

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN STRUKTUR DEWAN TERHADAP TINGKAT *UNDERPRICING*

Fauzan Dicky Hermawan, Rr. Sri Handayani¹

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 effect of corporate governance attributes like ownership concentration, institutional ownership, board size of commissioner, and board independent of commissioner on the level of underpricing. This study used firm size, ROA, firm age, and auditor reputation as control variable. This study uses secondary data obtained from the Indonesia Stock Exchange (IDX). The population in this study consists of all IPO firm in Indonesia Stock Exchange for the period 2013 - 2017. Sample determined with purposive sampling method. Total sample of this research is 83 companies. This study used multiple regression analysis for hypotheses testing. The results of this study show that the size of the board of commissioners and board independence of commissioner have significant negative effect on the level of underpricing IPOs firm. This research also shows that the ownership concentration and institutional ownership do not have significant effect on the level of underpricing IPOs firm.

Keywords: Underpricing, IPO, Board Structure, Ownership Structure, Ownership, Corporate Governance, Indonesia

PENDAHULUAN

Underpricing adalah suatu fenomena yang timbul di beragam pasar modal negara-negara di dunia termasuk di Indonesia, terjadinya fenomena *underpricing* yaitu dikarenakan adanya informasi yang asimetri. Informasi yang asimetris bisa terjadi baik antara emiten yang akan *go public* dan pihak penjamin emisi (*underwriter*), maupun antar investor. *Underpricing* muncul dikarenakan adanya asimetris informasi diantara investor potensial baru dan emiten (Rock, 1986). Oleh sebab itu, penelitian tentang tingkat *underpricing* menarik untuk diteliti karena telah dilakukan oleh banyak peneliti di dunia dan sebagian besar peneliti mengungkapkan bahwa sering terjadi fenomena *underpricing* pada saat perusahaan yang melakukan IPO.

Pada saat terjadinya IPO, suatu perusahaan wirausaha akan menawarkan sebagian dari jumlah sahamnya kepada masyarakat atau calon investor potensial baru untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan perusahaannya. Penawaran umum perdana ini merupakan sebuah titik transisi yang penting bagi sebuah perusahaan dalam mengembangkan perusahaannya kedepan, karena perusahaan mulai berpindah dari perusahaan tertutup menjadi perusahaan terbuka yang mana sebagian sahamnya dipegang oleh publik (Certo et al., 2001). Penawaran umum perdana (IPO) tampaknya menjadi sumber pembiayaan perusahaan setelah pembiayaan internal dan utang (Myers, 1984). Suatu perusahaan dapat menikmati beberapa keuntungan pada saat melakukan *go public*, yang salah satunya adalah perusahaan mendapatkan tambahan pendanaan tanpa terkena risiko yang timbul dari aktivitas utang, mendorong terciptanya transparansi dan akuntabilitas yang lebih besar, dan meningkatkan visibilitas serta reputasinya di pasar (Caselli, 2010).

Di sisi lain, penawaran umum perdana (IPO) juga dapat membuat sebuah perusahaan menanggung biaya tambahan yaitu termasuk hilangnya kontrol terhadap operasional perusahaan, biaya imbal jasa tenaga ahli, kewajiban untuk melaksanakan aturan-aturan pasar modal, dan *underpricing* (Ibbotson & Ritter, 1995; Damodaran, 2010). Penawaran saham perdana (IPO) *underpricing*, yang mengacu pada pengembalian saham yang dialami selama hari perdagangan

¹ Corresponding author

awal di *secondary market*, mengurangi penerimaan modal yang diterima oleh sebuah perusahaan IPO melalui mekanisme proses IPO (Lin & Chuang, 2011).

Pengaruh antara atribut dari *corporate governance* dan *underpricing* memperoleh animo yang relatif lebih sedikit didalam literatur, terutama jika menggunakan konteks ekonomi Asia (Yong, 2007). Tata kelola perusahaan mencakup beragam mekanisme baik eksternal dan internal untuk mengurangi terjadinya konflik agensi, yang muncul antara pemegang saham dan para manajer dalam perusahaan yang kepemilikannya tersebar di antara sejumlah besar dari para pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976); atau di antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas dalam perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi (Shleifer & Vishny, 1997).

Penelitian sebelumnya dilakukan Baysinger et al., (1991) dan Shivdasani (1993), penelitian ini memiliki fokus pada dua struktur *corporate governance*, yaitu struktur kepemilikan dan karakteristik dewan dalam sebuah perusahaan. Pengaruh antara karakteristik dewan dan terjadinya *underpricing* telah diuji oleh Finkle (1998), Certo et al., (2001), dan Howton et al., (2001), dan lainnya; sementara bagaimana struktur kepemilikan dapat berkaitan dengan *underpricing* telah diteliti dalam berbagai kesempatan penelitian seperti yang dilakukan oleh Booth & Chua (1996), Filatotchev & Bishop (2002), dan Bruton et al., (2010). Penting untuk dicatat bahwa penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya sebagian besar dilakukan dalam konteks ekonomi yang sudah maju, beberapa di antaranya adalah Filatotchev & Bishop (2002) yang menggunakan sampel dari perusahaan IPO di Inggris, dan Bruton et al., (2010) yang menggunakan sampel dari perusahaan IPO di Inggris dan Prancis. Bukti penelitian dari pasar negara berkembang masih cukup langka, beberapa di antaranya pernah dilakukan oleh Lin & Chuang (2011), dan Yatim (2011), yang menggunakan sampel dari perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana (IPO) di Taiwan, dan Malaysia, secara berurutan.

Mengingat adanya perbedaan lingkungan kelembagaan di pasar negara berkembang, pengaruh dari variabel *corporate governance* terhadap *underpricing* barangkali berbeda dari apa yang sudah dikembangkan, diantaranya oleh Filatotchev & Bishop (2002), dan Bruton et al., (2010) dengan konteks ekonomi yang sudah maju. Selain itu, *underpricing* diantara perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana (IPO) di negara berkembang umumnya lebih tinggi daripada di negara yang ekonominya sudah maju (Venkatesh & Neupane, 2005). Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh antara tata kelola perusahaan, yang ditunjukkan oleh kepemilikan perusahaan dan struktur dewan, dan *underpricing* yang terjadi pada perusahaan Indonesia yang IPO.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Penelitian ini berdasarkan pada teori agensi. Teori agensi timbul karena adanya masalah keagenan yang terjadi, masalah ini disebabkan oleh ketidakselarasan informasi antara manajer dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976), kemudian disebut dengan konflik agensi tipe I. Ketidaksiharasan informasi timbul karena pemegang saham tidak mampu untuk memvalidasi kegiatan-kegiatan yang sudah dilakukan oleh manajer. Konflik agensi tipe II banyak ditemukan pada perusahaan yang didominasi oleh orang dalam (Claessens & Yurtoglu, 2013). Ketika pemegang saham memiliki kontrol yang besar terhadap perusahaan, pemegang saham mempunyai kesempatan untuk membuat keputusan yang sesuai dengan keinginan mereka sendiri (Shleifer & Vishny, 1997). Pemegang saham pengendali membuat keputusan untuk mempertahankan sumber daya mereka tetap di dalam perusahaan. Dengan begitu masalah akan timbul karena kurangnya keselarasan kepentingan dalam mengambil keputusan terbaik untuk perusahaan antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas.

Kerangka pemikiran teoritis dalam penelitian ini didasari pada telaah pustaka dan penelitian terdahulu yang mana memiliki kaitan dengan tingkat *underpricing*. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah besaran dewan komisaris, independensi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan institusional, yang dijadikan sebagai faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *underpricing* perusahaan IPO selaku variabel dependen. Besaran dewan komisaris, independensi dewan komisaris, dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*. Sementara konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*. Dalam penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol, antara lain adalah

firm size, *return on assets* (ROA), *firm age*, dan reputasi auditor. Bagian ini juga akan dibahas rumusan hipotesis yang diajukan oleh peneliti dengan disertai teori yang mendukung. Dalam penelitian ini terdapat empat rumusan hipotesis yang diajukan yaitu:

Besaran Dewan Komisaris dan Tingkat *Underpricing* Perusahaan IPO

Pearce & Zahra (1992) dan Dalton et al., (1999) berpendapat bahwa besaran jumlah dewan menjadi salah satu faktor penentu penting dari efektifnya suatu tata kelola perusahaan. Seperti yang dikemukakan oleh Lipton & Lorsch (1992) dan Jensen (1993), bahwa jumlah dewan yang lebih kecil akan lebih efektif, karena jumlah dewan yang lebih besar cenderung menyebabkan masalah dalam melakukan koordinasi dan pengambilan keputusan. Ketika besaran dewan terlalu besar, dewan hanya lebih seperti simbol dan kecil kesempatannya menjadi bagian dari proses pengambilan keputusan (Hermalin & Weisbach, 2003). Namun, mereka juga berpendapat bahwa jumlah dewan yang lebih besar membawa keuntungan untuk perusahaan, terutama pada perusahaan yang memiliki permasalahan kompleks. Perusahaan seperti itu mempunyai persyaratan mengenai konsultasi yang lebih besar, di mana itu akan membutuhkan jumlah dewan yang besar, yang berpotensi memiliki lebih banyak pengalaman dan keahlian (Dalton et al., 1999; Coles et al., 2008). Selain itu, jumlah dewan yang lebih besar juga dapat menyediakan pengawasan yang lebih efektif, sehingga menghambat manajemen melakukan penyelewengan untuk keuntungan dirinya sendiri (Boone et al., 2007).

Dalam konteks perusahaan IPO, penelitian sebelumnya seperti yang dilakukan oleh Certo et al., (2001) menunjukkan hasil bahwa besaran dewan dan *underpricing* berpengaruh negatif. Namun, pada penelitian ini, mirip dengan apa yang dilakukan Yatim (2011), peneliti memperkirakan bahwa dewan yang lebih besar menandakan bahwa ketidakpastian dapat dikurangi yang disebabkan oleh lebih efektifnya pengawasan (Boone et al., 2007). Mereka menyarankan bahwa dewan yang lebih besar memberikan pengawasan optimal ketika manajer memiliki peluang untuk mengambil manfaat demi kepentingan mereka sendiri. Dengan adanya pengawasan yang efektif akan mengurangi terjadinya asimetri informasi antara manajer dan pemegang saham. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis pertama dapat dirumuskan sebagai berikut:

H1 : Besaran dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* perusahaan IPO.

Independensi Dewan Komisaris dan Tingkat *Underpricing* Perusahaan IPO

Sehubungan dengan *boardrooms*, mekanisme tata kelola yang lain secara luas dibahas dalam literatur adalah independensi dewan komisaris. Jensen & Meckling (1976) dan Williamson (1985) berpendapat bahwa dewan yang didominasi oleh para pihak luar dapat membantu mengurangi masalah agensi dengan melakukan manajemen pengawasan yang lebih efektif, sehingga kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan tidak diselewengkan dengan mengorbankan para pemegang saham. Dalam perusahaan dengan struktur kepemilikan yang lebih terkonsentrasi, para pihak luar yang berada dalam *boardroom* juga dipercaya untuk dapat mengontrol kebiasaan oportunistik dari pemegang saham pengendali dengan mengorbankan para pemegang saham lainnya (Shleifer & Vishny, 1997; Anderson & Reeb, 2003). Sebaliknya, dewan yang didominasi oleh para pihak luar juga dapat menyebabkan pengawasan yang berlebihan dan menahan manajemen perusahaan melakukan tindakan strategis (Fama & Jensen, 1983; Baysinger & Butler, 1985; Goodstein et al., 1994).

Dalam konteks perusahaan IPO, Lin & Chuang (2011) menerangkan bahwa proporsi dari direktur luar yang independen secara negatif dan signifikan terkait dengan tingkat *underpricing* perusahaan yang melakukan IPO di Taiwan. Bukti dari Inggris disediakan oleh Filatotchev & Bishop (2002), yang menganggap dewan komisaris yang independen sebagai suatu variabel dikotomis, nilainya sama dengan 1 jika perbandingan jumlah direktur non eksekutif pada dewan bernilai lebih besar dari 33 persen. Mereka menemukan bahwa variabel tersebut secara negatif mempengaruhi *underpricing* perusahaan IPO.

Yatim (2011) gagal untuk menemukan suatu pengaruh yang signifikan dalam kasus di Malaysia. Dalam lingkungan kelembagaan yang lebih lemah seperti yang terjadi di Indonesia, dewan komisaris independen diharapkan untuk melakukan peran pengawasan yang efektif dan dapat melindungi kepentingan dari para pemegang saham minoritas. Dalam konteks perusahaan

IPO, mereka diharapkan untuk mengurangi masalah agensi antara para pemegang saham pengendali dan pemegang saham lainnya (Lin & Chuang, 2011), juga untuk dapat mengkomunikasikan informasi kepada para calon investor baru, sehingga dapat mengurangi terjadinya penyebaran informasi yang asimetri (Espenlaub & Tonks, 1998). Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut:

H2 : Independensi dewan komisaris (jumlah anggota dewan komisaris independen dalam dewan pengawas) berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* perusahaan IPO.

Konsentrasi Kepemilikan dan Tingkat *Underpricing* Perusahaan IPO

Lemmon & Lins (2003) berpendapat bahwa struktur kepemilikan adalah faktor penentu yang mendasar dari timbulnya masalah agensi antara orang dalam dan orang luar perusahaan, yang pada gilirannya mempengaruhi penilaian pada perusahaan. Konsep konvensional dari masalah agensi menyatakan bahwa terdapat kurangnya keselarasan antara para manajer dan para pemegang saham, di mana manajer dapat mengejar kepentingan mereka sendiri, yang secara negatif mempengaruhi untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Kondisi ini dikenal sebagai masalah agensi tipe 1. Kondisi seperti itu dapat ditemukan pada perusahaan dengan model struktur kepemilikan yang tersebar, di mana saham diedarkan diantara sejumlah besar para pemegang saham. Seperti yang didokumentasikan oleh La Porta et al., (1999), struktur kepemilikan tersebar dari perusahaan yang terdaftar di bursa adalah sebuah fenomena yang umum dijumpai hanya di beberapa pasar, seperti di Kanada, Irlandia, Jepang, Inggris, dan Amerika Serikat. Diluar dari beberapa ekonomi tersebut, struktur kepemilikan perusahaan yang terdaftar di bursa cenderung lebih terkonsentrasi, dimana suatu pemegang saham pengendali memiliki kendali yang efektif terhadap perusahaan.

Mengingat pada struktur kepemilikan yang terkonsentrasi, masalah agensi dapat timbul karena terdapat kurangnya keselarasan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas (Shleifer & Vishny, 1997), yang kemudian dikenal sebagai masalah agensi tipe dua. Temuan dari La Porta et al., (1999) ini didukung oleh penelitian regional yang dilakukan setelahnya, seperti yang dilakukan oleh Claessens et al., (2000) di Asia Timur dan Faccio & Lang (2002) di Eropa Barat. Secara singkat, penelitian ini telah mendokumentasikan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi tampaknya menjadi suatu norma dari tata kelola perusahaan yang ada di seluruh dunia.

Seperti yang dikemukakan Li & Simerly (1998), kepemilikan terkonsentrasi dianggap sebagai suatu mekanisme pengawasan, sehingga kepentingan dari manajemen dan pemegang saham dapat diselaraskan, dengan demikian akan meningkatkan nilai perusahaan dan juga menguntungkan pemegang saham minoritas. Disisi lain, pemegang saham pengendali memiliki kesempatan untuk mengambil keuntungan pribadi, yang mengarah pada mengorbankan pemegang saham minoritas (Shleifer & Vishny, 1997). Demsetz & Lehn (1985) juga menyatakan bahwa kepemilikan terkonsentrasi dapat mengarah kepada kinerja yang buruk karena adanya exposur besar perusahaan terhadap risiko bisnis. Ketika kepemilikan saham besar ini dikaitkan dengan kinerja perusahaan, beberapa penelitian menemukan suatu pengaruh yang positif, seperti yang dilakukan oleh Holderness & Sheehan (1988), McConnell & Servaes (1990), dan Joh (2003). Namun, beberapa penelitian lain menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan, termasuk penelitian dari Demsetz & Lehn (1985), Demsetz & Villalonga (2001), dan Weir et al., (2002).

Konsentrasi kepemilikan diartikan sebagai kepemilikan saham yang dimiliki oleh sebagian kecil individu atau kelompok, sehingga pemegang saham tersebut memiliki jumlah saham yang relatif lebih dominan dibandingkan dengan pemegang saham lainnya. Mengingat pada struktur kepemilikan yang terkonsentrasi, masalah agensi dapat timbul karena terdapat kurangnya keselarasan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas (Shleifer & Vishny, 1997).

Pemegang saham pengendali dari perusahaan IPO di Indonesia pada umumnya cenderung untuk mempertahankan hak kendali efektif mereka dan memiliki wewenang dalam pengambilan keputusan perusahaan. Seperti yang disarankan oleh Chandler (1990) dan Brennan & Franks (1997), perusahaan penerbit IPO memilih untuk *underprice* saham IPOnya, yang berdampak pada kelebihan permintaan sehingga pemegang saham pengendali dapat menghindari terjadinya

kepemilikan saham besar yang baru. Hal ini untuk mengantisipasi adanya pergeseran hak kendali atas perusahaan dari pemegang saham pengendali oleh investor baru yang potensial, sehingga pemegang saham pengendali cenderung menerima penetapan harga saham perdana dengan harga yang murah. Dengan demikian, berdasarkan pertimbangan diatas, maka hipotesis ketiga dinyatakan sebagai:

H3 : Konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing* perusahaan IPO.

Kepemilikan Instiusional dan Tingkat *Underpricing* Perusahaan IPO

Partisipasi dari investor institusional dalam kepemilikan perusahaan dipercaya mengarah pada peningkatan nilai perusahaan karena pengawasan yang dilakukan lebih efektif (Shleifer & Vishny, 1986). Dengan sumber daya dan keahlian yang mereka miliki, para investor institusional mempunyai insentif yang lebih kuat untuk memantau manajemen, mencegah para manajer dari membuat keputusan yang tidak optimal dan berperilaku oportunistik (Tihanyi et al., 2003; Velury & Jenkins, 2006). Gillan & Starks (2003) menyoroti bahwa investor institusional, khususnya para investor institusional asing, memainkan sebuah peran yang penting dalam meningkatkan tata kelola perusahaan di seluruh dunia. Demikian pula, Claessens & Fan, (2002) berpendapat bahwa partisipasi dari para investor institusional dapat meningkatkan praktik tata kelola perusahaan yang ada di perusahaan Asia Timur, karena perannya dalam mengurangi konflik agensi antara pengendali dari orang dalam dan investor dari luar yang timbul dari tingkat konsentrasi kepemilikan yang tinggi.

Diantara perusahaan yang melakukan IPO, Kiymaz (2000) menunjukkan pengaruh negatif berdasarkan pada sampel dari perusahaan yang melakukan IPO di Turki. Untuk kasus di Indonesia, investor institusional umumnya hanya memiliki porsi yang kecil dari jumlah saham pada perusahaan yang terdaftar di bursa. Pada perusahaan swasta (termasuk perusahaan yang IPO), kehadiran dari investor institusional ini jarang diamati. Oleh karena itu, peneliti memprediksikan bahwa para investor institusional dalam perusahaan IPO akan berkontribusi untuk mengurangi terjadinya masalah agensi antara pemegang saham pengendali dan para pemegang saham minoritas, sehingga meningkatkan praktik dari tata kelola perusahaan. Selain itu, kehadiran dari investor institusional ini dapat mengurangi terjadinya informasi yang asimetri antara perusahaan yang melakukan IPO dan calon investor baru, sehingga penerbit tidak perlu untuk menetapkan harga penawaran yang jauh lebih rendah untuk mencapai keberhasilan dari aktivitas IPO-nya. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut:

H4 : Kepemilikan Instiusional berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* perusahaan IPO.

METODE PENELITIAN

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah tingkat *underpricing* perusahaan IPO. *Underpricing* merupakan suatu fenomena dimana harga penawaran di pasar perdana nilainya lebih rendah dibandingkan dengan harga penutupan hari pertama di pasar sekunder. Tingkat *underpricing* dapat diukur menggunakan *initial returns* (IR) yang dihitung dengan harga penutupan pada hari pertama saham diperdagangkan di pasar sekunder dikurangi dengan harga penawaran pada pasar perdana kemudian dibagi dengan harga penawaran pada pasar perdana. Secara sistematis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Initial Return (IR)} = \frac{(\text{Pt1} - \text{Pt0})}{\text{Pt0}}$$

Keterangan :

IR: *Initial Return*

Pt₁: Harga penutupan pada hari pertama di pasar sekunder

Pt₀: Harga penawaran di pasar perdana

Variabel Independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut (I) Besaran Dewan Komisaris yang diukur menggunakan jumlah dewan komisaris yang menjabat di

perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia menggunakan data profil dewan komisaris sebelum tanggal IPO (II) Independensi Dewan Komisaris yang diukur dengan jumlah dewan komisaris independen dibagi dengan total keseluruhan dewan komisaris pada perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia menggunakan data profil dewan komisaris sebelum tanggal IPO, (III) Konsentrasi Kepemilikan diukur dengan cara melihat persentase dari jumlah saham biasa yang dipegang oleh pemegang saham terbesar di laporan tahunan menggunakan data tahun t-1 pada suatu perusahaan yang melakukan IPO di bursa, dan (IV) Kepemilikan Institusional yang diukur dengan melihat proporsi dari jumlah saham biasa yang dimiliki oleh investor institusional di laporan tahunan menggunakan data tahun t-1 pada suatu perusahaan yang melakukan IPO di bursa. Ada empat variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini yaitu Reputasi Auditor, *Firm Age*, *Firm Size*, dan ROA. Variabel Reputasi Auditor adalah variabel dikotomis, yang nilainya sama dengan 1 jika perusahaan diaudit oleh perusahaan audit yang berasosiasi dengan Big 4 (Ernst & Young, PricewaterhouseCoopers, KPMG, dan Deloitte) dan mendapat nilai 0 jika sebaliknya, *Firm Age* diukur dengan cara mengurangi tahun perusahaan saat melakukan IPO dengan tahun perusahaan tersebut berdiri, *Firm Size* diukur dengan cara melogaritmakan natural dari total aset di laporan tahunan menggunakan data tahun t-1, dan ROA dapat diukur dengan cara yaitu laba bersih dibagi total aset, nilainya diperoleh dari laporan tahunan menggunakan data tahun t-1.

Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel yang peneliti ambil dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan aktivitas pencatatan *Initial Public Offerings* (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2013-2017. Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini menggunakan *Purposive Sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif dan memenuhi syarat seperti berikut:

1. Penelitian ini tidak memasukkan perusahaan perbankan dikarenakan perbankan memiliki karakteristik yang berbeda dengan perusahaan umum dalam penyusunan laporan keuangan dan perbankan juga diawasi secara khusus oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK).
2. Penelitian ini tidak memasukkan perusahaan yang melakukan aktivitas *relisting*.
3. Penelitian ini tidak memasukkan perusahaan yang mengalami fenomena *overpricing*.
4. Penelitian ini tidak memasukkan perusahaan yang laporan keuangannya tidak berakhir pada 31 Desember setiap tahunnya.

Metode Analisis

Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi berganda. Untuk menguji hipotesis yang telah dibuat. Adapun model yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\text{Tingkat } \textit{underpricing} \text{ IPO} = \beta_0 + \beta_1 (\text{Besaran Dewan Komisaris}) + \beta_2 (\text{Independensi Dewan Komisaris}) + \beta_3 (\text{Konsentrasi Kepemilikan}) + \beta_4 (\text{Kepemilikan Institusional}) + \delta_1 (\text{Variabel Kontrol})$$

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel Penelitian

Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan aktivitas pencatatan saham (IPO) di pasar modal pada tahun 2013, 2014, 2015, 2016, dan 2017. Peneliti menggunakan sampel data pada tahun 2013, 2014, 2015, 2016, dan 2017 karena merupakan data terbaru dari perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO. Sampel diperoleh dengan beberapa syarat yang harus dipenuhi, yaitu:

1. Penelitian ini tidak memasukkan perusahaan perbankan dikarenakan perbankan memiliki karakteristik yang berbeda dengan perusahaan umum dalam penyusunan laporan keuangan dan perbankan juga diawasi secara khusus oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK).
2. Penelitian ini tidak memasukkan perusahaan yang melakukan aktivitas *relisting*.
3. Penelitian ini tidak memasukkan perusahaan yang mengalami fenomena *overpricing*.
4. Penelitian ini tidak memasukkan perusahaan yang laporan keuangannya tidak berakhir pada 31 Desember setiap tahunnya.

Tabel 1
Ringkasan Perolehan Sampel Penelitian

NO.	Kriteria Sampel Penelitian	Jumlah
1.	Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan melakukan aktivitas pencatatan saham perdana (IPO) pada tahun 2013, 2014, 2015, 2016, dan 2017	126
2.	Perusahaan perbankan	(12)
3.	Perusahaan <i>relisting</i>	(5)
4.	Perusahaan yang mengalami <i>overpricing</i>	(13)
5.	Perusahaan yang laporan keuangan tidak berakhir pada 31 Desember setiap tahunnya	(2)
6.	Jumlah	94 Firm-Years

Sumber: Data IDX dan telah di olah, 2018

Berdasarkan tabel 1, dapat disimpulkan bahwa dari total sampel sebanyak 94 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan melakukan aktivitas pencatatan saham perdana (IPO) pada tahun 2013, 2014, 2015, 2016, dan 2017 kemudian dikurangi dengan 11 perusahaan yang setelah di run SPSS mengandung data *Outlier*. Oleh sebab itu, jumlah sampel penelitian yang dapat diolah dan dilakukan analisis berjumlah 83 perusahaan.

Statistik Deskriptif

Tabel 2
Statistik Deskriptif

Variabel	Kategori	Jumlah Perusahaan	Persentase
Reputasi Auditor	Diaudit KAP BIG FOUR	12	14,5%
	Tidak diaudit KAP BIG FOUR	71	85,5%

Variabel	Jumlah Dewan Komisaris	Jumlah Perusahaan	Persentase
Besaran Dewan Komisaris	2	23	27,70%
	3	37	44,60%
	4	10	12,05%
	5	9	10,84%
	6	4	4,81%

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean
Tingkat <i>Underpricing</i>	83	,00	,70	,3184
Independensi Dewan Komisaris	83	,33	,67	,4223
Konsentrasi Kepemilikan	83	,26	1,00	,7707
Kepemilikan Institusional	83	,00	,44	,0477
Firm Size	83	14439716356,00	7602826934708,00	1451396168063,3975
ROA	83	-,24	,36	,0669
Umur Perusahaan	83	2	46	17,9

Sumber: Data yang telah diolah, 2018

Tabel 2 merupakan output analisis statistik deskriptif yang mana dapat diketahui bahwa jumlah sampel penelitian sebanyak 83. Tingkat *underpricing* yang merupakan variabel dependen memiliki nilai maksimum sebesar 0,70 dan memiliki nilai minimum sebesar 0,00. Nilai maksimum sebesar 0,70 berarti bahwa terdapat perusahaan yang mengalami fenomena *underpricing* paling tinggi ketika melakukan IPO, terdapat 13 perusahaan IPO yang memiliki nilai 0,70. Tingkat *underpricing* memiliki nilai rata-rata sebesar 0,3184, maka dapat disimpulkan bahwa secara umum perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini memiliki tingkat *underpricing* yang tergolong tinggi karena fenomena *underpricing* perusahaan IPO di Indonesia memang tergolong tinggi.

Besaran dewan komisaris memiliki nilai maksimum sebesar 6 dan nilai minimumnya sebesar 2. Besaran dewan komisaris pada perusahaan sampel yang memiliki 2 anggota dewan sebanyak 23 (27,70%) perusahaan, 3 anggota dewan sebanyak 37 (44,60%) perusahaan, 4 anggota dewan sebanyak 10 (12,05%) perusahaan, 5 anggota dewan sebanyak 9 (10,84%) perusahaan, dan terakhir yang memiliki 6 anggota dewan sebanyak 4 (4,81%) perusahaan.

Independensi dewan komisaris independen memiliki nilai maksimum sebesar 0,67 dan nilai minimum sebesar 0,33. Hasil dari uji statistik deskriptif menunjukkan bahwa tingkat independensi dewan komisaris pada perusahaan sampel paling tinggi dimiliki oleh 3 perusahaan dengan kode GOLL, VINS dan KINO, dan tingkat independensi terendah dimiliki oleh sebanyak 38 perusahaan. Nilai rata-rata sebesar 0,4223 yang berarti bahwa secara umum, tingkat independensi dewan komisaris dalam dewan pengawas pada perusahaan yang melakukan aktivitas IPO pada tahun 2013 sampai dengan 2017 adalah sebesar 0,4223 atau sebesar 42,23%.

Konsentrasi kepemilikan memiliki nilai maksimum sebesar 1,00 dan nilai minimum sebesar 0,26. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan sampel yang memiliki konsentrasi kepemilikan paling besar yaitu sebesar 1,00 (100%) dan paling kecil sebesar 0,26 dari seluruh jumlah saham biasa yang beredar. Nilai rata-rata dari konsentrasi kepemilikan sebesar 0,7707 yang berarti bahwa rata-rata proporsi pemegang saham pengendali pada perusahaan yang melakukan aktivitas IPO pada tahun 2013 sampai dengan 2017 sebesar 0,7707 atau 77,07% ini lebih besar dari 50%. Hal ini menunjukkan bahwa secara umum, kepemilikan saham pada perusahaan-perusahaan tersebut bersifat terkonsentrasi.

Kepemilikan institusional memiliki nilai maksimum sebesar 0,44 dan nilai minimum sebesar 0,00. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan sampel paling besar memiliki kepemilikan saham institusional sebesar 0,44 (atau 44%) dan paling kecil adalah sebesar 0,00. Nilai rata-rata kepemilikan institusional adalah sebesar 0,0477, berarti bahwa rata-rata proporsi kepemilikan saham institusional pada perusahaan sampel sebesar 0,0477 (4,77%).

Firm Size memiliki nilai maksimum sebesar Rp 7.602.826.934.708,00 dan nilai minimum sebesar Rp 14.439.716.356,00. Nilai rata-rata dari *firm size* yaitu sebesar Rp 1.451.396.168.063,40. Nilai maksimum sebesar Rp 7.602.826.934.708,00 dimiliki oleh perusahaan PT Puradelta Lestari Tbk (DMAS) dan nilai minimum sebesar Rp. 14.439.716.356,00 dimiliki oleh perusahaan PT Protech Mitra Perkasa Tbk (OASA).

Return on Assets (ROA) memiliki nilai maksimum sebesar 0,36 dan nilai minimum sebesar -0,24. Kemudian ROA memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0669 yang berarti bahwa kemampuan rata-rata perusahaan yang dijadikan sampel sebesar 6,69% dalam mengubah aset yang dibeli menjadi laba bersih. Nilai maksimum ROA dimiliki oleh perusahaan PT Sawit Sumbermas Sarana Tbk (SSMS) yang bermakna bahwa SSMS memiliki kemampuan untuk mengubah aset yang dibeli menjadi laba bersih sebesar 0,36 (atau 36%) dan nilai minimum ROA dimiliki oleh perusahaan PT Prima Cakrawala Abadi Tbk (PCAR) berarti bahwa PCAR belum mampu melakukan efisiensi dalam mengubah aset yang dibeli menjadi laba bersih, dikarenakan perusahaan mengalami kerugian atas kegiatan usahanya sebesar -0,24 (atau -24%).

Firm Age memiliki nilai maksimum sebesar 46 dan nilai minimum sebesar 2. Kemudian memiliki nilai rata-rata sebesar 17,9 yang berarti bahwa rata-rata perusahaan sampel pada saat melakukan IPO sudah berdiri sekitar 17,9 tahun lamanya. Perusahaan yang baru berdiri selama 2 tahun ketika melakukan aktivitas IPO antara lain adalah PT PP Properti Tbk (PPRO), PT Waskita Beton Precast Tbk (WSBP), dan PT Alfa Energi Investama Tbk (FIRE), dan untuk perusahaan yang berusia 46 tahun ketika pertama kali melakukan aktivitas IPO adalah PT Trisula Textile Industries Tbk (BELL).

Variabel kontrol selanjutnya yang termasuk kedalam variabel *dummy* adalah reputasi auditor. Hasil analisis statistik deskriptif menunjukkan bahwa sebanyak 12 dari 83 perusahaan yang dijadikan sampel (atau sebesar 14,5%) termasuk kedalam perusahaan yang laporan keuangannya telah diaudit oleh perusahaan audit Big Four, sedangkan 71 perusahaan lainnya (atau sebesar 85,5%) belum diaudit oleh perusahaan audit Big Four. Dapat disimpulkan bahwa sebagian besar perusahaan yang dijadikan sampel masih belum menggunakan jasa audit dari perusahaan yang termasuk kedalam Big Four.

Pembahasan Hasil Penelitian

Tabel 3
Ringkasan Hasil Uji Hipotesis

No.	Hipotesis	β	p-value	Kesimpulan
1.	Besaran dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>underpricing</i> perusahaan IPO.	-0,050	0,046	H1 diterima
2.	Independensi dewan komisaris (jumlah anggota dewan komisaris independen dalam dewan pengawas) berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>underpricing</i> perusahaan IPO.	-0,721	0,007	H2 diterima
3.	Konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap tingkat <i>underpricing</i> perusahaan IPO.	-0,113	0,328	H3 ditolak
4.	Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>underpricing</i> perusahaan IPO.	-0,135	0,613	H4 ditolak

Sumber: data yang telah diolah, 2018

Dalam penelitian ini, peneliti menemukan bahwa besaran dewan komisaris dalam perusahaan, maka akan berpengaruh terhadap tingkat efektivitas pengawasan yang dilakukan oleh para anggota dewan komisaris terhadap dewan direksi. Dengan lebih banyak nasihat yang diberikan oleh dewan komisaris agar kinerja dari manajemen perusahaan yang dijalankan oleh dewan direksi menjadi lebih baik dan lebih efektif. Ketika kinerja manajemen menjadi lebih baik maka hal ini dapat mengurangi terjadinya *underpricing* dan karena hal itu akan membuat investor potensial percaya untuk menanamkan modalnya pada perusahaan. Jumlah anggota dewan komisaris yang besar juga dapat meminimalkan terjadinya konflik agensi. Konflik agensi yang dimaksud disini adalah konflik agensi tipe I yang disebabkan karena adanya asimetri informasi antara pemegang saham dan manajer dalam hal ini berarti dewan direksi. Ketika kepemilikan informasi yang tidak setara antara pemegang saham dan manajer, maka manajemen (agen) akan mempunyai kecenderungan untuk melakukan moral hazard demi keuntungan dan kepentingan dari manajemen sendiri dengan mengorbankan dan merugikan para pemegang saham. Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Certo et al., (2001) yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* perusahaan IPO.

Keberadaan dewan komisaris independen sangat penting di dalam suatu perusahaan, ini karena sering ditemukannya konflik kepentingan antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Oleh sebab itu, proporsi dewan komisaris independen pada struktur dewan komisaris sangat diperlukan untuk dapat mengurangi masalah agensi antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Komisaris independen akan melakukan pengawasan secara objektif dan dapat memberikan nasihat yang efektif, hal ini dikarenakan mereka tidak memiliki afiliasi bisnis maupun hubungan keluarga dengan pemilik perusahaan sehingga mereka bertindak tanpa pengaruh dari pihak lain. Tingginya independensi dewan komisaris juga dapat dimanfaatkan untuk mengkomunikasikan informasi kepada calon investor potensial baru, sehingga dapat mengurangi terjadinya penyebaran informasi yang asimetri antara perusahaan dengan calon investor potensial. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil yang ditemukan oleh Lin & Chuang (2011) yang menerangkan bahwa proporsi dewan dari pihak luar (komisaris independen) yang

independen secara negatif dan signifikan berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* perusahaan yang melakukan IPO di Taiwan.

Dalam penelitian ini ditemukan bahwa konsentrasi kepemilikan pada perusahaan di Indonesia tidak berpengaruh signifikan pada terjadinya fenomena *underpricing*, dikarenakan proporsi saham yang ditawarkan oleh perusahaan-perusahaan yang melakukan aktivitas IPO umumnya rendah atau sebagian kecil saja dari jumlah saham biasa, sehingga mencegah pemegang saham mayoritas baru yang dapat memaksakan adanya pengawasan tambahan pada perusahaan. Hasil penelitian ini berlawanan dengan apa yang dilakukan oleh Brennan & Franks (1997) yang menyatakan bahwa kelebihan permintaan saham berpengaruh signifikan positif terhadap tingkat *underpricing* dengan sampel perusahaan di Inggris. Namun, hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Darmadi & Gunawan (2013) yang menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh signifikan antara konsentrasi kepemilikan terhadap tingkat *underpricing* perusahaan IPO.

Kepemilikan institusional tidak terlalu memberikan pengawasan yang efektif terhadap manajemen perusahaan dan tidak dapat mencegah timbulnya masalah agensi antara manajer dan pemegang saham. Hal ini dikarenakan di Indonesia kepemilikan institusional hanya memiliki porsi kepemilikan saham yang kecil dibandingkan dengan pemegang saham pengendali dan kecenderungan adanya kompromi antara pemegang saham pengendali dengan manajemen sehingga mengabaikan para pemegang saham minoritas. Pada perusahaan swasta (termasuk perusahaan yang IPO), kehadiran dari investor institusional ini juga masih jarang diminati karena sifatnya yang terbatas. Hasil penelitian ini berlawanan dengan hasil yang dilakukan oleh Kiyamaz (2000) yang menunjukkan bahwa terdapat pengaruh secara negatif dan signifikan terhadap tingkat *underpricing* berdasarkan pada sampel dari perusahaan yang melakukan IPO di Turki. Namun, hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Gunarsih et al., (2014) yang menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh signifikan antara kepemilikan institusional dengan tingkat *underpricing* perusahaan IPO.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh antara Besaran Dewan Komisaris, Independensi Dewan Komisaris, Konsentrasi Kepemilikan, dan Kepemilikan Institusional dengan tingkat *underpricing* perusahaan IPO. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang melakukan aktivitas penawaran saham perdana (IPO) di Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam periode waktu dari tahun 2013-2017. Setelah tahap pengumpulan data, pengolahan data, analisis dan interpretasi hasil atas pengujian, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

Besaran dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* perusahaan IPO. Dalam penelitian ini, peneliti menemukan bahwa besaran dewan komisaris dalam perusahaan, maka akan berpengaruh terhadap tingkat efektivitas pengawasan yang dilakukan oleh para anggota dewan komisaris terhadap dewan direksi. Dengan lebih banyak nasihat yang diberikan oleh dewan komisaris agar kinerja dari manajemen perusahaan yang dijalankan oleh dewan direksi menjadi lebih baik dan lebih efektif. Ketika kinerja manajemen menjadi lebih baik maka hal ini dapat mengurangi terjadinya *underpricing* dan karena hal itu akan membuat investor potensial percaya untuk menanamkan modalnya pada perusahaan. Jumlah anggota dewan komisaris yang besar juga dapat meminimalkan terjadinya konflik agensi. Konflik agensi yang dimaksud disini adalah konflik agensi tipe I yang disebabkan karena adanya asimetri informasi antara pemegang saham dan manajer dalam hal ini berarti dewan direksi.

Independensi dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* perusahaan IPO. Keberadaan dewan komisaris independen sangat penting di dalam suatu perusahaan, ini karena sering ditemukannya konflik kepentingan antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Oleh sebab itu, proporsi dewan komisaris independen pada struktur dewan komisaris sangat diperlukan untuk dapat mengurangi masalah agensi antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Komisaris independen akan melakukan pengawasan secara objektif dan dapat memberikan nasihat yang efektif, hal ini dikarenakan mereka tidak memiliki afiliasi bisnis maupun hubungan keluarga dengan pemilik perusahaan sehingga mereka bertindak tanpa pengaruh dari pihak lain. Tingginya independensi dewan komisaris juga dapat dimanfaatkan untuk mengkomunikasikan informasi kepada calon

investor potensial baru, sehingga dapat mengurangi terjadinya penyebaran informasi yang asimetri antara perusahaan dengan calon investor potensial.

Keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini adalah penelitian ini hanya berfokus pada variabel atribut tata kelola perusahaan yang ditunjukkan dengan struktur kepemilikan dan struktur dewan, sehingga masih terdapat sistem pengendalian internal lain yang dapat digunakan dalam penelitian untuk menganalisis pengaruh variabel independen lain terhadap tingkat *underpricing* perusahaan IPO. Penelitian ini juga hanya menggunakan satu teori yaitu teori agensi, ini disebabkan karena penelitian ini hanya berfokus pada konflik agensi tipe I dan II, yaitu antara pemegang saham dan manajer serta antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Peneliti memberikan saran yang dapat digunakan oleh peneliti selanjutnya yaitu untuk menambahkan variabel-variabel independen lain yang bisa mempengaruhi tingkat *underpricing* perusahaan IPO seperti atribut lain dalam tata kelola perusahaan yang belum digunakan dalam penelitian ini, beberapa diantaranya komposisi dewan direksi, pengungkapan risiko yang dilaporkan dalam laporan tahunan dan juga dapat menambahkan variabel keuangan (ROE, NPM, leverage) dan non keuangan (reputasi underwriter).

REFERENSI

- Anderson, R.C. & Reeb, D.M., 2003. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), pp.1301-28.
- Baysinger, B.D. & Butler, H.N., 1985. Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1(1), pp.101-24.
- Baysinger, B.D., Kosnik, R.D. & Turk, T.A., 1991. Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy. *The Academy of Management Journal*, 34(1), pp.205-14.
- Boone, A.L., Field, L.C., Karpoff, J.M. & Raheja, C.G., 2007. The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), pp.66-101.
- Booth, J.R. & Chua, L., 1996. Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, 41, pp.291-310.
- Brennan, M.J. & Franks, J., 1997. Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK. *Journal of Financial Economics*, 45(3), pp.391-413.
- Bruton, G.D., Filatotchev, I. & Chahine, S., 2010. Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments. *Strategic Management Journal*, 491-509, p.31.
- Caselli, S., 2010. *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*. Burlington, Massachusetts, United States of America: Academic Press/Elsevier, Oxford.
- Certo, S.T., Daily, C.M. & Dalton, D.R., 2001. Signalling firm value through board structure. *Entrepreneurship Theory & Practice*, pp.33-50.
- Chandler, A., 1990. *Scale and scope: the dynamics of industrial capitalism*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Claessens, S., Djankov, S. & Lang, L.H.P., 2000. The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, pp.81-112.
- Claessens, S. & Fan, J.P.H., 2002. Corporate Governance in Asia: A Survey. *International Review of Finance*, 3(2), pp.71-103.
- Claessens, S. & Yurtoglu, B.B., 2013. Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, pp.1-33.
- Coles, J.L., Daniel, N.D. & Naveen, L., 2008. Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87, pp.329-56.
- Dalton, D.R., Daily, C.M., Johnson, J.L. & Ellstrand, A.E., 1999. Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis. *The Academy of Management Journal*, 42(6), pp.674-86.
- Damodaran, A., 2010. *Applied Corporate Finance, Third Edition*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Darmadi, S. & Gunawan, R., 2013. Underpricing, board structure, and ownership: An empirical examination of Indonesian IPO firms. *Managerial Finance*, pp.181-200.

- Demsetz, H. & Lehn, K., 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), pp.1155-77.
- Demsetz, H. & Villalonga, B., 2001. Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 7(3), pp.209-33.
- Espenlaub, S. & Tonks, I., 1998. Post-IPO Directors' Sales and Reissuing Activity: An Empirical Test of IPO Signalling Models. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25, pp.1037-79.
- Faccio, M. & Lang, L.H.P., 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65, pp.365-95.
- Fama, E.F. & Jensen, M.C., 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, 26(2), pp.301-25.
- Filatotchev, I. & Bishop, K., 2002. Board composition, share ownership, and 'underpricing' of U.K. IPO firms. *Strategic Management Journal*, 23, pp.941-55.
- Finkle, T.A., 1998. The Relationship Between Boards of Directors and Initial Public Offerings in the Biotechnology Industry. *Entrepreneurship Theory & Practice*, pp.5-29.
- Gillan, S.L. & Starks, L.T., 2003. Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2), pp.4-22.
- Goodstein, J., Gautam, K. & Boeker, W., 1994. The Effects of Board Size and Diversity on Strategic Change. *Strategic Management Journal*, 15(3), pp.241-50.
- Gunarsih, T., Handayani, W. & Wijayanti, L.E., 2014. Pengaruh Pengungkapan Intellectual Capital dan Kepemilikan Institusi Terhadap Underpricing pada Penawaran Umum Perdana. *EKOBIS*, 15(1), pp.85-101.
- Hermalin, B.E. & Weisbach, M.S., 2003. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *FRBNY Economic Policy Review*, 9(1), pp.1-20.
- Holderness, C.G. & Sheehan, D.P., 1988. The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, pp.317-46.
- Howton, S.D., Howton, S.W. & Olson, G.T., 2001. Board Ownership and IPO Returns. *JOURNAL OF ECONOMICS AND FINANCE*, 25(1), pp.100-14.
- Ibbotson, R.G. & Ritter, J.R., 1995. Initial Public Offerings. *R. Jarrow et al., Eds., Handbooks in OR & MS, Vol 9*, pp.993-1016.
- Jensen, M.C., 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), pp.831-80.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, pp.305-60.
- Joh, S.W., 2003. Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics*, 68(2), pp.287-322.
- Kiyamaz, H., 2000. The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market: evidence from Istanbul stock exchange. *Journal of Multinational Financial Management*, 10(2), pp.213-27.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. & Shleifer, A., 1999. Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), pp.471-517.
- Lemmon, M.L. & Lins, K.V., 2003. Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *The Journal of Finance*, 58(4), pp.1445-68.
- Lin, C.P. & Chuang, C.M., 2011. Principal-Principal Conflicts and IPO Pricing in an Emerging Economy. *Corporate Governance: An International Review*, pp.585-600.
- Lipton, M. & Lorsch, J.W., 1992. A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *The Business Lawyer*, 48(1), pp.59-77.
- Li, M. & Simerly, R.L., 1998. The Moderating Effect of Environmental Dynamism on the Ownership and Performance Relationship. *Strategic Management Journal*, 19(2), pp.169-79.
- McConnell, J.J. & Servaes, H., 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial economics*, 27, pp.595-612.
- Myers, S.C., 1984. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, pp.575-92.
- Pearce, J.A.I. & Zahra, S.A., 1992. Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29(4), pp.411-38.
- Rock, K., 1986. Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, pp.187-212.

- Shivdasani, A., 1993. Board composition, ownership structure, and hostile takeovers*. *Journal of Accounting and Economics*, pp.167-98.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W., 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), pp.461-88.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W., 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), pp.737-83.
- Tihanyi, L., Johnson, R.A., Hoskisson, R.E. & Hitt, M.A., 2003. Institutional Ownership Differences and International Diversification: The Effects of Boards of Directors and Technological Opportunity. *The Academy of Management Journal*, 46(2), pp.195-211.
- Velury, U. & Jenkins, D.S., 2006. Institutional ownership and the quality of earnings. *Journal of Business Research*, 59(9), pp.1043-51.
- Venkatesh, S. & Neupane, S., 2005. *Does Ownership Structure Effect IPO underpricing: Evidence from Thai IPOs*. working paper. Bangkok, Thailand: Asian Institute of Technology.
- Weir, C., Laing, D. & McKnight, P.J., 2002. Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 29 (5-6), pp.579-611.
- Williamson, O.E., 1985. *The Economic Institutions of Capitalism*. New York, NY: The Free Press.
- Yatim, P., 2011. Underpricing and board structures: an investigation of Malaysian initial public offerings (IPOs). *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 7(1), pp.73-93.
- Yong, O., 2007. A review of IPO research in Asia: What's next? *Pacific-Basin Finance Journal*, 15, pp.253-75.