menjelaskan bahwa *underpricing* menunjukkan pemindahan kekayaan langsung dari emiten kepada investor, namun selain dengan penetapan harga saham yang rendah, kondisi tersebut juga dapat dicegah dengan sejumlah sinyal dari atribut tata kelola perusahaan yang dapat menunjukkan nilai perusahaan yang potensial seperti kepemilikan saham yang ditahan oleh perusahaan (McBain dan Krause, Mikkelsen *et al.*, dalam Darmadi dan Randy Gunawan, 2013) dan struktur dewan (Certo *et al.*, 2001, Higgins dan Gulati, 1999). Sinyal atas nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan struktur dewan dan kepemilikan perusahaan tersebut dapat menurunkan asimetri informasi antara perusahaan yang melakukan IPO, *underwriter*, dan investor (Certo *et al.*, 2001).

Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris terhadap *Underpricing* pada saat IPO

Ukuran dewan komisaris merupakan salah satu penentu penting dari tata kelola (*corporate governance*) yang efektif. Lipton dan Lorsch (1992) mengemukakan bahwa ukuran dewan yang kecil akan lebih efektif karena ukuran dewan yang lebih besar cenderung menyebabkan masalah koordinasi dan pengambilan keputusan. Jensen (1993) juga menjelaskan bahwa kecilnya ukuran dewan komisaris akan lebih efektif karena dapat memberikan pemantauan yang lebih baik dan dapat menurunkan biaya koordinasi. Ketika ukuran dewan komisaris menjadi terlalu besar, dewan akan lebih simbolis (Hermalin dan Weisbach, 2003).

Berdasarkan teori sinyal, jika ukuran dewan komisaris digunakan sebagai sinyal atas kualitas suatu perusahaan, maka tingkat *underpricing* akan berhubungan positif terhadap ukuran dewan komisaris. Oleh karena itu, semakin besar jumlah dewan komisaris yang ada di dalam suatu

perusahaan, semakin tinggi pula tingkat *underpricing* yang terjadi pada saat perusahaan melakukan IPO. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H1: Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap underpricing pada saat IPO.

Pengaruh Independensi Dewan Komisaris terhadap *Underpricing* pada saat IPO

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa dewan yang dikuasai oleh pihak luar dapat membantu mengurangi masalah agensi. Hal tersebut terjadi karena pengawasan terhadap manajemen dapat lebih efektif, sehingga kekayaan perusahaan tidak diambil alih. Pada perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi, pihak independen dalam dewan komisaris juga diharapkan dapat mengendalikan peluang perilaku pemegang saham pengendali dengan cara mengorbankan pemegang saham lainnya (Shleifer dan Vishny, 1997).

Dewan komisaris yang independen dapat mengurangi masalah agensi antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham lainnya (Lin dan Chuang, 2011). Selain itu, dewan komisaris yang independen juga dapat mengurangi asimetri informasi dengan menyampaikan informasi mengenai nilai perusahaan kepada calon investor pada saat IPO. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H2: Independensi dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap underpricing pada saat IPO.

Pengaruh Reputasi Dewan Komisaris terhadap *Underpricing* pada saat IPO

Fama dan Jensen (1983) menyatakan bahwa dewan komisaris yang memiliki keanggotaan dewan pada perusahaan lain dapat menjadi sinyal atas kualitas dewan komisaris pada perusahaan tersebut. Dewan komisaris yang juga memegang keanggotaan sebagai dewan komisaris di luar perusahaan memiliki dampak negatif dalam penilaian investor terhadap kualitas perusahaan. Investor potensial merasa bahwa dewan komisaris yang memiliki jabatan dewan yang banyak cenderung terganggu dalam hal intensitas pengawasannya yang menjadi sulit dan jarang.

Reputasi dewan yang ditunjukkan dengan jumlah keanggotaan dewan komisaris pada perusahaan lain dapat menjadi sinyal bagi calon investor mengenai nilai perusahaan. Calon investor akan menilai bahwa dewan komisaris tidak mampu memberikan pengawasan yang cukup dalam perusahaan yang melakukan IPO karena keanggotaannya di perusahaan lain. Oleh karena itu, perusahaan yang melakukan IPO tidak perlu menetapkan sinyal lain dengan cara menetapkan harga penawaran yang rendah pada saat IPO. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H3: Reputasi dewan komisaris berpengaruh positif terhadap underpricing pada saat IPO.

Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan terhadap *Underpricing* pada saat IPO

Kepemilikan saham yang terkonsentrasi dapat menyebabkan perilaku pemegang saham pengendali berusaha memperoleh keuntungan pribadi, yang menyebabkan biaya untuk pemegang saham minoritas (Shleifer dan Vishny, 1997). Demsetz dan Lehn (1985) juga menunjukkan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi dapat menyebabkan kinerja buruk perusahaan karena adanya wewenang pengambilan keputusan yang besar.

Pemegang saham pengendali dapat memilih untuk merendahkan harga sahamnya pada saat IPO guna menghindari kepemilikan saham baru yang besar. Oleh karena itu, tingginya konsentrasi kepemilikan saham pada perusahaan yang melakukan IPO akan meningkatkan tingginya tingkat *underpricing* yang terjadi. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H4: Konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap underpricing pada saat IPO.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap *Underpricing* pada saat IPO

Kepemilikan institusional dalam perusahaan menyebabkan peningkatan nilai perusahaan karena adanya pengawasan yang lebih efektif. Gillan dan Starks (2003) menjelaskan bahwa investor institusional memainkan peran penting dalam meningkatkan tata kelola perusahaan di seluruh dunia. Sumber daya dan keahlian yang mereka miliki membuat investor institusional memiliki insentif yang lebih kuat untuk mengawasi manajemen.

Claessens dan Fan (2003) berpendapat bahwa kepemilikan institusional dapat meningkatkan praktik tata kelola perusahaan pada perusahaan-perusahaan Asia Timur karena perannya dalam mengurangi masalah keagenan antara investor pengendali dan investor lainnya yang muncul karena adanya konsentrasi kepemilikan yang tinggi. Kehadiran investor institusional dalam perusahaan juga dapat mengurangi asimetri informasi antara emiten dan calon investor baru, sehingga emiten tidak perlu menetapkan harga penawaran yang rendah pada saat IPO. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H5: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap underpricing pada saat IPO.

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *underpricing* yang diukur menggunakan *initial return* saham yaitu perhitungan harga penutupan pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder dikurangi harga penawaran dan dibagi dengan harga penawaran (Certo *et al.*, 2001). Variabel independen dalam penelitian ini terdiri dari ukuran dewan komisaris, independensi dewan komisaris, reputasi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan institusional. Variabel ukuran dewan komisaris diukur dengan jumlah dewan komisaris yang ada di dalam perusahaan yang melakukan IPO. Independensi dewan komisaris diukur dengan proporsi jumlah dewan komisaris independen di dalam perusahaan yang melakukan IPO. Reputasi dewan komisaris diukur dengan jumlah jabatan dewan komisaris yang juga dimilikinya pada perusahaan lain pada saat IPO. Konsentrasi kepemilikan diukur dengan proporsi saham yang dikuasai oleh pemegang saham terbesar pada saat IPO. Kepemilikan institusional diukur dengan proporsi saham yang dikuasai oleh investor institusional pada saat IPO.

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan (*firm size*), profitabilitas, umur perusahaan, reputasi auditor, dan reputasi *underwriter*. Ukuran perusahaan diukur dengan nilai buku dari total aset yang dimiliki perusahaan pada saat IPO. Profitabilitas diukur dengan menggunakan ROA (*Return on Asset*). Umur perusahaan dihitung sejak tanggal penggabungan (perusahaan didirikan) hingga tanggal IPO (David dalam Islam *et al.*, 2010). Reputasi auditor diukur dengan menggunakan variabel dikotomis (*dummy*), di mana nilai 1 diberikan jika perusahaan yang melakukan IPO diaudit oleh KAP yang termasuk dalam *The Big Four* (Ernst&Young, PricewaterhouseCoopers, KPMG, dan Deloitte), dan diberi nilai 0 jika sebaliknya. Reputasi *underwriter* diukur dengan menggunakan variabel dikotomis (*dummy*), di mana nilai 1 diberikan jika perusahaan yang melakukan IPO menggunakan *Top 5 Underwriter* (Danatama Makmur, Danareksa Sekuritas, Bahana Securities, Mandiri Sekuritas, dan Credit Suisse) yang diberi ranking berdasarkan nilai sekuritas yang diterbitkan hingga periode sampel menurut *Bloomberg*, dan diberi nilai 0 jika sebaliknya.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2013. Sampel dalam penelitian ditentukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu penentuan sampel dari populasi yang ada berdasarkan kriteria tertentu. Kriteria penentuan sampel yang digunakan dalam penelitian adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan telah melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia sejak Januari 2006 hingga Desember 2013 dan mengalami *underpricing*.
2. Tersedia data mengenai harga penawaran dan harga penutupan pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder.
3. Data mengenai tata kelola perusahaan yang dibutuhkan dalam penelitian tersedia dalam prospektus secara lengkap dan memenuhi kriteria pengujian.
4. Tersedia data keuangan perusahaan sebelum perusahaan tersebut melakukan IPO serta tidak memiliki laba negatif.

Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis pada penelitian ini adalah analisis regresi berganda. Persamaan regresinya adalah sebagai berikut :

$$UND = \alpha + \beta_1 B_SIZE + \beta_2 B_IND + \beta_3 B_REP + \beta_4 OWN_CON + \beta_5 INST_OWN + \beta_6 F_SIZE + \beta_7 ROA + \beta_8 F_AGE + \beta_9 REP_AUD + \beta_{10} REP_UNDW + \varepsilon$$

Dimana :

UND	:	<i>Underpricing</i>
α	:	Konstanta
B_SIZE	:	Ukuran dewan komisaris
B_IND	:	Independensi dewan komisaris
B_REP	:	Reputasi dewan komisaris
OWN_CON	:	Konsentrasi kepemilikan
INST_OWN	:	Kepemilikan institusional
F_SIZE	:	Ukuran perusahaan
ROA	:	Profitabilitas perusahaan
F_AGE	:	Umur perusahaan
REP_AUD	:	Reputasi auditor
REP_UNDW	:	Reputasi <i>underwriter</i>
ε	:	<i>Error term</i>

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel Penelitian

Berdasarkan sampel yang telah dikumpulkan, diperoleh 137 perusahaan yang mengalami *underpricing* pada tahun 2006-2013. Sampel diseleksi dengan menggunakan metode *purposive sampling* sehingga perusahaan yang digunakan dalam penelitian berjumlah 114. Rincian penentuan sampel dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 1
Prosedur Kriteria Pemilihan Sampel

Kriteria Sampel	Jumlah Sampel
Perusahaan yang IPO di BEI Tahun 2006-2013	168
Perusahaan yang dikeluarkan dari sampel karena tidak mengalami <i>underpricing</i>	(31)
Perusahaan yang dikeluarkan dari sampel, karena :	
-Harga Penutupan tidak diketahui	(9)
-Data mengenai variabel yang diteliti tidak tersedia	(8)
-Mengalami kerugian (ROA negatif)	(6)
Total Sampel	114

Total sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah 114 perusahaan yang terdiri dari 10 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2006, 24 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2007, 8 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2008, 6 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2009, 18 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2010, 15 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2011, 19 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2012, dan 14 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2013.

Deskripsi Variabel

Variabel yang digunakan dalam analisis statistik deskriptif adalah UND sebagai ukuran tingkat *underpricing*, B_SIZE (ukuran dewan komisaris), B_IND (independensi dewan komisaris), dan B_REP (reputasi dewan komisaris), OWN_CON (konsentrasi kepemilikan), dan INST_OWN (kepemilikan institusional) sebagai variabel independen, serta F_SIZE (ukuran perusahaan), ROA (profitabilitas), F_AGE (umur perusahaan), REP_AUD (reputasi auditor), dan REP_UNDW (reputasi *underwriter*) sebagai variabel kontrol. Analisis statistik deskriptif pada penelitian ini ditunjukkan pada tabel 2.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maksimum	Mean	Standar Deviasi
UND	114	0.93800	128.571	31.1023478	27.11141870
B_SIZE	114	2	8	3.61	0.1347
B_IND	114	0	0.667	0.39780	0.110109
B_REP	114	0	37	5.61	6.567
OWN_CON	114	0.219	1	0.76518	0.235766
INST_OWN	114	0.000	1	0.73339	0.402077
F_SIZE	114	22185	48702375	3940002.54	8113278.531
ROA	114	0	50.60	5.0293	6.21063
F_AGE	114	2	75	18.75	13.631
REP_AUD	114	0	1	0.32	0.467
REP_UNDW	114	0	1	0.34	0.477

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2015

Berdasarkan output tampilan SPSS diatas, dari jumlah sampel N atau jumlah total data setiap variabel adalah 114 perusahaan selama periode 2006-2013. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *underpricing* yang diukur dengan *initial return* (UND), yaitu harga penutupan hari pertama saham di pasar sekunder dikurangi harga penawaran kemudian dibagi dengan harga penawaran. Tingkat *underpricing* (UND) mempunyai nilai terendah 0.93800 dan nilai tertinggi sebesar 128.57100. Rata-rata tingkat *underpricing* sebesar 31.1023478 dan deviasi standarnya 27.11141870. Deviasi standar lebih kecil dibandingkan nilai rata-ratanya, hal ini menunjukkan bahwa variabel *underpricing* memiliki variasi sebaran data yang sempit.

Ukuran dewan komisaris (B_SIZE) mempunyai nilai terendah 2 dan nilai tertinggi sebesar 8. Rata-rata ukuran dewan sebesar 3.61 dan deviasi standarnya 1.347. Deviasi standar lebih kecil dibandingkan nilai rata-ratanya, hal ini menunjukkan bahwa variabel ukuran dewan komisaris memiliki variasi sebaran data yang sempit. Secara umum, jumlah anggota dewan komisaris yang ada di dalam perusahaan yang melakukan IPO pada periode 2006 sampai 2013 adalah 3.61 yang dibulatkan menjadi 4 orang.

Proporsi dewan komisaris yang independen (B_IND) mempunyai nilai terendah 0 dan nilai tertinggi sebesar 0.6670. Rata-rata proporsi dewan komisaris yang independen sebesar 0.39780 dan deviasi standarnya 0.110109. Deviasi standar lebih kecil dibandingkan nilai rata-ratanya, hal ini menunjukkan bahwa variabel independensi dewan komisaris memiliki variasi sebaran data yang sempit. Secara umum, proporsi dewan komisaris yang independen di dalam perusahaan yang melakukan IPO pada periode 2006 sampai 2013 adalah 0.39780 atau 39,78%.

Reputasi dewan komisaris (B_REP) mempunyai nilai terendah 0 dan nilai tertinggi sebesar 37. Rata-rata reputasi dewan sebesar 5.61 dan deviasi standarnya 6.576. Deviasi standar lebih besar dibandingkan nilai rata-ratanya, hal ini menunjukkan bahwa variabel reputasi dewan komisaris memiliki variasi sebaran data yang luas. Jumlah keanggotaan dewan komisaris yang dimiliki oleh anggota dewan komisaris pada perusahaan lain rata-rata sebesar 5.61 yang dibulatkan menjadi 6. Hal tersebut menunjukkan bahwa secara umum anggota dewan komisaris pada perusahaan yang melakukan IPO periode 2006 sampai 2013 juga memiliki jabatan sebagai anggota dewan komisaris pada 6 perusahaan lain.

Konsentrasi kepemilikan saham (OWN_CON) mempunyai nilai terendah 0.219 dan nilai tertinggi sebesar 1. Rata-rata konsentrasi kepemilikan saham sebesar 0.76518 dan deviasi standarnya 0.235766. Deviasi standar lebih kecil dibandingkan nilai rata-ratanya, hal ini menunjukkan bahwa variabel konsentrasi kepemilikan memiliki variasi sebaran data yang sempit. Proporsi saham yang dikuasai oleh pemegang saham terbesar pada perusahaan yang melakukan IPO pada periode 2006 sampai 2013 rata-rata sebesar 0.76518 atau 76,518%. Hal tersebut menunjukkan bahwa secara umum, saham yang dimiliki perusahaan lebih terkonsentrasi dan pemegang saham terbesar menguasai lebih dari 50% saham perusahaan-perusahaan tersebut.

Kepemilikan institusional (INST_OWN) mempunyai nilai terendah 0 dan nilai tertinggi sebesar 1.000 Rata-rata kepemilikan institusional sebesar 0.73339 dan deviasi standarnya 0.402077. Deviasi standar lebih kecil dibandingkan nilai rata-ratanya, hal ini menunjukkan bahwa variabel

kepemilikan institusional memiliki variasi sebaran data yang sempit. Proporsi saham yang dikuasai oleh investor institusional pada perusahaan yang melakukan IPO periode 2006 sampai 2013 rata-rata sebesar 0.73339 atau 73,339%. Hal tersebut menunjukkan bahwa secara umum proporsi saham perusahaan yang dikuasai oleh investor institusional cukup tinggi karena menguasai lebih dari 50% saham perusahaan-perusahaan tersebut.

Variabel kontrol pertama dalam penelitian adalah ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan (F_SIZE) mempunyai nilai terendah 22.185 (dalam jutaan rupiah) dan nilai tertinggi sebesar 48.702.375 (dalam jutaan rupiah). Rata-rata ukuran perusahaan sebesar 3.940.002,54 dan deviasi standarnya 8.113.278,531. Selanjutnya, Profitabilitas (ROA) mempunyai nilai terendah 0 dan nilai tertinggi sebesar 50,60. Rata-rata profitabilitas sebesar 5.0293 dan deviasi standarnya 6.21063. Umur perusahaan (F_AGE) mempunyai nilai terendah 2 dan nilai tertinggi sebesar 75. Rata-rata umur perusahaan sebesar 18.75 dan deviasi standarnya 13.631. Reputasi auditor (REP_AUD) menggunakan variabel *dummy* sehingga mempunyai nilai terendah 0 dan nilai tertinggi sebesar 1. Rata-rata reputasi auditor sebesar 0.32 dan deviasi standarnya 0.467. Reputasi *underwriter* (REP_UNDW) juga menggunakan variabel *dummy* sehingga mempunyai nilai terendah 0 dan nilai tertinggi sebesar 1. Rata-rata reputasi auditor sebesar 0.34 dan deviasi standarnya 0.477.

Pembahasan Hasil Penelitian

Hasil pengujian terhadap asumsi klasik menunjukkan bahwa model regresi telah memenuhi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas. Setelah diketahui bahwa model regresi telah memenuhi uji asumsi klasik, maka selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menguji model persamaan secara parsial terhadap masing-masing variabel independen dan variabel kontrol dengan menggunakan analisis regresi berganda. Hasil pengujian hipotesis dapat dilihat pada tabel 3.

Tabel 3
Hasil Uji Hipotesis

Variabel	t	Nilai Signifikansi ($\alpha=10\%$)
B_SIZE	-0.638	0.525
B_IND	-0.121	0.904
B_REP	-1.324	0.188
OWN_CON	-0.614	0.541
INST_OWN	0.643	0.521
F_SIZE	-1.302	0.196
ROA	-0.835	0.406
F_AGE	-1.775	0.079
REP_AUD	-2.001	0.048
REP_UNDW	-1.741	0.085

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2015

Berdasarkan hasil pengujian pengaruh ukuran dewan komisaris terhadap *underpricing* pada tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi variabel B_SIZE sebesar 0.525 lebih besar dari 0.10. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel ukuran dewan komisaris secara statistik tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing* pada saat IPO di Bursa Efek Indonesia. Dengan demikian **hipotesis 1 ditolak**. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kurniasih dan Santoso (2008) serta Yatim (2011). Kurniasih dan Santoso (2008) menyatakan bahwa banyaknya jumlah dewan komisaris dinilai tidak efektif oleh pasar. Banyaknya jumlah dewan komisaris yang dimiliki oleh perusahaan tidak dinilai investor sebagai sinyal atas keefektifan pengawasan perusahaan. Hal tersebut mengindikasikan bahwa jumlah dewan komisaris yang ada di dalam perusahaan kurang mampu menjelaskan tingkat *underpricing* yang terjadi.

Berdasarkan hasil pengujian pengaruh independensi dewan komisaris terhadap *underpricing* pada tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi variabel B_IND sebesar 0.904 lebih besar dari 0.10. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel independensi dewan komisaris secara statistik tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing* pada saat IPO di Bursa

Efek Indonesia. Dengan demikian **hipotesis 2 ditolak**. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yatim (2011) yang gagal menemukan pengaruh dari variabel independensi dewan komisaris terhadap *underpricing*. Peraturan BEJ tanggal 1 Juli 2000 (dalam Sasongko, 2014) menjelaskan bahwa perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek harus mempunyai independensi dewan komisaris yang proporsinya disyaratkan sebesar 30% dari seluruh anggota dewan komisaris. Hal tersebut mengindikasikan bahwa adanya peraturan mengenai proporsi minimum dewan komisaris yang independen di dalam perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia secara umum telah dipatuhi oleh perusahaan. Oleh karena itu, adanya dewan komisaris yang independen di dalam perusahaan tidak mampu meyakinkan investor bahwa pengawasan dapat lebih efektif.

Berdasarkan hasil pengujian pengaruh reputasi dewan komisaris terhadap *underpricing* pada tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi variabel B_REP sebesar 0.188 lebih besar dari 0.10. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel reputasi dewan komisaris secara statistik tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing* pada saat IPO di Bursa Efek Indonesia. Dengan demikian **hipotesis 3 ditolak**. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sumiyana (2008) yang meneliti tentang pengaruh reputasi manajemen puncak dan dewan komisaris terhadap penilaian investor pada perusahaan yang melakukan IPO. Sumiyana (2008) menjelaskan bahwa adanya keahlian dan pengalaman dewan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap penilaian investor. Hal tersebut mengindikasikan bahwa investor tidak melihat keahlian dan pengalaman dewan komisaris sebagai sinyal atas kualitas dewan dalam perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap *underpricing* pada tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi variabel OWN_CON sebesar 0.541 lebih besar dari 0.10. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel konsentrasi kepemilikan secara statistik tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing* pada saat IPO di Bursa Efek Indonesia. Dengan demikian **hipotesis 4 ditolak**. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Vankatesh dan Neupane (2005) serta Darmadi dan Randy Gunawan (2013) yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan kurang mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap *underpricing* pada perusahaan-perusahaan IPO di Indonesia karena proporsi penawaran saham perusahaan kepada publik pada saat IPO pada umumnya cukup rendah. Martani dalam Darmadi dan Randy Gunawan (2013) melaporkan bahwa proporsi saham yang ditawarkan kepada publik oleh perusahaan IPO Indonesia rata-rata hanya 24%, sehingga konsentrasi kepemilikan saham tidak akan jauh berbeda dengan kondisi sebelum IPO. Oleh karena itu, kepemilikan saham yang terkonsentrasi kurang mampu menjadi sinyal atas kualitas perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia.

Berdasarkan hasil pengujian pengaruh kepemilikan institusional terhadap *underpricing* pada tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi variabel INST_OWN sebesar 0.521 lebih besar dari 0.10. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional secara statistik tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing* pada saat IPO di Bursa Efek Indonesia. Dengan demikian **hipotesis 5 ditolak**. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kurniasih dan Santoso (2008) yang tidak menemukan hubungan yang signifikan antara kepemilikan institusional dengan *underpricing*. Kurniasih dan Santoso (2008) menjelaskan bahwa tidak signifikannya pengaruh tersebut dikarenakan pasar (calon investor) menilai investasi oleh institusional tersebut berfokus jangka pendek. Pada konteks IPO di Indonesia, adanya kepemilikan institusional dalam perusahaan tidak mampu menjadi sinyal bahwa pengawasan perusahaan akan lebih efektif. Oleh karena itu, adanya kepemilikan institusional dalam perusahaan belum mampu menjelaskan tingkat *underpricing* yang terjadi.

Berdasarkan table 3, nilai signifikansi variabel kontrol F_SIZE dan ROA sebesar 0.196 dan 0.406. Nilai signifikansi tersebut lebih besar dari 0,10. Hal tersebut menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dan profitabilitas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *underpricing* pada saat IPO di Bursa Efek Indonesia. Nilai signifikansi variabel F_AGE, REP_AUD, dan REP_UNDW sebesar 0.079, 0.048, dan 0.085 lebih kecil dari 0.10. Hal tersebut menunjukkan bahwa umur perusahaan, reputasi auditor dan reputasi *underwriter* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *underpricing* pada saat IPO di Bursa Efek Indonesia.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh atribut *corporate governance* terhadap *underpricing* pada saat IPO di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semua variabel independen yang terdiri dari ukuran dewan komisaris, independensi dewan komisaris, reputasi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan dan kepemilikan institusional tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing* pada saat IPO di Bursa Efek Indonesia pada periode 2006-2013.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah tidak ditemukannya beberapa data mengenai harga penutupan saham pada hari pertama di pasar sekunder sehingga *initial return* yang diperoleh investor tidak dapat diketahui. Selain itu, terdapat beberapa perusahaan yang tidak menyajikan informasi yang dibutuhkan dalam penelitian sehingga jumlah sampel menjadi terbatas. Kemampuan variabel independen dalam menjelaskan *underpricing* pada penelitian ini hanya sebesar 21% yang menunjukkan bahwa 79% tingkat *underpricing* dijelaskan oleh variabel lainnya.

Berdasarkan keterbatasan tersebut, untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk menambah referensi sumber data mengenai harga penutupan saham dan data lainnya, agar sampel tidak berkurang dan hasil penelitian dapat menjelaskan *underpricing* secara lebih baik. Selanjutnya, penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan atribut *corporate governance* yang berbeda atau menambahkan atribut *corporate governance* yang lain seperti kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing, kepemilikan manajerial dan atribut lainnya sehingga dapat menghasilkan kesimpulan penelitian yang lebih baik.

REFERENSI

- Allen, F. dan Faulhaber, G.R. 1989. "Signalling by underpricing in the IPO market." *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, h. 303-323.
- Certo, S.T., Daily, C.M. and Dalton, D.R. 2001. "Signalling firm value through board structure: an investigation of initial public offerings." *Entrepreneurship Theory & Practice*, Vol. 26, h. 33-50.
- Darmadi, Salim dan Randy Gunawan. 2013. "Underpricing, Board Structure, and Ownership : An Empirical Examination of Indonesian IPO Firms." *Managerial Finance Journal*, Vol. 39 No. 2, h. 181-199.
- Demsetz, H. dan Lehn, K. 1985. "The structure of corporate ownership: causes and consequences." *Journal of Political Economy*, Vol. 93 No. 6, h. 1155-1177.
- Fama, E.F. dan Jensen, M.C. 1983. "Separation of ownership and control." *Journal of Law & Economics*, Vol. 26 No. 2, h. 301-325.
- Filatotchev, I. dan Bishop, K. 2002. "Board composition, share ownership, and 'underpricing' of U.K. IPO firms." *Strategic Management Journal*, Vol. 23 No. 10, h. 941-955.
- Gozali, Imam. 2012. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 20*. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Islam, Md. Ainul, Ruhani Ali, dan Zamri Ahmad. 2010. "An Empirical Investigation of the Underpricing of Initial Public Offerings in the Chittagong Stock Exchange." *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 2 No. 4 h. 36-46.
- Jensen, Michael C. dan William H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, h. 305-360.
- Kurniasih, Lulus dan Arif Lukman Santoso. 2008. "Bukti Empiris Fenomena *Underpricing* dan Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance*." *Jurnal Ekonomi dan Kewirausahaan*, Vol. 8 No. 1, h. 1-15.
- Leland, H.E. and Pyle, D.H. 1977. "Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation". *The Journal of Finance*, Vol. 32 No. 2, h. 371-387.
- Lin, C.P. and Chuang, C.M. 2011. "Principal-principal conflicts and IPO pricing in an emerging economy." *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 19 No. 6, h. 585-600.
- Lipton, M. and Lorsch, J.W. 1992. "A modest proposal for improved corporate governance." *Business Lawyer*, Vol. 48, h. 59-77.



- Purbarangga, Ade. 2013. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Underpricing* pada Penawaran Umum Saham Perdana". *Skripsi*. Universitas Diponegoro.
- Rock, K. 1986. "Why new issues are underpriced." *Journal of Financial Economics*, Vol. 15 Nos 1/2, h. 187-212.
- Sasongko, Bangkit. 2014. "Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan terhadap Tingkat *Underpricing* pada Penawaran Umum Perdana Saham". *Skripsi*. Universitas Diponegoro.
- Shleifer, A. dan Vishny R.W. 1997. "A survey of corporate governance", *The Journal of Finance*, Vol. 52, h. 737-783.
- Sumiyana, Rias Aini. 2008. "Pengaruh Reputasi Manajemen Puncak dan Dewan Komisaris terhadap Penilaian Investor pada Perusahaan yang Melakukan IPO". *Skripsi*. Universitas Indonesia.
- Venkatesh, S. and Neupane, S. 2005. "Does Ownership Structure Affect IPO Underpricing: Evidence from Thai IPOs". *Paper disajikan pada Asian Institute of Technology*, Bangkok.
- Yatim, Puan. 2011. "Underpricing and board structures: an investigation of Malaysian initial public offerings (IPOs)." *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Vol. 7 No. 1, h. 73- 93.