

Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia  
Volume 5 - Nomor 2, Desember 2008

## **PENGARUH REPUTASI MANAJEMEN PUNCAK DAN DEWAN KOMISARIS TERHADAP PENILAIAN INVESTOR PADA PERUSAHAAN YANG MELAKUKAN IPO**

**Rias Aini  
Sumiyana**

*Universitas Gadjah Mada*  
rias\_euy@yahoo.com

### **Abstract**

*This research empirically examines the influence of reputation of top management and board of commissioner (BOC) on firm value. Top management has a primary role as a strategic decision maker in a firm. Its actions and characteristics specifically influence the organization's outcomes. The main duty of BOC is to ensure that managerial decisions are consistent with shareholders goals. One indicator of top management and BOC's competency and skill is reputation. The purpose of the study is to investigate the influence of reputation of top management and BOC on firm value at the Initial Public Offering (IPO). Its effect is through a largely symbolic role to enhance organizational legitimacy and it provides a signal to potential investors about the firm's prospect. The samples include 59 firms undertaking IPO in the Jakarta Stock Exchange (JSX) during 1999-2006. This study employs three characteristics of reputation: education background, previous experiences and corporate board experiences. This study finds that education background has a positive association with investor valuation. Previous experiences and corporate board experiences do not have significant association with investor valuation.*

**Keywords:** *top management, board of commissioner, signaling, reputation, investor valuation*

### **PENDAHULUAN**

IPO adalah suatu proses membawa perusahaan yang semula merupakan perusahaan *private* menjadi perusahaan publik. Tujuan utama IPO adalah untuk

mendapatkan modal tambahan bagi perusahaan. Pada saat perusahaan memutuskan untuk melakukan IPO, tidak terdapat harga pasar untuk saham perusahaan tersebut sampai dimulainya penjualan di pasar sekunder. Pada saat tersebut umumnya para investor memiliki informasi yang terbatas. Ketidakpastian dan informasi yang asimetris yang melanda perusahaan yang melakukan IPO (selanjutnya disebut perusahaan IPO) seringkali membuat para calon investor sulit untuk melihat legitimasi keorganisasian dan kualitas yang dimiliki perusahaan (Lester et al. 2006). Untuk mengurangi adanya *asymmetric information*, perusahaan diwajibkan menerbitkan prospektus, yang berfungsi sebagai media komunikasi antara emiten dan investor. Prospektus memuat rincian mengenai informasi serta fakta material mengenai penawaran umum emiten baik berupa informasi keuangan maupun informasi non-keuangan. Informasi yang diungkapkan dalam prospektus ini akan membantu investor untuk membuat keputusan yang rasional mengenai resiko dan nilai saham sesungguhnya yang ditawarkan emiten (Kim et al. 1995).

Menyadari pentingnya keberhasilan perusahaan untuk memperoleh modal tambahan pada saat IPO, inaka perusahaan IPO akan berusaha untuk dapat membuat para investor tertarik. Karena perusahaan IPO awalnya didirikan secara pribadi, maka para investor tidak dapat mengetahui bagaimana manajemen perusahaan akan menanggapi tekanan dan kerasnya perdagangan publik (Certo 2003). Untuk itu para manajer harus dapat meyakinkan para pengamat dan calon investor bahwa perusahaan mereka memiliki kemampuan potensial jangka panjang (Lester et al. 2006). Salah satu cara yang digunakan adalah dengan memberikan isyarat (*signal*). Mekanisme *signaling* digunakan oleh perusahaan untuk menunjukkan kepada calon investor mengenai nilai masa depan dari perusahaan tersebut. Karena sinyal pasar diyakini dapat mempengaruhi persepsi para investor tentang nilai masa depan perusahaan, maka nilai perusahaan perlu ditingkatkan ketika melakukan IPO (Spence 1973). Penelitian ini mengukur ekspektasi investor dengan menghitung selisih yang terjadi antara nilai nominal saham dengan harga penutupan hari pertama saham diperdagangkan di pasar sekunder. Selisih tersebut mencerminkan penilaian investor atas kemampuan perusahaan IPO dalam memberikan sinyal positif.

George dan Jones (1999) menyatakan bahwa manajemen puncak merupakan tim manajemen di tingkat atas yang bertanggung jawab dalam mengarahkan perusahaan secara keseluruhan dan mengkoordinasi semua fungsi utama sehingga cita-cita perusahaan dapat tercapai. Manajemen puncak bertanggung jawab menentukan pengarahannya strategik dan keberhasilan masa depan perusahaan, mengelola kinerja serta mempengaruhi orang-orang di dalam dan di luar perusahaan sehingga tujuan-tujuan perusahaan dapat tercapai. Maka, kinerja perusahaan merupakan cerminan dari manajemen puncak (Hambrick dan Mason 1984; Finkelstein 1992). Salah satu

indikator keahlian dan kompetensi dari tim manajemen puncak adalah reputasi (D'Aveni 1990). Certo (2003) mengemukakan bahwa dewan komisaris juga berpengaruh dalam proses penilaian investor. Tugas utama dewan komisaris adalah mengawasi manajemen puncak dan memastikan bahwa keputusan manajerial yang dibuat konsisten dengan tujuan perusahaan.

Elemen manusia dapat mempengaruhi kesuksesan dan kelangsungan dari organisasi. D'Aveni (1990) menyatakan bahwa reputasi manajemen puncak mampu memberikan *signal* mengenai kualitas perusahaan dengan dua cara, yaitu dengan memfasilitasi hubungan interorganisasi dan menjalankan peran simbolik yang besar. Selanjutnya Certo (2003) menyatakan bahwa persepsi mengenai reputasi dewan pengurus diperoleh dari penjumlahan *human capital* dan *social capital* yang dimiliki dewan pengurus. Aspek fundamental dari *social capital* pada perusahaan yang baru berdiri terletak pada manajemen puncaknya (Cohen dan Dean 2002).

Hasil penelitian Trisnawati (1998) membuktikan bahwa informasi non-akuntansi dalam prospektus tidak digunakan para investor di Indonesia sebagai dasar pengambilan keputusan investasi. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Cohen dan Dean (2002) membuktikan bahwa informasi non-akuntansi berupa karakteristik manajemen puncak yang terdapat dalam prospektus memberikan pengaruh yang signifikan terhadap penilaian investor pada perusahaan IPO. Certo (2003) juga menemukan adanya hubungan yang signifikan antara reputasi dewan pengurus dan proses pengambilan keputusan yang dilakukan para investor pada saat membeli saham IPO.

Atas dasar penelitian-penelitian sebelumnya yang masih bertentangan, maka penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi informasi non-akuntansi khususnya pada kemampuan reputasi manajemen puncak dan dewan komisaris dalam mempengaruhi penilaian investor, yang diukur dengan imbal hasil awal (*initial return*) pada hari pertama perdagangan saham. Penginvestigasian terhadap fenomena ini berkaitan dengan klaim yang menyatakan bahwa mekanisme *signaling* digunakan oleh perusahaan untuk menunjukkan kepada calon investor mengenai nilai masa depan perusahaan serta reputasi yang melekat pada manajemen puncak dan dewan komisaris mampu mempengaruhi penilaian calon investor terhadap perusahaan ketika mereka memperhatikan informasi non-akuntansi perusahaan. Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Lester et al. (2006). Perbedaan dari penelitian terdahulu adalah penelitian ini mengambil sampel perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia dan rentang waktu penelitian adalah tujuh tahun yaitu tahun 1999 sampai dengan 2006.

Penelitian ini diharapkan dapat memberi manfaat bagi calon investor untuk menganalisis saham IPO pada saat keputusan investasi hendak dilakukan. Hasil

penelitian akan menunjukkan kecenderungan dalam imbal hasil awal saham terkait dengan informasi reputasi dewan komisaris dan direksi pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta untuk periode 1999 sampai dengan 2006.

## TELAAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Perusahaan IPO dan Legitimasi Keorganisasian

Teori legitimasi di dalam buku Deegan (2000) menegaskan bahwa:

*"Organizations continually seek to ensure that they operate within the bounds and norms of their respective societies, that is, they attempt to ensure that their activities are perceived by outside parties as being 'legitimate'. These bounds and norms are not considered to be fixed. But rather, change over time, thereby requiring the organization to be responsive to the environment in which they operate. Legitimacy Theory relies upon the notion that there is a 'social contract' between the organization in question and the society in which it operates."*

Teori tersebut menjelaskan bahwa suatu organisasi harus selalu berusaha untuk dapat meyakinkan lingkungan tempat organisasi tersebut beroperasi bahwa mereka dapat menjalankan dan bertanggung jawab atas kegiatan operasi sesuai dengan batasan-batasan dan norma-norma yang berlaku dan selalu merespon perubahan norma-norma tersebut yang dapat terjadi setiap waktu.

Suchman (1995) mengemukakan bahwa legitimasi organisasi diartikan sebagai suatu penilaian yang dibentuk oleh para pengamat bahwa penyesuaian diri yang dilakukan oleh perusahaan dapat diterima, perusahaan mampu membuat kebijaksanaan yang tepat, dan perusahaan dapat menjalankan aktivitas yang diinginkan. Perusahaan IPO belum memiliki kesempatan untuk menetapkan catatan kinerja yang konsisten di pasar dan mulai menanggung beban kewajiban atas lingkungan baru tersebut (Certo 2003). Karena itu, perusahaan seperti ini tidak memiliki legitimasi keorganisasian yang mencukupi untuk mengimbangi perdagangan saham di pasar sekunder. Legitimasi digambarkan sebagai suatu penerimaan terhadap organisasi oleh lingkungannya dan merupakan hal yang penting untuk kesuksesan dan kelangsungan hidup organisasi (Dowling dan Pfeffer 1975). Perusahaan besar lebih banyak memiliki hubungan sosial dan dukungan dari para pelaku dalam lingkungan eksternalnya. Oleh karena itu, mereka lebih memiliki legitimasi, sedangkan organisasi kecil harus berusaha lebih keras untuk mencapai legitimasi (Pfeffer dan Salancik 1978).

### Penilaian Investor

Penelitian yang dilakukan oleh Lester et al. (2006) mengandalkan kekuatan pasar sebagai ukuran atas penilaian investor yang digambarkan dengan persentase

selisih antara nilai buku dengan harga saham pada saat IPO atau harga penawaran. Harga penawaran merupakan hasil kesepakatan antara emiten dengan *underwriter*. Penelitian tersebut mengacu pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Certo et al. (2003) yang menyatakan bahwa harga penawaran adalah harga yang dibayarkan oleh investor institusi dan menentukan jumlah modal yang mampu diperoleh perusahaan IPO. Certo et al. (2003) juga menginvestigasi alternatif dependen variabel dengan mengganti harga penawaran dengan harga penutupan pada hari pertama saham IPO diperdagangkan. Pengukuran tersebut merupakan harga premium saham yang ditentukan oleh semua investor serta mengontrol *underpricing*, dan hasilnya tidak jauh berbeda dengan pengukuran variabel dependen yang menggunakan harga penawaran. Sedangkan penelitian yang membuktikan adanya *underpricing* pada saat IPO seperti yang dilakukan oleh Kasim Alli et al. (1994) yaitu menggunakan *initial return* sebagai variabel dependen. Ukuran besarnya *initial return* diperoleh dari prosentase selisih antara harga penutupan saham pada hari pertama saham diperdagangkan di pasar sekunder dengan harga penawaran di pasar perdana. Harga penawaran dan harga penutupan merupakan harga yang terbentuk di pasar dengan adanya faktor-faktor yang mempengaruhi *underwriter* maupun para investor ketika menilai saham IPO. Seperti yang dikemukakan oleh Hakimian (2005) pihak *underwriter* sebagai pihak yang memberikan jasa untuk menjual saham akan berusaha agar seluruh saham terjual, sehingga mereka akan berusaha menurunkan harga dengan meminta diskon kepada emiten. Sedangkan untuk mengukur besar kecilnya ekspektasi yang diberikan investor, penelitian ini menggunakan selisih antara nilai nominal saham yang merupakan nilai minimum yang harus disetor dan ditahan perusahaan dan mencerminkan nilai per lembar saham yang tidak terpengaruh oleh penilaian yang terbentuk karena asumsi maupun ekspektasi di pasar dengan harga penutupan yang mencerminkan penilaian yang merupakan harga premium yang ditentukan oleh para investor sehingga semakin signifikan selisih tersebut maka investor memiliki ekspektasi yang besar terhadap saham IPO. Penilaian investor terhadap saham IPO tercermin dari kinerja saham IPO. Certo (2003) mengusulkan bahwa pada perusahaan IPO sinyal legitimasi organisasi yang ditunjukkan akan secara positif mempengaruhi kinerja saham IPO. Dalam penelitian ini, kinerja saham IPO tergambarkan dari penilaian yang diberikan oleh para investor.

### ***Upper Echelon Theory***

Teori *upper echelons* pertama kali diperkenalkan oleh Hambrick dan Mason (1984). Teori ini menganggap konsep manajemen puncak sebagai pembuat keputusan strategik yang utama di dalam organisasi. Sehingga, keputusan strategik yang dibuat

pemimpin memiliki dampak secara langsung terhadap *outcomes* organisasi. Karena para eksekutif yang memiliki tanggung jawab atas organisasi secara keseluruhan, maka karakteristik mereka, apa yang mereka lakukan, dan bagaimana mereka melakukannya, secara khusus mempengaruhi *outcomes* organisasi (Finkelstein dan Hambrick 1996).

Dasar pikiran utama dari teori *upper-echelons* adalah pengalaman para eksekutif, nilai-nilai, dan *personality* berpengaruh besar terhadap interpretasi mereka pada situasi yang dihadapi serta mempengaruhi pilihan mereka. Fokus terhadap karakteristik manajemen puncak akan menghasilkan penjelasan yang kuat mengenai *outcomes* organisasi daripada fokus terhadap *top executive* secara individu. Penelitian ini mengikuti definisi yang diungkapkan oleh Finkelstein dan Hambrick (1996) bahwa tanggung jawab para pemimpin untuk fungsi stratejik perusahaan adalah direktur utama (CEO) dan para manajer yang melapor secara langsung kepada direktur utama (CEO). Kepemimpinan dari organisasi yang kompleks adalah dengan pembagian tugas, kesadaran bersama, kecakapan, dan interaksi dengan semua anggota manajemen puncak untuk menuju pada perilaku stratejik (Hambrick 2007).

### ***Signaling Legitimacy***

Reputasi dewan pengurus dihasilkan dari penilaian subjektif seseorang yang menghubungkan karakteristik objektif dewan pengurus. Certo (2003) menyimpulkan bahwa reputasi dewan pengurus merupakan penjumlahan dari keahlian, pengalaman, serta hubungan sosial yang dimiliki para dewan pengurus. Persepsi mengenai dewan pengurus diperoleh dari penjumlahan *human capital* dan *social capital* dari para dewan pengurus.

*Human capital* secara umum adalah keahlian dan kemampuan seseorang yang berguna dalam berbagai keadaan. Yang termasuk indikator dari *human capital* secara umum adalah tingkat pendidikan dan pengalaman bekerja di masa lalu (Becker 1975). Sedangkan, *social capital* adalah suatu atribut yang dimiliki oleh seorang individu dalam suatu konteks sosial (Bourdieu 1986). *Social capital* merupakan struktur sosial yang dimiliki oleh seseorang, yang bersumber dari hubungan sosial mereka. Elemen manusia dapat mempengaruhi kesuksesan dan kelangsungan dari organisasi, aspek fundamental dari *social capital* pada perusahaan yang baru berdiri terletak pada manajemen puncaknya (Cohen dan Dean 2002). Para direktur akan menggunakan jaringan kerja yang dimiliki untuk menjaga agar perusahaan selalu *up to date* dengan praktek-praktek dan prosedur-prosedur di berbagai perusahaan lainnya (Certo 2003).

Eisenhardt dan Scoonhoven (1990) menemukan bahwa karakteristik manajemen puncak seperti pengalaman bekerja bersama, ukuran manajemen puncak, dan pengalaman bekerja di industri yang berbeda berhubungan dengan pertumbuhan yang lebih cepat pada perusahaan baru berbasis teknologi. Tingkat pendidikan, hubungan sosial, dan pengalaman bekerja yang dimiliki manajemen puncak berhubungan dengan tingkat inovasi dalam perusahaan (Clark dan Smith 2002). Hal tersebut membuktikan bahwa *human capital* dan *social capital* yang dimiliki oleh manajemen puncak dapat mempengaruhi kesuksesan suatu perusahaan. Dalam penelitian ini, manajemen puncak dan dewan komisaris dianggap sebagai sekelompok individu yang memiliki *social capital* paling berpengaruh dalam perusahaan.

D'Aveni (1990) mendefinisikan reputasi sebagai kekayaan karena kepemilikan status. Kemudian, ia mengusulkan bahwa reputasi manajemen puncak memberikan isyarat kualitas perusahaan dalam dua cara, yakni dengan memfasilitasi hubungan antar organisasi dan menjalankan suatu peran simbolik besar. Secara khusus, manajemen puncak yang berwibawa lebih memiliki kemampuan untuk membuat suatu hubungan dengan orang lain dan organisasi lain karena pelaku lain tersebut kemungkinan memiliki status yang tinggi sebagai hasil dari afiliasi tersebut. Karena itu, manajemen puncak yang memiliki reputasi diyakini lebih dapat berpartisipasi dalam perkumpulan-perkumpulan penting dengan para bankir, investor, pemasok, dan pelanggan.

Kewibawaan manajemen puncak dan dewan komisaris juga mempengaruhi persepsi investor melalui peran simbolik yang besar. Hal tersebut didasarkan pada kepercayaan bahwa seseorang dianggap berasal dari nilai-nilai, keahlian, dan kemampuan yang berbeda untuk karakteristik seperti tingkat pendidikan, afiliasi, dan pengalaman. Hal ini konsisten dengan pernyataan D'Aveni (1990) bahwa "pergi ke sekolah yang tepat, memiliki pengalaman kerja yang mengagumkan dan berhubungan dengan orang yang tepat mengindikasikan status yang lebih tinggi, serta mampu mencapai jumlah reputasi dan *skills*".

Mengikuti penelitian-penelitian sebelumnya, penelitian ini mengusulkan bahwa reputasi manajemen puncak mempengaruhi legitimasi organisasi dengan dua cara. Pertama, reputasi manajemen puncak mempengaruhi hubungan antar organisasi. Dari perspektif institusi, hubungan ini memperluas jaringan kerja organisasi yang mewakili suatu cara penting organisasi menyesuaikan diri, khususnya tekanan-tekanan normatif dan kognitif (D'Aveni dan Kesner 1993). Kedua, reputasi manajemen puncak menjalani peran simbolik yang besar. Dengan dua cara tersebut, reputasi manajemen puncak memberikan suatu isyarat mulai dari perusahaan menyesuaikan diri dengan lingkungan dan sejak para investor

mampu mengambil kesimpulan dari isyarat-isyarat kemungkinan yang terjadi. Manajemen puncak dan dewan yang memiliki reputasi memberikan isyarat bahwa mereka mampu membantu mengurangi ketidakpastian dalam lingkungan eksternal perusahaan dan secara tidak langsung mengurangi kemungkinan atas kegagalan melalui pengaruhnya pada legitimasi organisasi (Lester et al. 2006).

Dengan menggabungkan *signaling market theory*, *human capital theory* dan *social capital theory*, dapat disimpulkan bahwa karakteristik manajemen puncak dan dewan komisaris merupakan isyarat penting dalam proses penilaian IPO, serta perusahaan dengan manajemen puncak dan dewan komisaris yang lebih baik akan menerima penilaian lebih tinggi pada saat IPO (Cohen dan Dean 2002). Kemudian penelitian ini mengusulkan bahwa terdapat hubungan yang sama antara manajemen puncak dan dewan komisaris sebagai *human capital* dan *social capital* dalam perusahaan IPO terhadap persepsi calon investor pada nilai perusahaan IPO. Lebih lanjut, literatur mengenai peran manajemen puncak dan dewan komisaris dalam proses IPO menjelaskan bahwa kualitas dari manajemen puncak dan dewan komisaris tercermin dari reputasi manajemen puncak dan dewan komisaris yang dicantumkan dalam prospektus perusahaan serta *market signaling* memberikan isyarat tentang kemampuan reputasi manajemen puncak dan dewan komisaris untuk mendapatkan legitimasi organisasi.

Kata reputasi menunjukkan karakteristik-karakteristik positif dari manajemen puncak dan dewan komisaris. Makna dari reputasi itu sendiri akan dinilai melalui komponen-komponen yang melekat pada manajemen puncak dan dewan komisaris. Komponen-komponen yang dipilih dalam penelitian ini adalah latar belakang pendidikan, pengalaman bekerja, dan jabatan manajemen puncak dan dewan komisaris yang masih dipegang.

Tingkat pencapaian level pendidikan dari setiap anggota manajemen puncak dan anggota dewan komisaris dapat memberikan kontribusi tentang keefektifan dari manajemen puncak, dan juga dapat memberikan isyarat kepada para investor tentang kualitas mereka. Finkelstein dan Hambrick (1996) menyimpulkan bahwa nilai individu berada pada pendidikan sebagai indikator dari kompleksitas kognitif mereka. Clark dan Smith (2002) menemukan bahwa tingkat pendidikan yang lebih tinggi pada manajemen puncak secara positif berhubungan dengan inovasi perusahaan. Oleh karena itu, dalam penelitian ini diekspektasikan adanya hubungan yang positif antara latar belakang pendidikan yang dimiliki manajemen puncak dan dewan komisaris terhadap penilaian investor pada perusahaan IPO:

**H<sub>1a</sub>: Latar belakang pendidikan yang dimiliki manajemen puncak dan dewan komisaris berhubungan positif dengan penilaian para investor pada perusahaan IPO.**



Pengalaman yang dimiliki oleh manajemen puncak dan dewan komisaris memberikan dampak yang besar terhadap kinerja perusahaan. Dalam lingkungan dengan kecepatan tinggi (*high velocity environments*), dapat ditarik kesimpulan bahwa pengalaman pada satu perusahaan atau industri tunggal membatasi kemampuan manajemen puncak untuk memberikan solusi kreatif dalam menanggapi perubahan lingkungan.

Hambrick dan Mason (1984) mengatakan bahwa para eksekutif yang karirnya hanya dalam satu perusahaan atau industri tunggal akan memiliki dasar pengetahuan terbatas untuk mengembangkan inovasi baru. Hubungan dewan pengurus dengan klien atau pemasok yang bereputasi dapat menambah persepsi para investor mengenai reputasi manajemen puncak dan dewan komisaris. Maka, penelitian ini mengekspektasikan adanya hubungan positif antara pengalaman yang dimiliki manajemen puncak dan dewan komisaris terhadap penilaian investor pada perusahaan IPO serta adanya hubungan yang positif antara jabatan manajemen puncak dan dewan komisaris di perusahaan lain yang masih dipegang oleh manajemen puncak dan dewan komisaris terhadap penilaian investor pada perusahaan IPO:

**H<sub>1b</sub>: Pengalaman yang dimiliki manajemen puncak dan dewan komisaris berhubungan positif dengan penilaian para investor pada perusahaan IPO.**

**H<sub>1c</sub>: Jabatan manajemen puncak atau dewan komisaris yang masih dipegang oleh manajemen puncak dan dewan komisaris berhubungan positif dengan penilaian para investor pada perusahaan IPO.**

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

a. Umur Perusahaan (*AGE*)

Penelitian yang dilakukan oleh Ritter (1998) mengatakan bahwa umur perusahaan berpengaruh secara positif terhadap kinerja IPO. Umur perusahaan dianggap penting karena umur perusahaan mencerminkan kemampuan *going concern* perusahaan. Perusahaan yang telah lama berdiri memiliki kemampuan menghasilkan informasi kepada publik dan informasi ini digunakan oleh investor dalam mengurangi ketidakpastian perusahaan (Firth dan Liao-Tan 1998). Umur perusahaan ini dapat memberi pertanda baik bahwa perusahaan tersebut telah berpengalaman dan mampu bersaing dengan perusahaan lainnya. Sehingga dalam penelitian ini diharapkan umur perusahaan berpengaruh secara positif terhadap penilaian investor pada perusahaan IPO.

b. Ukuran Manajemen Puncak dan Dewan Komisaris (*SIZE 1*)

Jumlah individu dalam manajemen puncak sengaja ditunjukkan untuk

menunjukkan perbedaan kognitif, integrasi sosial, dan konsensus (Finkelstein dan Hambrick 1996). Penelitian yang dilakukan oleh Eisenhardt dan Scoonhoven (1990) menemukan bahwa ukuran manajemen puncak berpengaruh secara positif terhadap pertumbuhan perusahaan. Dari penelitian ini diharapkan ukuran manajemen puncak dan dewan komisaris berhubungan positif terhadap penilaian investor pada perusahaan IPO.

c. Faktor-Faktor Risiko (*RISKS*)

Faktor-faktor risiko kemungkinan akan berdampak negatif terhadap kelangsungan hidup perusahaan. Beberapa contoh dari faktor risiko adalah: kurangnya pengalaman beroperasi, persaingan yang ketat, pemogokan karyawan, perubahan politik dan ekonomi, serta perubahan kurs rupiah. Meskipun pada perusahaan yang berbeda dan sektor industri yang berbeda, namun penelitian sebelumnya menyarankan bahwa dengan menambahkan jumlah faktor risiko yang tercantum dalam prospektus akan memberikan gambaran menyeluruh tentang tingkat risiko pada waktu perusahaan melakukan IPO (Beatty dan Zajac 1994). Penelitian ini mengharapkan faktor-faktor risiko berpengaruh secara negatif terhadap penilaian investor pada perusahaan IPO.

d. Reputasi Auditor (*AUD*)

Penilaian IPO difokuskan pada cara mengatasi ketidakpastian dan informasi asimetris. Para eksekutif memilih *financial advisor* yang bereputasi baik agar dapat menambah kredibilitas laporan yang dikeluarkan. Salah satu *financial advisor* adalah auditor perusahaan. Laporan auditor berdasarkan atas laporan keuangan yang telah disiapkan oleh perusahaan dan reputasi yang dimiliki oleh perusahaan akuntan merupakan *signal* untuk menyampaikan kredibilitas dari perusahaan IPO (Firth dan Liao-Tan 1998). Penelitian ini mengharapkan reputasi auditor secara positif berhubungan terhadap penilaian investor pada perusahaan IPO.

e. Profitabilitas Perusahaan (*ROA*)

Ukuran profitabilitas perusahaan yang memberikan informasi kepada pihak luar mengenai efektivitas operasional perusahaan biasanya disebut ROA. Profitabilitas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Besarnya laba yang dapat dihasilkan perusahaan menunjukkan prospek perusahaan di masa depan akan baik sehingga informasi ini berguna bagi investor dalam menanamkan dananya (Kim et al. 1993). Penelitian ini mengharapkan profitabilitas perusahaan berpengaruh secara positif terhadap penilaian investor pada perusahaan IPO.

f. Ukuran Perusahaan (*SIZE 2*)

Ukuran perusahaan dapat mempengaruhi kinerja IPO. Semakin besar perusahaan

maka semakin banyak informasi yang dapat diberikan karena kemampuan perusahaan menghasilkan informasi juga besar sehingga mampu mengurangi risiko perusahaan (Firth dan Liao-Tan 1998). Penelitian ini mengharapkan ukuran perusahaan secara positif berhubungan terhadap penilaian investor pada perusahaan IPO.

## METODE PENELITIAN

### Penentuan Sampel

Sampel dalam penelitian ini diambil dari populasi perusahaan selain keuangan dan perusahaan berbasis *web* yang melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama tahun 1999 sampai dengan tahun 2006. Sampel ditentukan dengan metode *purposive sampling*. Perusahaan keuangan dikeluarkan dari sampel karena struktur keuangannya yang berbeda dengan perusahaan non keuangan, sedangkan perusahaan berbasis *web* memiliki karakteristik yang berbeda. Cohen dan Dean (2002) mengemukakan perusahaan berbasis *web* memiliki *tangible resources* yang lebih sedikit sehingga nilai bukunya lebih rendah dibanding perusahaan bukan *web*. Total sampel dalam penelitian ini berjumlah 59 perusahaan.

Sumber data dalam penelitian ini diperoleh dari UGM dan BAPEPAM-LK untuk data prospektus. Selain itu, data pendukung seperti data harga penutupan saham pada hari pertama saham efektif diperdagangkan serta daftar perguruan tinggi unggulan untuk mengetahui latar belakang pendidikan diperoleh dengan *download* dari berbagai *website* yang menyediakan data perdagangan saham di Indonesia dan *website* yang menampilkan 500 universitas terbaik.

*Website* yang digunakan sebagai acuan untuk menilai universitas terbaik adalah [www.topuniversities.com](http://www.topuniversities.com) dari lembaga Quacquarelli Symonds Limited yang berasosiasi dengan Times Higher Education THE QS World University Rankings.

### Pengukuran Variabel

#### *Variabel Dependen*

Penilaian investor dalam penelitian ini menggunakan rasio harga premium saham pada hari pertama saham IPO diperdagangkan di BEJ. Rasio premium saham hari pertama dikalkulasi dari *stock price* hari pertama dikurangi *nominal value* dibagi *stock price* hari pertama. *Nominal value* adalah nilai kewajiban yang ditetapkan untuk tiap-tiap lembar saham dan harus ditahan di perusahaan untuk proteksi kepada kreditor yang tidak dapat diambil oleh pemegang saham. *Stock*

*price* dalam penelitian ini menggunakan *closing price* pada hari pertama saham IPO diperdagangkan di pasar sekunder yaitu BEJ. Hal ini untuk mengantisipasi berbagai macam efek dari *underpricing* yang terjadi pada saat IPO (Lester et al. 2003). Efek *underpricing* tersebut seperti yang dikemukakan oleh Rock (1986) bahwa harga saham pada saat IPO adalah *underprice*. Perusahaan harus menawarkan sahamnya dengan harga yang didiskon, hal ini dimaksudkan untuk menarik minat investor yang tidak mempunyai informasi yang baik tentang kondisi perusahaan. *Return* hari pertama sangat tinggi yang disebabkan oleh besarnya *undervalue* saham tersebut sehingga pada penutupan perdagangan hari pertama harga saham akan meningkat sangat besar atau harga IPO *undervalue* (Hakiman 2005). Maka, *closing price* pada hari pertama mencerminkan ekspektasi pasar terhadap saham IPO tersebut.

### ***Variabel Independen Utama***

#### ***Education Prestige (EDU)***

EDU diukur dari beberapa variabel yaitu: (1) *prestigious graduate degrees* (persentase dari manajemen puncak dan dewan komisaris yang memiliki gelar S2 dari perguruan tinggi unggulan), (2) manajemen puncak dan dewan komisaris yang lulus S2 dari perguruan tinggi di luar negeri (menggunakan variabel *dummy*, *dummy* 0 = bukan lulusan luar negeri dan *dummy* 1 = lulusan luar negeri), (3) serta *average education per firm* (rata-rata pendidikan tertinggi yang dimiliki oleh manajemen puncak dan dewan komisaris, dihitung dengan menggunakan skala perangkingan dari 0 sampai. Nilai 0 = tidak memiliki gelar sarjana, nilai 1 = memiliki gelar S1, nilai 2 = memiliki gelar S2, dan nilai 3 = memiliki gelar S3).

#### ***Previous experience (PREV)***

PREV diukur dari: (1) rata-rata jumlah perusahaan yang pernah dipimpin oleh anggota manajemen puncak dan dewan komisaris serta (2) persentase jumlah manajemen puncak dan dewan komisaris yang pernah menjadi manajemen puncak atau dewan komisaris sebelumnya.

#### ***Corporate Board Experience (BOARD)***

BOARD diukur dari: (1) persentase manajemen puncak dan dewan komisaris yang menjabat sebagai manajemen puncak atau dewan komisaris pada perusahaan lain, (2) jumlah perusahaan yang dipegang oleh manajemen puncak dan dewan komisaris, serta (3) jumlah manajemen puncak dan dewan komisaris yang memegang jabatan sebagai manajemen puncak dan dewan komisaris di perusahaan lain.

### **Variabel Kontrol**

#### ***Umur Perusahaan (AGE)***

AGE diukur dengan lamanya perusahaan beroperasi sejak berdiri sampai saat penawaran umum. Dalam penelitian ini umur perusahaan diproksikan dengan nilai logaritma natural dari jumlah umur perusahaan.

#### ***Ukuran Manajemen Puncak dan Dewan Komisaris (SIZE1)***

Diukur dengan jumlah manajemen puncak dan dewan komisaris dalam satu perusahaan. Dalam penelitian ini jumlah manajemen puncak dan dewan komisaris diproksikan dengan logaritma natural dari jumlah manajemen puncak dan dewan komisaris.

#### ***Faktor-Faktor Risiko (RISKS)***

Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Beatty dan Zajac (1994), risiko bisnis dihitung dari jumlah faktor-faktor risiko yang dicantumkan dalam prospektus. Variabel ini diproksikan dengan nilai logaritma natural dari jumlah faktor risiko.

#### ***Reputasi Auditor (AUD)***

Diukur dengan menggunakan variabel *dummy* karena merupakan data ordinal. Bernilai *dummy* 1 untuk auditor yang prestisius dan *dummy* 0 untuk yang sebaliknya. Penggolongan ini mengacu cara penggolongan Trisnawati (1998) dan Lester et al. (2006). Prestisius auditor adalah auditor yang termasuk dalam "The Big Four".

#### ***Profitabilitas Perusahaan (ROA)***

Diukur dengan menggunakan rasio *Return on Assets* (ROA). ROA dikalkulasi dari *net income* dibagi *total assets* ( $ROA_{it} = NI_{it} / TA_{it}$ ).

#### ***Ukuran Perusahaan (SIZE2)***

Diukur dengan nilai buku total asset perusahaan. Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan diproksikan dengan nilai logaritma natural dari total aset.

### **Metode Analisis Data**

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian adalah menggunakan model regresi linier berganda (*multiple linier regression method*) untuk menguji kekuatan hubungan antara penilaian investor dan reputasi manajemen puncak, reputasi dewan komisaris, ukuran perusahaan, reputasi auditor, umur perusahaan,

faktor-faktor risiko, ukuran manajemen puncak dan dewan komisaris, serta ROA. Persamaan regresinya adalah sebagai berikut:

$$PI = \alpha + \beta_1 (EDU) + \beta_2 (PREV) + \beta_3 (BOARD) + \beta_4 (AGE) + \beta_5 (SIZE1) + \beta_6 (RISKS) + \beta_7 (AUD) + \beta_8 (ROA) + \beta_9 (SIZE2) + e$$

Keterangan:

PI	= Penilaian Investor
$\alpha$	= Konstanta
$\beta_1 - \beta_2$	= Koefisien Regresi
EDU	= <i>Education Prestige</i>
PREV	= <i>Previous Experience</i>
BOARD	= <i>Corporate Board Experience</i>
AGE	= Umur Perusahaan
SIZE1	= Ukuran Manajemen Puncak dan Dewan Komisaris
RISKS	= Faktor-Faktor Risiko
SIZE2	= Reputasi Auditor
ROA	= <i>Return on Assets</i>
AUD	= Ukuran Perusahaan
e	= Kesalahan Residu

Sebelum model regresi linier di atas digunakan dalam pengujian hipotesis, terlebih dahulu model diuji dengan uji asumsi klasik yang mendasari analisis regresi. Namun untuk reputasi manajemen puncak dan dewan komisaris, terlebih dahulu dilakukan uji analisis faktor sebelum dilakukan pengujian asumsi klasik. Analisis faktor bertujuan untuk mengidentifikasi suatu jumlah kecil faktor yang menerangkan beberapa faktor yang mempunyai ekivalensi karakteristik.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

Pada Tabel 1 disajikan statistik deskriptif untuk mengetahui karakteristik sampel. Nilai rata-rata penilaian investor terhadap saham IPO sebesar 0,5212 yang menggambarkan secara rata-rata investor memberikan nilai saham IPO 52,12% di atas harga saham nominalnya. Rata-rata *education prestige* 0,4964 menggambarkan rata-rata *education prestige* yang dimiliki manajemen puncak dan dewan komisaris dalam satu perusahaan dari ketiga variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 49,65%. Sedangkan rata-rata *corporate board experience* sebesar 4,9654

menggambarkan rata-rata dari ketiga variabel, yaitu: rata-rata jumlah jabatan manajemen puncak dan dewan komisaris yang dipegang anggota manajemen puncak dan dewan komisaris di perusahaan lain adalah 1,42 kali dari jumlah anggota manajemen puncak dan dewan komisaris di perusahaan IPO tersebut. Rata-rata jumlah perusahaan lain yang dipegang oleh semua anggota manajemen puncak dan dewan komisaris pada perusahaan IPO adalah 10 perusahaan, serta rata-rata jumlah manajemen puncak dan dewan komisaris pada perusahaan IPO yang memegang jabatan sebagai manajemen puncak dan dewan komisaris di perusahaan lain adalah 3 orang. *Previous experience* 0,8890 menggambarkan rata-rata dari kedua variabel, yaitu: rata-rata jumlah perusahaan yang pernah dipimpin oleh anggota manajemen puncak dan dewan komisaris adalah 60% dari jumlah manajemen puncak dan dewan komisaris pada perusahaan IPO, serta rata-rata jumlah anggota manajemen puncak dan dewan komisaris yang pernah menjadi manajemen puncak atau dewan komisaris sebelumnya adalah 40% dari jumlah anggota manajemen puncak dan dewan komisaris pada perusahaan IPO.

Sedangkan rata-rata umur perusahaan 2,5318 menggambarkan rata-rata umur perusahaan sebelum IPO yang diprosikan dengan logaritma natural yang berarti rata-rata umur perusahaan sekitar 12,5 tahun. Ukuran manajemen puncak dan dewan komisaris 1,9352 menggambarkan rata-rata jumlah manajemen puncak dan dewan komisaris dalam satu perusahaan adalah 7 orang. Faktor-faktor risiko 2,1546 menggambarkan rata-rata jumlah faktor-faktor risiko dalam satu perusahaan yang diprosikan dengan logaritma natural atau sama dengan sekitar 9 faktor

**Tabel 1**  
**Statistik Deskriptif**

	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>
Penilaian Investor	59	0,06	0,86	0,5212	0,21017
<i>Education Prestige</i>	59	0,00	0,93	0,4964	0,18655
<i>Corporate Board Experience</i>	59	0,00	34,58	4,9654	5,39333
<i>Previous Experience</i>	59	0,00	9,94	0,8890	1,33472
Umur Perusahaan	59	1,10	4,98	2,5318	0,75994
Ukuran Manajemen Puncak dan Dewan Komisaris	59	1,39	2,48	1,9352	0,25594
Faktor-Faktor Risiko	59	1,39	3,58	2,1546	0,39024
Reputasi Auditor	59	0,00	1,00	0,5763	0,49839
Ukuran Perusahaan	59	8,67	15,57	11,6259	1,44058
ROA	59	0,00	0,25	0,0660	0,06041
<i>Valid N (listwise)</i>	59				

risiko. Reputasi auditor 0,5763 menggambarkan 58% perusahaan IPO laporan keuangannya diaudit oleh auditor yang bereputasi (termasuk dalam *Big Four*). Ukuran perusahaan 11,6259 menggambarkan rata-rata total aset perusahaan IPO yang diprosikan dengan logaritma natural atau sama dengan sekitar Rp110 milyar. ROA 0,066 menggambarkan rata-rata ROA adalah 6,6% dari total asset.

### Analisis Faktor

Uji ini menggunakan metode rotasi *promax with Kaiser Normalization*. Semua variabel dibatasi dengan *loadings factor* lebih besar dari 0,50 dan *eigenvalues* lebih besar dari 1,00. Dari uji analisis faktor terhadap semua variabel reputasi manajemen puncak dan dewan komisaris yang berjumlah delapan variabel, dihasilkan tiga faktor yang dapat digunakan untuk menjelaskan reputasi manajemen puncak dan dewan komisaris. Peneliti memberikan inisial dari setiap faktor guna memudahkan dalam membaca tabel. Hasil analisis faktor terdapat pada Tabel 2.

**Tabel 2**  
**Hasil Analisis Faktor**

Variabel	Communality Estimate	Component		
		Factor 1	Factor 2	Factor 3
Lulusan S2 Luar Negeri	0,744		0,846	
Lulusan S2 dari Universitas Unggulan	0,632		0,782	
Rata2 Pendidikan Tertinggi	0,670		0,817	
Rata2 Jumlah Perusahaan yang Dipimpin	0,894	0,942		
Jumlah Perusahaan yang Dipimpin	0,927	0,960		
Jumlah Manajemen Puncak dan Dewan Komisaris yang menjadi Direktur/Komisaris di Perusahaan Lain	0,679	0,814		
Rata-rata Jumlah Perusahaan yang Pernah Dipimpin	0,640			0,788
Persentase Manajemen Puncak dan Dewan Komisaris yg Prnh mjd Direktur/Komisaris	0,676			0,815
<i>Factor Name</i>		<b>BOARDS</b>	<b>EDU</b>	<b>PREV</b>

### Uji Asumsi Klasik

Penelitian ini menggunakan *Glejser Test* untuk menguji heteroskedastisitas. Hasil tes menggambarkan tidak terjadi heteroskedastisitas karena tingkat signifikansi *standard error* untuk masing-masing variabel bebas terhadap nilai *absolut residual* di atas tingkat signifikan 0,05. Tabel 3 membuktikan bahwa nilai tidak signifikan



pada 0,05 atau nilainya lebih besar dari 0,05 yang membuktikan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas.

Hasil uji multikolinieritas disajikan dari besarnya *Variance Inflation Factor* (VIF). Apabila VIF kurang dari 4 dapat disimpulkan bahwa dalam model tersebut tidak terjadi multikolinieritas (Gujarati 2003). Hasil uji multikolinieritas membuktikan nilai-nilai VIF masing-masing variabel independen kurang dari empat sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi ini tidak terjadi multikolinieritas. Hasil perhitungan nilai *tolerance* menunjukkan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai *tolerance* kurang dari 0,10. Hal ini berarti tidak ada korelasi antar variabel independen. Hasil uji multikolinieritas dan uji heteroskedastisitas tersaji secara detail pada Tabel 3.

**Tabel 3**  
**Ringkasan Hasil Uji Asumsi Klasik**

Variabel	Sig.	Collinearity Statistics	
	Std Error	Tolerance	VIF
(Constant)	0,282		
Education prestige	0,393	0,871	1,111
Corporate Boards Experience	0,871	0,693	1,444
Previous Experience	0,733	0,850	1,177
Ukuran Manajemen Puncak dan Dewan Komisaris	0,591	0,475	2,107
Umur Perusahaan	0,724	0,544	1,838
Faktor-Faktor Risiko	0,113	0,704	1,420
Ukuran Perusahaan	0,828	0,302	3,316
Reputasi Auditor	0,296	0,718	1,392
ROA	0,500	0,550	1,819
Dependent Variable	Absolute residual	Penilaian Investor	

### Hasil Regresi Linier

Tabel 4 menyajikan hasil pengujian menggunakan regresi linier. Berdasarkan Tabel 4, koefisien regresi linier untuk *education prestige* adalah positif dan secara statistik signifikan pada  $p \leq 0,1$ . Maka dapat disimpulkan bahwa dengan tingkat keyakinan 90% *education prestige* mempengaruhi penilaian investor. Dengan demikian,  $H_{1a}$  yang menyatakan *education prestige* berpengaruh secara signifikan terhadap penilaian investor didukung. Tanda positif yang ditunjukkan pada  $\beta = 0,259$  menggambarkan bahwa semakin tinggi *education prestige* yang dimiliki manajemen puncak dan dewan komisaris pada suatu perusahaan IPO maka nilai

**Tabel 4**  
**Hasil Pengujian Regresi Linier**

Variabel	Regresi Linier				
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
<i>Education Prestige</i>	0,259	0,132	0,230	1,962	0,055***
<i>Corporate Board Affiliations</i>	-0,002	0,005	-0,045	-0,342	0,734
<i>Previous Experience</i>	-0,004	0,019	-0,029	-0,240	0,811
Ukuran Manajemen Puncak dan Dewan Komisaris	-0,084	0,131	-0,102	-0,643	0,523
Umur Perusahaan	-0,033	0,041	-0,120	-0,809	0,422
Faktor-Faktor Risiko	0,039	0,070	0,073	0,558	0,580
Ukuran Perusahaan	-0,068	0,029	-0,465	-2,331	0,024**
Reputasi Auditor	0,059	0,055	0,140	1,081	0,285
ROA	1,530	0,514	0,440	2,977	0,005*
(Constant)	1,221	0,236		5,174	0,000
<i>R-Square</i>			0,411		
<i>F</i>			3,801		
<i>N</i>			59		

\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\*\*\* signifikan pada level 10%

saham IPO perusahaan tersebut menjadi lebih tinggi. Hal ini mendukung pernyataan D'Aveni (1990) bahwa "pergi ke sekolah yang tepat, memiliki pengalaman kerja yang mengagumkan dan berhubungan dengan orang yang tepat mengindikasikan status yang tinggi, serta mampu mencapai jumlah reputasi dan *skills*". Hasil ini juga konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Lester et al. (2006) dan Cohen dan Dean (2002), yang mengindikasikan bahwa para investor menganggap reputasi pendidikan yang dimiliki manajemen puncak dan dewan komisaris terutama yang mendapat gelar pasca sarjana dari universitas unggulan dan dari universitas luar negeri, serta tingkat pendidikan yang lebih tinggi merupakan hal yang penting dalam menentukan penilaian terhadap perusahaan IPO.

Namun, koefisien regresi untuk *corporate board affiliations* dan *previous experience* adalah negatif tidak signifikan pada  $p \leq 0,1$ . Maka dapat disimpulkan bahwa dengan tingkat keyakinan 90% *corporate board affiliations* dan *previous experience* tidak mempunyai pengaruh terhadap penilaian investor. Dengan

demikian  $H_{1b}$  dan  $H_{1c}$  yang menyatakan *corporate board affiliations* dan *previous experience* berpengaruh secara signifikan terhadap penilaian investor tidak didukung. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Lester et al. (2006), namun bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Cohen dan Dean (2002), bahwa *previous experience* berkorelasi positif secara signifikan terhadap penilaian investor pada perusahaan IPO. Hal ini membuktikan bahwa pada perusahaan IPO di Indonesia, variabel *corporate board experience* yang mencakup jumlah perusahaan yang dipimpin oleh manajemen puncak dan dewan komisaris di perusahaan lain, jumlah perusahaan yang dipimpin, banyaknya manajemen puncak dan dewan komisaris yang masih menjadi manajemen puncak dan dewan komisaris di perusahaan lain serta *previous experience* yang mencakup jumlah perusahaan yang pernah dipimpin dan jumlah manajemen puncak dan dewan komisaris yang pernah menjadi manajemen puncak atau dewan komisaris sebelumnya tidak dapat mempengaruhi para investor dalam menilai saham IPO. Hal tersebut dapat disebabkan oleh beberapa faktor yang mempengaruhi. Pertama, pengalaman kerja masa lalu yang dalam konsepnya termasuk ke dalam (pengukuran) inovasi di dalam pencapaian laba masa mendatang sebagaimana yang terkonsepsi di pasar modal yang maju tidaklah dapat terefleksikan di dalam pasar modal yang sedang berkembang. Berbasis konsep tersebut, pensinyalan atas pengalaman kerja masa lalu hendaknya selaras dengan pergerakan nilai perusahaan karena kemampuannya untuk menjanjikan prospektus laba masa mendatang. Kedua, adanya kemungkinan atas pengaruh konsentrasi kepemilikan yang apabila kepemilikan tersebar maka investor cenderung untuk menilai variabel tersebut tetapi karena di pasar modal Indonesia kepemilikan masih terkonsentrasi maka investor cenderung untuk tidak merespon isu ini.

Hasil pengujian regresi linier pada Tabel 4 juga menunjukkan signifikansi dari variabel kontrol ROA pada  $p \leq 0,01$ . Tanda positif ditunjukkan pada  $\beta = 1,530$ . Sedangkan, koefisien regresi untuk ukuran perusahaan adalah negatif secara statistik signifikan pada  $p \leq 0,05$ . Tanda negatif ditunjukkan pada  $\beta = -0,068$ . Dengan demikian, penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kim et al. (1993) yang menyatakan ROA berpengaruh secara signifikan terhadap penilaian investor. Namun hasil penelitian ini menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh secara negatif dan signifikan, hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Triani dan Nikmah (2006) serta Firth dan Liau-Tan (1998) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh secara positif terhadap penilaian investor. Pada perusahaan IPO di Indonesia, ukuran perusahaan yang besar belum tentu dapat mengurangi risiko yang ditanggung investor karena ada kecenderungan perusahaan yang semakin besar berarti lingkungannya semakin

kompleks sedangkan investor tidak dapat mengetahui bagaimana manajemen perusahaan akan menanggapi kompleksitas perdagangan publik tersebut sehingga risiko perusahaan semakin besar.

Hasil regresi linier pada Tabel 4 menggambarkan tingkat signifikansi dari variabel ukuran manajemen puncak dan dewan komisaris sebesar 0,523 atau lebih besar dari taraf signifikansi 10% (0,1). Hal ini membuktikan variabel ukuran manajemen puncak dan dewan komisaris tidak berpengaruh secara signifikan terhadap penilaian investor atau ekspektasi dalam penelitian ini yang menyatakan ukuran manajemen puncak dan dewan komisaris secara positif berhubungan dengan penilaian investor pada perusahaan IPO tidak didukung. Hal ini bisa jadi disebabkan oleh kompleksitas dari masing-masing perusahaan IPO berbeda-beda tergantung dari jenis industri dan ukuran perusahaan sehingga komposisi jumlah manajemen puncak dan dewan komisaris yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan tidak dapat disamakan antara perusahaan satu dengan perusahaan yang lain. Oleh karena *variance* yang masih cukup besar tersebut, maka hubungan antara jumlah manajemen puncak dan dewan komisaris dengan nilai perusahaan IPO menjadi tidak signifikan.

Dari hasil pengujian untuk variabel umur perusahaan, diperoleh tingkat signifikansi sebesar 0,422 yang lebih besar dari taraf signifikansi 10% (0,1). Hal ini membuktikan variabel umur perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap penilaian investor. Sehingga ekspektasi dalam penelitian ini yang menyatakan umur perusahaan secara positif berhubungan terhadap penilaian investor pada perusahaan IPO tidak didukung. Ini berarti bahwa umur perusahaan yang telah lama menunjukkan kemampuan perusahaan tersebut untuk bertahan hidup namun belum tentu dapat menghadapi faktor-faktor risiko di luar perusahaan yang dapat mempengaruhi operasi perusahaan. Misalnya ketika terjadi krisis ekonomi global, perusahaan yang telah lama beroperasi pun dapat mengalami kebangkrutan. Selain itu, banyak perusahaan yang telah lama berdiri tidak melakukan revaluasi terhadap aset tetapnya, sehingga kurang mencerminkan kinerja perusahaan. Maka calon investor kurang mempertimbangkan variabel umur perusahaan dalam memprediksikan keberlangsungan perusahaan setelah melakukan IPO.

Hasil regresi linier pada Tabel 4 menggambarkan tingkat signifikansi dari variabel faktor-faktor risiko sebesar 0,580 atau lebih besar dari taraf signifikansi 10% (0,1). Hal ini menunjukkan bahwa faktor-faktor risiko kurang dipertimbangkan oleh calon investor karena faktor-faktor risiko yang diungkapkan dalam prospektus menggambarkan risiko-risiko secara umum yang melekat pada masing-masing jenis industri. Selain itu, jenis industri yang beragam membuat *variance* yang cukup besar sehingga variabel faktor-faktor risiko tidak berhubungan secara signifikan dengan nilai perusahaan IPO.

Tabel 4 menyajikan hasil pengujian untuk variabel reputasi auditor diperoleh tingkat signifikansi sebesar 0,285, lebih besar dari taraf signifikansi 10% (0,1). Hal ini membuktikan bahwa variabel reputasi auditor tidak berpengaruh secara signifikan terhadap penilaian investor. Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Firth dan Liao-Tan (1998) yang menyatakan bahwa reputasi auditor dapat meningkatkan nilai perusahaan pada saat IPO. Perbedaan tersebut disebabkan karena populasi sampel yang digunakan oleh Firth dan Liao-Tan (1998) adalah perusahaan yang melakukan IPO di Singapura. Di Singapura, auditor tidak hanya memberikan opini terhadap laporan keuangan perusahaan IPO namun juga melakukan pemeriksaan dan pelaporan atas dasar-dasar akuntansi dan perhitungan untuk *profit forecast* yang dicantumkan dalam prospektus. *Profit forecast* tersebut merupakan parameter penting dalam menilai IPO. Sedangkan di Indonesia, auditor hanya memberikan opini untuk laporan keuangan perusahaan yang merupakan *historical information* sehingga para calon investor menilai peran auditor sebagai *financial advisor* kurang membantu mereka dalam menilai kinerja perusahaan IPO di masa mendatang.

## KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN PENELITIAN

Hasil pengujian mendukung hipotesis dalam penelitian ini yang menyatakan reputasi manajemen puncak dan dewan komisaris berpengaruh positif terhadap penilaian investor pada perusahaan IPO. Hal ini mengindikasikan bahwa reputasi manajemen puncak dan dewan komisaris merupakan isyarat penting bagi para investor, sehingga isyarat ini mempengaruhi *return* pada perusahaan IPO. Penelitian ini secara spesifik menginvestigasi karakteristik-karakteristik reputasi dengan mengikuti metode yang dilakukan oleh D'Aveni (1990) yang meneliti pengaruh reputasi manajemen puncak terhadap kinerja perusahaan. Peneliti menggunakan karakteristik pendidikan, pengalaman dan jabatan yang dimiliki oleh manajemen puncak dan dewan komisaris sebagai indikator reputasi yang mempengaruhi penilaian investor pada perusahaan IPO.

Hasil pengujian hipotesis membuktikan bahwa perusahaan dengan manajemen puncak dan dewan komisaris yang memiliki *education prestige* lebih tinggi mampu mempengaruhi ekspektasi investor sehingga bersedia memberikan nilai yang lebih tinggi pada saham IPO tersebut. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Lester et al. (2006) dan Cohen dan Dean (2002). Temuan ini mengindikasikan bahwa para investor menganggap reputasi pendidikan yang dimiliki manajemen puncak dan dewan komisaris terutama yang mendapat

gelar pasca sarjana dari universitas unggulan dan dari universitas luar negeri, serta tingkat pendidikan yang lebih tinggi merupakan faktor penting dalam melakukan penilaian terhadap perusahaan yang IPO.

Sedangkan dua variabel utama lainnya yaitu *corporate board experience* dan *previous experience* tidak terbukti mempengaruhi penilaian investor terhadap saham IPO. Hal tersebut dapat disebabkan beberapa hal: pengalaman kerja masa lalu tidaklah dapat terefleksikan di dalam pasar modal yang sedang berkembang, adanya kemungkinan atas pengaruh konsentrasi kepemilikan yang apabila kepemilikan tersebar maka investor cenderung untuk menilai variabel tersebut tetapi karena di pasar modal Indonesia kepemilikan masih terkonsentrasi maka investor cenderung untuk tidak merespon isu ini.

Hasil pengujian atas variabel kontrol membuktikan bahwa hanya dua variabel kontrol yang signifikan, yaitu ROA dan ukuran perusahaan. ROA berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap penilaian investor, yang mengindikasikan bahwa investor menggunakan informasi profitabilitas perusahaan dalam membuat penilaian perusahaan IPO. Sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap penilaian investor, yang mungkin disebabkan karena perusahaan yang semakin besar menghadapi lingkungan bisnis yang semakin kompleks sehingga risiko perusahaan semakin besar. Sedangkan variabel kontrol lainnya seperti umur perusahaan, ukuran manajemen puncak dan dewan komisaris, faktor-faktor risiko, dan reputasi auditor tidak mampu memberikan sinyal bagi investor dalam membuat keputusan atas nilai saham IPO.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran tentang faktor-faktor yang mempengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan IPO. Meski demikian, penelitian ini masih banyak mengandung keterbatasan hasil penelitian. Keterbatasan dari penelitian ini karena sampel yang digunakan tidak mencakup semua perusahaan yang melakukan IPO tahun 1999 sampai dengan 2006. Sehingga sampel yang digunakan hanya dapat mewakili perusahaan selain perusahaan keuangan dan berbasis *web* yang melakukan IPO serta tidak dapat memberikan kesimpulan menyeluruh untuk semua perusahaan yang melakukan IPO.

Keterbatasan lain bersumber dari tidak adanya ketentuan mengenai format standar untuk menampilkan profil manajemen puncak dan dewan komisaris menyebabkan peneliti harus menggunakan *judgement* yang bias dan subjektif untuk beberapa data yang tidak dijelaskan dengan memadai dalam prospektus. Beberapa data tersebut misalnya informasi mengenai pendidikan, pengalaman, dan jabatan (nama perguruan tinggi, posisi jabatan yang pernah dipegang sebelumnya atau lamanya manajemen puncak dan dewan komisaris memegang suatu jabatan). *Judgement* yang digunakan peneliti dalam melakukan kuantifikasi misalnya

adalah dengan mengasumsikan perguruan tinggi tersebut tidak termasuk dalam perguruan tinggi yang memiliki reputasi. Meskipun dalam prospektus dicantumkan pengalaman bekerja di suatu perusahaan namun jika tidak terdapat posisi jabatan yang dipegang dan lamanya jabatan tersebut, maka peneliti tidak memberikan nilai reputasi. Hal tersebut dikarenakan para calon investor kurang mendapatkan informasi yang jelas sehingga mereka tidak dapat menggunakan informasi tersebut sebagai pertimbangan dalam membuat keputusan.

Hasil dari penelitian ini telah membuktikan bahwa terdapat hubungan antara reputasi manajemen puncak dan dewan komisaris pada penilaian investor pada perusahaan IPO. Diharapkan dengan hasil tersebut penelitian yang akan datang mampu membuktikan pengaruh dari reputasi manajemen puncak dan dewan komisaris terhadap kinerja jangka panjang perusahaan setelah melakukan IPO.

Faktor-faktor yang mempengaruhi penilaian investor bisa ditambah dengan variabel lain misalnya pengalaman manajemen puncak dan dewan komisaris di pemerintahan dan di kemiliteran, pengalaman bekerja bersama sebelumnya, serta pengalaman bekerja di Kantor Akuntan Publik "*The Big Four*". Variabel ini disarankan karena peneliti berargumen bahwa reputasi tersebut merupakan *good news* bagi para calon investor. Sedangkan untuk variabel kontrol bisa ditambah dengan variabel reputasi penjamin pelaksana emisi, persentase kepemilikan saham oleh manajemen puncak, serta kompleksitas industri.

## DAFTAR PUSTAKA

- Beatty, R. P. and E. J. Zajac. "Managerial Incentives, Monitoring, and Risk Bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings." *Administrative Science Quarterly* 39 (1994): 313–335.
- Becker, G. S. *Human Capital*. New York: Columbia University Press, 1975.
- Certo, S. T. "Influencing Initial Public Offering Investors with Prestige: Signaling with Board Structures." *Academy of Management Review* 28, no. 3 (2003): 432–446.
- Certo, S. T., C. M. Daily, A. A. Cannella, and D. R. Dalton. "Giving Money to Get Money: How CEO Stock Options and CEO Equity Enhance IPO Valuations." *Academy of Management Journal* 46, no. 5 (2003): 643–664.
- Cohen, B. D. and T. J. Dean. *Top Management Teams and Investors' Valuation of Initial public Offerings: An Examination of Web-Based and Non Web-Based New Ventures*. USA: Babson College, 2002.

- Deegan, C. *Financial Accounting Theory*. The McGraw-Hill Companies Inc., 2000.
- D'Aveni, R. A. "Top Managerial Prestige and Organizational Bankruptcy." *Organization Science* 1 (1990): 121-142.
- D'Aveni, R. A. and I. F. Kesner. "Top Managerial Prestige, Power and Tender Offer Response: A Study of Elite Social Networks and Target Firm Cooperation During Takeovers." *Organization Science* 4 (1993): 123-151.
- Dowling, J. and J. Pfeffer. "Organizational Legitimacy: Social Values and Organizational Behavior." *Pacific Sociological Review* 18 (1975): 122-136.
- Eisenhardt, K.M. and C.B. Schoonhoven. "Organizational Growth: Linking Founding Team, Strategy, Environment, and Growth Among U.S. Semiconductor Ventures, 1978-1988." *Administrative Science Quarterly* 35 (1990): 504-529.
- Finkelstein. "Power in Top Management Teams: Dimension, Measurement, and Validation." *Academy of Management Journal* 35 (1992): 505-539.
- Finkelstein, S. and D. C. Hambrick. *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations*. Minneapolis/St. Paul: West Publishing Co., 1996.
- George, J.M. and G. R. Jones. *Understanding and Managing: Organizational Behavior* Addison-Wesley Publishing Company Inc., 1999.
- Gujarati, Damador. *Basic Econometrics 3<sup>rd</sup>*. Singapore: McGraw-Hill, 2003.
- Hakiman. "Model Penentuan Harga IPO Di Bursa Efek Jakarta dengan Menggunakan Model Real Option." Disertasi S3, Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Padjajaran, 2005.
- Hambrick, D.C. and P. A. Mason. "Upper Echelons: The Organization as a Reflection of its Top Managers." *Academy of Management Review* 9 (1984): 193-206.
- Hambrick, D.C. "Upper Echelons Theory: An Update." *Academy of Management Review* 32, no. 2 (2007): 334-343.
- Jeong-Bon K., Krinsky I., and Lee J. "The Role of Financial Variables in The Pricing of Korean IPO." *Pacific-Business Finance Journal* 3 (June 1995): 449-464.
- Kasim, A., Y. Jot, and Y. Kenneth. "The Underpricing of IPOs of Financial Institutions." *Journal of Business and Accounting* 21, no. 7 (1994): 0306-686X.
- Kim, J.B., I. Krinsky, and J. Lee. "Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea." *Journal of Business and Accounting* 20, no. 2 (1993): 0306-686X.



- K. G., Smith dan Clark K.D. "Top Management Team Social Networks and Organizational Innovation: an Information Theory Explanation of TMT Value Creation." *Administrative Science Quarterly* (2002).
- Lester, R. H., S. T. Certo, C. M. Dalton, R. Dalton, and A. A. Cannella. "Initial Public Offering Investor Valuation: An Examination of Top Management Team Prestige and Environment Uncertainty." *Journal of Small Business Management* 44, no. 1 (2006): 1-26.
- Liau-Tan, C. K. and Firth M. "Auditor Quality, Signalling, and The Valuation of Initial Public Offerings." *Journal of Bussiness Finance & Accounting* 25, no. 1 & 2 (1998): 0306-0686X.
- Pfeffer, J. and G. R. Salancik. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper and Row, 1978.
- Rock. "Why New Issues are Underpriced." *Journal of Financial Economics* 15 (1986).
- Spence, A. "Job Market Signaling." *Quarterly Journal of Economics* 87 (1973): 355-379.
- Suchman, M. C. "Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches." *Academy of Management Review* 20 (1995): 571-610.
- Triani, A and Nikmah. "Reputasi Penjamin Emisi, Reputasi Auditor, Persentase Penjamin Emisi, Ukuran Perusahaan, dan Fenomena Underpricing: Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta." Simposium Nasional Akuntansi IX, 2006.
- Trisnawati. "Pengaruh Informasi Prospektus terhadap Return Saham di Pasar Perdana." Tesis UGM, 1998.