

## ANALISIS PENGARUH STRUKTUR DEWAN KOMISARIS, KEPEMILIKAN, DAN VARIABEL REPUTASI TERHADAP IPO UNDERPRICING DI INDONESIA

Nindia Putri Patahita  
Etna Nur Afri Yuyetta<sup>1</sup>

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50235, Phone: +622476486851

### ABSTRACT

*This study aims to examine whether underpricing is associated with board of commissioners structure, ownership, and variable of reputations, and how those variables affecting IPO underpricing in the Indonesian equity market. To get the latest development, samples in this study is using Indonesian firms that conducting IPO in the period of 2014-2017. Sampling uses a purposive sampling method that leaves 88 companies as the research sample. The independent variables in this study are size of the board of commissioners, independence of the board of commissioners, concentrated ownership, institutional ownership, underwriter reputation, and auditor reputation. This research model was tested using multiple regression analysis. The results showed that the structure of the board of commissioners, concentrated ownership, and the underwriter reputation is negatively related to underpricing which indicated that those variables had a large role to in reducing information asymmetry between the issuer and investors. The auditor reputation variable proved to have a positive effect and the last is institutional ownership variable is the only variable that had no effect on underpricing.*

*Keywords: underpricing, corporate governance, auditor, underwriter*

### PENDAHULUAN

Ketika sebuah perusahaan memutuskan untuk mendapatkan sumber pendanaan eksternal menurut Riyanto (2001) dapat dilakukan melalui sarana sumber dana pasar modal, yaitu dengan melaksanakan emisi saham atau *Initial Public Offering* atau disingkat IPO. Ketika sebuah perusahaan melakukan IPO maka dana yang terhimpun dari pihak pembeli saham akan dimanfaatkan untuk melakukan kegiatan pendanaan, kegiatan operasional, ekspansi dan mengubah struktur modal perusahaan saat ini (Husnan, 2001; Kurniawan, 2006). Contoh nyatanya yaitu dana yang berasal dari penawaran saham perdana digunakan untuk membeli aset baru, membiayai bagian riset dan pengembangan, melunasi pinjaman, dan lainnya. Di sisi lain, IPO bisa menambah biaya, kontrol perusahaan tidak lagi sepenuhnya dipegang oleh pemilik perusahaan, timbul biaya tenaga profesional yang terlibat, keharusan untuk memenuhi regulasi pasar saham, dan *underpricing* (Ibbotson and Ritter, 1995; Damodaran, 2010).

Ketika sebuah perusahaan melaksanakan IPO, ada dua kemungkinan yang dapat terjadi. Perusahaan dapat mengalami *underpricing* atau *overpricing*. *Underpricing* merupakan keadaan di mana harga saham pada saat penawaran perdana lebih rendah dibandingkan dengan ketika diperdagangkan di pasar sekunder (Prastiwi, 2001). IPO *underpricing* terjadi dikarenakan adanya informasi yang asimetris (asimetri informasi) yang terjadi antara perusahaan penerbit saham dan calon investor perusahaan tersebut, sehingga harga diskon saham memungkinkan untuk menarik para investor (Rock, 1986). *Underpricing* dimanfaatkan oleh emiten untuk memberi sinyal kepada calon investor

---

<sup>1</sup> Corresponding author

---

mengenai kualitas perusahaan (Leland, 1977). Dari sudut pandang investor, perusahaan yang harga sahamnya di pasar sekunder lebih tinggi daripada harga saat penawaran saham di pasar primer mengindikasikan bahwa nilai perusahaan lebih tinggi dari yang ditawarkan. Dalam konteks ini harga saham merupakan cerminan dari nilai perusahaan. Sinyal tersebut dapat digunakan sebagai penilaian tentang kondisi perusahaan saat itu. Menurut Beatty dan Ritter (1986) semakin tinggi tingkat *underpricing*, perusahaan tersebut memiliki tingkat ketidakpastian yang tinggi pula. Johnston dan Madura (2009) menunjukkan bahwa perusahaan IPO yang memiliki keasimetrisan informasi yang tinggi maka akan menyebabkan tingkat *underpricing* yang tinggi.

Hal lain yang juga mempengaruhi IPO *underpricing* yaitu *corporate governance* atau tata kelola perusahaan. Tata kelola perusahaan yang terdiri dari mekanisme internal dan eksternal untuk meminimalkan konflik agensi, dimana muncul antara manajer dan para pemegang saham di perusahaan yang sebagian besar kepemilikannya dipegang oleh pemegang saham (Jensen and Meckling, 1976). Menurut Shleifer and Vishny (1997) konflik agensi juga bisa muncul diantara pemegang saham terbesar atau pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas di perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi.

Sesuai studi oleh Baysinger *et al.* (1991) dan Shivdasani, (1993), penelitian tentang tata kelola perusahaan berfokus pada dua struktur, yaitu karakteristik dewan dan struktur kepemilikan. Hubungan yang dimiliki antara karakteristik dewan dan *Underpricing* telah diteliti oleh Finkle (1998), (Certo *et al.* 2001), dan Howton *et al.* (2001). Selain itu penelitian tentang hubungan antara struktur kepemilikan dan *underpricing* telah diteliti oleh Booth dan Chua (1996), Filatotchev and Bishop (2002), dan Bruton *et al.* (2010). Perlu diingat bahwa penelitian yang dilakukan di lingkungan negara berkembang berbeda dengan negara maju. Contohnya menggunakan sampel perusahaan IPO di Cina, Taiwan dan Malaysia seperti dalam penelitian Chen and Strange (2014), Lin dan Chuang (2011), dan Yatim (2011). Negara maju dan negara berkembang memiliki lingkungan kelembagaan yang berbeda, yang nantinya variabel tata kelola perusahaan kepada *underpricing* di negara berkembang akan berbeda dengan negara maju (Venkatesh and Neupane, 2005). Penelitian lain yang telah dilakukan oleh Salim Darmadi dan Randy Gunawan pada tahun 2013. Keduanya meneliti fenomena IPO *underpricing* dilihat dari faktor yang mempengaruhinya, yaitu struktur dewan dan struktur kepemilikan.

Penelitian ini akan meneliti hubungan antara tata kelola perusahaan yang dilihat dari struktur dewan komisaris dan struktur kepemilikan saham terhadap IPO *underpricing*. Penelitian ini juga menambahkan variabel reputasi auditor dan reputasi *underwriter* sebagai variabel independen, karena penelitian kedua variabel tersebut terhadap IPO *underpricing* masih sedikit ditemukan dalam fenomena IPO di Indonesia. Selain itu peneliti menggunakan sampel perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2014-2017.

## **KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS**

Terjadinya fenomena *underpricing* sangat berkaitan erat dengan teori agensi dan teori sinyal. Hal ini disebabkan karena *underpricing* disebabkan karena *agency problem* yang menyebabkan asimetri informasi. Selain itu sinyal yang diberikan perusahaan juga menjadi salah satu faktor penentu investor untuk melakukan investasi di perusahaan yang melaksanakan IPO dan bagaimana informasi yang diberikan oleh perusahaan mempengaruhi pergerakan harga saham di pasar sekunder.

### **Ukuran Dewan Komisaris dan IPO *Underpricing***

Berle dan Means (1923) menyebutkan bahwa dalam bisnis modern saat ini di mana kepemilikan perusahaan dipisahkan dari kontrol perusahaan ada masalah agensi. Menurut Jensen and Meckling (1976) masalah agensi disebabkan karena adanya ketidaksielarasan

antara pemegang saham dan manajer perusahaan. Dalam perusahaan yang sahamnya dimiliki secara terkonsentrasi oleh pemegang saham yang besar dan tunggal, kemungkinan keadaannya akan berbeda. Kepemilikan saham terkonsentrasi memungkinkan untuk manajer dan pemegang saham memiliki kepentingan yang selaras. Di lain pihak, dengan adanya konsentrasi kepemilikan saham, pemegang saham pengendali berkemungkinan untuk mengambil kekayaan perusahaan tapi tanpa mempedulikan pemegang saham minoritas (Shleifer and Vishny, 1997).

Di sini dewan komisaris memegang peran yang besar untuk meminimalkan terjadinya masalah agensi antara manajer dan para pemegang saham atau antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Fungsi dewan komisaris sendiri yaitu mengawasi kerja direksi sekaligus mewakili kepentingan pemegang saham. Jumlah dewan komisaris sangat mempengaruhi jalannya tata kelola perusahaan karena meningkatkan keefektifan pengawasan perusahaan. Seperti yang dikatakan Dalton (1999) dalam penelitiannya bahwa semakin besar ukuran dewan komisaris pada suatu perusahaan akan memberikan keuntungan yang besar karena pengawasan akan meningkat, terutama pada perusahaan yang besar dan kompleks. Boone *et al.* (2007) mengatakan bahwa ukuran dewan yang besar mampu melakukan monitoring yang lebih efektif sehingga menekan manajer untuk tidak mengambil keputusan yang merugikan bagi pemegang saham. Pandangan yang berbeda dari Lipton dan Lorsch (1992) dan Jensen (1993), dewan yang lebih kecil lebih efektif, karena dewan yang lebih besar cenderung mengarah pada masalah koordinasi saat pengambilan keputusan. Oleh karena itu banyaknya orang yang menjabat sebagai dewan komisaris tetap memiliki batasan di mana pengawasan dilakukan secara efektif. Jumlah dewan komisaris sebaiknya disesuaikan dengan kondisi dan kebutuhan perusahaan.

Dalam konteks IPO, penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang mendukung pernyataan bahwa ukuran dewan komisaris yang semakin besar dapat menurunkan tingkat *underpricing*. Carter *et al.* (1998) dan Certo *et al.* (2001) menunjukkan bahwa ukuran dewan berpengaruh secara negatif terhadap *underpricing*. Mengacu pada penelitian (Darmadi dan Gunawan, 2013), dengan memperkirakan bahwa ukuran dewan yang lebih besar mengindikasikan bahwa, ketidakpastian dapat dikurangi karena pemantauan yang lebih efektif (Boone *et al.*, 2007). Maka dari itu ditarik sebuah hipotesis sebagai berikut:

H1: Ukuran dewan komisaris berpengaruh secara negatif terhadap IPO *underpricing*.

### **Independensi Dewan Komisaris dan IPO *Underpricing***

Salah satu yang menjadi bahan penelitian tentang mekanisme tata kelola perusahaan yaitu independensi dewan. Menurut Williamson (1985) dan Jensen and Meckling (1976) berpendapat jika mayoritas dewan berasal dari pihak luar (dewan independen) mampu meminimalkan tingkat masalah agensi karena dianggap akan meningkatkan pengawasan menjadi lebih efektif, sehingga kekayaan perusahaan tidak diambil alih dan merugikan para pemegang saham. Shleifer and Vishny (1997) berpendapat jika dewan yang berasal dari luar perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi dapat membantu menekan tindakan oportunitis pemegang saham pengendali yang dapat merugikan para pemegang saham minoritas, namun dewan yang didominasi oleh dewan yang berasal dari luar dapat menyebabkan pengawasan berlebihan dan menghambat jalannya strategi perusahaan (Fama and Jensen, 1983; Baysinger and Butler, 1985; Goodstein *et al.*, 1994).

Sehubungan dengan IPO, Lin and Chuang (2011) menunjukkan bahwa tingkat independensi dewan berhubungan negatif terhadap IPO *underpricing* di perusahaan Taiwan. Begitu juga dengan penelitian oleh Filatotchev and Bishop (2002) yang hasilnya menunjukkan bahwa tingkat independensi dewan mempengaruhi secara negatif terhadap

IPO *underpricing* di perusahaan yang berada di Inggris, namun Yatim (2011) tidak berhasil menemukan adanya hubungan yang signifikan antara independensi dewan komisaris dengan IPO *underpricing* di perusahaan Malaysia. Keberadaan dewan komisaris independen di Indonesia diharapkan mampu meningkatkan efektivitas pengawasan dan melindungi kepentingan pemegang saham minoritas. Lin dan Chuang (2011) mengatakan bahwa dewan komisaris independen bisa meminimalkan masalah agensi antara pemegang saham pengendali dan emegang saham minoritas. Begitu juga dapat menginformasikan kepada calon investor sehingga mengurangi asimetri informasi (Espenlaub dan Tonks, 1998). Dari uraian tersebut maka hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H2: Independensi dewan komisaris berpengaruh secara negatif terhadap IPO *underpricing*.

### **Konsentrasi Kepemilikan dan IPO *Underpricing***

Menurut Lemmon dan Lins (2003) struktur kepemilikan merupakan penentu fundamental yang dapat memperbesar masalah agensi antara pihak dalam dengan pihak luar, di mana hal tersebut dapat mempengaruhi penilaian perusahaan. Selama ini konsep masalah agensi menyatakan bahwa minimnya keselarasan antara manajer dan pemegang saham, yang mana manajer cenderung mementingkan kepentingan pribadi, akan menyebabkan pemegang saham tidak mendapat kekayaan secara maksimal (Jensen and Meckling, 1976). Keadaan seperti ini disebut *Agency Problem I*. *Agency problem I* ditemukan pada perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan tersebar yang dapat ditemukan di Kanada, Irlandia, Jepang, Inggris, dan Amerika (La Porta *et al.*, 1999). Beda halnya pada perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi, yang mana pemegang saham terbesar menjadi pemegang saham pengendali. Masalah agensi yang muncul di antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas disebut *Agency Problem II* (Shleifer and Vishny, 1986).

Li and Simerly (1998) berpendapat bahwa kepemilikan terkonsentrasi dapat dilihat sebagai mekanisme pengawasan, sehingga kepentingan manajemen dan pemegang saham selaras dan meningkatkan nilai perusahaan juga menguntungkan bagi pemegang saham minoritas, namun menurut Shleifer and Vishny (1997) hal ini memungkinkan untuk pemegang saham pengendali mencari keuntungan untuk dirinya sendiri yang kemudian menimbulkan biaya bagi pemegang saham minoritas. Demsetz and Lehn (1985) mengatakan hal ini dapat menyebabkan kinerja yang buruk karena perusahaan akan terpapar oleh risiko bisnis. Holderness dan Sheehan (1988), McConnell dan Servaes (1990), dan Joh (2003) melakukan penelitian yang menyatakan bahwa kepemilikan saham yang besar berkaitan dengan kinerja perusahaan.

Pemegang saham pengendali di perusahaan IPO Indonesia cenderung mempertahankan kontrol efektifnya. Seperti yang dinyatakan oleh Chandler (1980) dan Brennan and Franks (1997), Issuer dapat memilih untuk underprice saham IPO, yang memungkinkan oversubscription dan dapat menyebabkan pemegang saham pengendali untuk menghindari kepemilikan saham baru yang besar. Maka dari itu ditarik sebuah hipotesis sebagai berikut:

H3: Kepemilikan terkonsentrasi berpengaruh secara positif terhadap IPO *underpricing*.

### **Kepemilikan Institusional dan IPO *Underpricing***

Adanya kepemilikan saham oleh perusahaan institusional dipercaya mampu meningkatkan nilai perusahaan karena pengawasan yang lebih efektif (Shleifer and Vishny, 1986). Dengan sumber daya dan keahlian yang mereka miliki, investor institusional memiliki insentif yang lebih kuat untuk mengawasi manajemen, mencegah manajer membuat keputusan yang kurang optimal dan berperilaku memanfaatkan peluang

(Tihanyi *et al.*, 2003, Velury dan Jenkins, 2006). Gillan and Starks (2003) menambahkan bahwa investor institusional, terutama investor institusional dari luar negeri, memiliki peran yang penting dalam meningkatkan *corporate governance* di seluruh negara. Begitu juga dengan (Claessens *et al.*, 2003) yang berpendapat bahwa dengan adanya investor institusional dapat meningkatkan praktik tata kelola perusahaan di Asia Timur, karena keberadaannya yang mengurangi adanya konflik agensi yang terjadi antara agen dan investor yang memiliki konsentrasi kepemilikan saham yang tinggi.

Di dalam penelitian tentang IPO, Bird dan Yeung (2010) dan Lin and Chuang (2011) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap IPO *underpricing* perusahaan di Australia dan Taiwan, namun hasil penelitian Kiyamaz (2000) bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap IPO *underpricing* perusahaan di Turki.

Kasus yang ada di Indonesia yaitu biasanya investor institusional hanya memiliki sedikit saham di perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan kehadirannya jarang diamati. Dengan adanya institusional di perusahaan IPO akan ikut berperan dalam meningkatkan praktik *corporate governance* karena diperkirakan akan meminimalkan masalah agensi antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas dan mengurangi asimetri informasi antara perusahaan IPO dan calon investor. Maka dari itu ditarik sebuah hipotesis sebagai berikut:

H4: Kepemilikan institusional berpengaruh secara negatif terhadap IPO *underpricing*.

### **Reputasi Underwriter dan IPO Underpricing**

Reputasi *underwriter* atau penjamin emisi saham mungkin mempengaruhi pendapat para investor tentang bagaimana kualitas perusahaan dan bagaimana prospek masa depannya. Logue *et al.*, (2002) mengatakan bahwa, karena perusahaan melakukan *go-public* hanya sekali, emiten tidak dapat menggunakan reputasi mereka sendiri untuk menjual saham secara efisien. Biasanya perusahaan yang akan *go-public* mengandalkan jasa dari *underwriter* untuk memasarkan saham perdana mereka. Maka dari itu, reputasi auditor sangat penting selama proses IPO.

*Underwriter* memiliki pengetahuan tentang nilai saham perusahaan sejenis dan kondisi pasar saham secara menyeluruh. Dengan menunjuk seorang *underwriter* yang bereputasi baik, perusahaan dapat mengurangi risiko yang ada dalam menawarkan saham kepada publik, sehingga mengurangi risiko terjadinya *underpricing*. Kemampuan dan pengetahuan yang dimiliki oleh seorang *underwriter* merupakan jaminan bagi perusahaan. Seorang *underwriter* yang bereputasi baik akan meyakinkan emiten bahwa proses IPO ditangani dengan baik dan benar.

Penelitian yang dilakukan oleh Singh (1998) dan Walker (2008) yang menyatakan bahwa *underwriter* reputation mempunyai hubungan negatif terhadap *underpricing*. Kooli dan Suret (2001) membuktikan bahwa tingkat *underpricing* IPO di Kanada, ditangani oleh *underwriter* kurang bereputasi mencapai 31,13%, dan tingkat *underpricing* sebesar 9,37% yang ditangani oleh *underwriter* bergengsi. Mereka menyimpulkan bahwa reputasi *underwriter* berkorelasi dengan tingkat *underpricing* IPO. Berdasarkan uraian tersebut, rumusan hipotesis kelima penelitian ini adalah:

H5: Reputasi *underwriter* berpengaruh secara negatif terhadap IPO *underpricing*.

### **Reputasi Auditor dan IPO Underpricing**

Auditor memiliki peran yang penting saat melakukan IPO. Arens and Loebbecke (1996) menunjukkan bahwa seorang auditor harus kompeten, independen, dan mampu melaporkan kesesuaian informasi laporan keuangan yang diaudit. Peran penting dari audit adalah untuk mendeteksi kecurangan oleh orang dalam dan untuk mencegah perilaku

tersebut (Jensen and Meckling, 1976). Auditor memiliki insentif untuk menyelidiki dan melaporkan penyimpangan dari aplikasi prinsip akuntansi karena kinerja auditor mempengaruhi reputasi mereka sendiri (Palmrose, 1988). Titman dan Trueman (1986) mengatakan di mana initial value untuk IPO adalah peningkatan fungsi kualitas audit.

Menurut Carpenter dan Strawser (1971) menyewa auditor yang sudah memiliki reputasi akan menyebabkan investor potensial menawarkan harga yang tinggi untuk membeli saham. Reputasi auditor mempengaruhi kredibilitas dari laporan keuangan perusahaan yang akan *go-public*. Untuk itu, agar kredibilitas perusahaan terjaga, perusahaan akan memilih auditor yang memiliki reputasi (Misnen, 2003). Hal ini akan menyebabkan investor potensial menawarkan dengan harga yang tinggi, sehingga tingkat *underpricing* akan menurun. Lagi pula, Hogan (1997) berpendapat bahwa auditor yang memiliki reputasi yang baik melakukan auditing yang berkualitas, di mana akan menekan terjadinya *underpricing* ketika suatu perusahaan melakukan IPO.

Menurut penelitian Beatty dan Ritter (1986), Rock (1986), dan Balvers *et al.* (1988) reputasi auditor membantu menekan ketidakpastian nilai perusahaan untuk menentukan nilai saham perdana. Penemuan Beatty (1989) menunjukkan bahwa tingkat *underpricing* lebih rendah untuk perusahaan dengan auditor yang lebih mahal dan agak bereputasi. Selain itu, Balvers *et al.* (1988) juga menemukan bahwa klien dengan auditor yang memiliki reputasi lebih tinggi, tingkat *underpricing*nya rendah. Temuan Simunic dan Stein (1987), Beatty (1989), dan Balvers *et al.* (1988) bahwa calon investor bersedia membayar premi untuk perusahaan yang memiliki auditor yang memiliki kredibilitas yang konsisten. Maka dari itu ditarik sebuah hipotesis sebagai berikut:

H6: Reputasi auditor berpengaruh secara negatif terhadap IPO *underpricing*.

## METODE PENELITIAN

### *Pemilihan Sampel dan Pengumpulan Data*

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini merupakan perusahaan yang telah melakukan *Initial Public Offering* (IPO) dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel yang diteliti yaitu 88 perusahaan yang melaksanakan IPO dan terdaftar di BEI pada periode 2014 hingga 2017. Semua sampel yang dipilih memiliki data yang diperlukan untuk melakukan penelitian. Data diperoleh dari laporan keuangan perusahaan, *Bloomberg*, *Yahoo! Finance*, *IDX Fact Book*, dan prospektus perusahaan.

### *Metode Penelitian*

Dengan menggunakan data tersebut, penelitian dilakukan dengan metode regresi linear berganda untuk menguji hipotesis apakah terjadi hubungan antara variabel dependen (*underpricing*) dengan variabel independen (ukuran dewan komisaris, independensi dewan omisatir, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor). Model penelitian dapat digambarkan sebagai berikut:

$$\text{Underpricing} = \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{Board Size}) + \beta_2 (\text{Board Independence}) + \beta_3 (\text{Ownership Concentration}) + \beta_4 (\text{Institutional Ownership}) + \beta_5 (\text{Underwriter Reputation}) + \beta_6 (\text{Auditor Reputation}) + \delta (\text{Control Variable})$$

*Underpricing* diukur menggunakan *initial returns*, dihitung dengan cara *closing price* hari pertama di pasar sekunder dikurangi dengan *offering price*, kemudian dibagi dengan *offering price*. Ukuran dewan komisaris diukur dengan menjumlahkan orang yang menjabat sebagai dewan komisaris. Independensi dewan diukur dengan cara membagi jumlah dewan komisaris independen dengan total dewan komisaris. Konsentrasi kepemilikan merupakan persentase kepemilikan saham terbesar, sedangkan kepemilikan institusional merupakan persentase saham yang dimiliki perusahaan institusional. Reputasi *underwriter* diukur menggunakan variabel *dummy* di mana nilai 1 diberikan untuk

perusahaan yang menggunakan *underwriter* yang termasuk 5 besar pada tahun penelitian dan nilai 0 diberikan apabila menggunakan *underwriter* selain 5 besar. Ranking *underwriter* didapat dari *IDX Factbook*. Terakhir reputasi auditor diukur menggunakan variabel *dummy* dimana nilai 1 diberikan apabila auditor yang digunakan termasuk dalam *the BIG 4* (PwC, EY, Deloitte, dan KPMG), sedangkan nilai 0 diberikan ketika perusahaan memakai auditor selain KAP *the BIG 4*. Variabel control dalam penelitian ini yaitu ROA dan umur perusahaan. ROA diukur menggunakan laba bersih dibagi dengan total asset dan umur perusahaan diukur dengan cara menghitung jumlah tahun dari perusahaan berdiri hingga melakukan IPO. Cara perhitungan variabel mengikuti penelitian Darmadi dan Gunawan pada tahun 2013.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### *Statistik Deskriptif*

Sebanyak 88 perusahaan di Indonesia telah melakukan IPO pada periode 2014 hingga 2017. Keadaan perusahaan IPO di Indonesia jika dilihat dari tabel statistik deskriptif menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan mengalami *underpricing*. Hal ini bisa dilihat dari rata-rata *underpricing* yang memiliki nilai 0,2358213. Begitu juga jika diamati dari data perusahaan IPO tahun 2014-2017 dimana sebesar 75% perusahaan mengalami *underpricing*.

#### Statistic Descriptive

Variabel	N	Min	Max	Mean	Std. Dev
<i>Underpricing</i>	88	-1,0000	1,93819	,2358213	,4544285
Ukuran dewan komisaris	88	2	8	3,2500000	1,2662279
Independensi dewan	88	1	3	1,4342105	,5963338
Konsentrasi kepemilikan	88	,2500	,99990	,5520682	,1814940
Kepemilikan institusional	88	,0000	,99990	,1088603	,1905578
ROA	88	-,5908	,2896	,0294841	,1019173
Umur perusahaan	88	2	65	20,8977273	14,4046925
		Variabel <i>Dummy</i>			
		1		0	
Reputasi <i>underwriter</i>	88	28		60	
Reputasi auditor	88	12		76	

Sumber: Data sekunder yang diolah tahun 2018

Keberadaan dewan komisaris di Indonesia paling sedikit yaitu dua dan paling banyak yaitu delapan orang, sedangkan jumlah dewan komisaris independen yaitu satu hingga tiga orang. Di Indonesia struktur kepemilikan bersifat terkonsentrasi, hal ini ditandai dari rata-rata kepemilikan terbesar pada suatu perusahaan yaitu kurang lebih 55%. Kepemilikan saham oleh perusahaan institusional cenderung sedikit, hal ini dibuktikan dengan rata-rata kepemilikan institusional sebesar 10% saja. Jika dilihat dari data, banyak sekali perusahaan yang menjadi sampel penelitian tidak memiliki investor institusional dalam perusahaannya sama sekali. Terdapat 28 perusahaan IPO yang menggunakan *underwriter* bereputasi dan sebanyak 12 perusahaan menggunakan jasa auditor yang termasuk ke dalam *the BIG 4*.

### *Hasil Pengujian Hipotesis dan Analisis*

Hasil uji regresi linier berganda yang dijelaskan pada tabel di bawah ini. Terdapat enam variabel independen (ukuran dewan komisaris, independensi dewan komisaris,

konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor) dan dua variabel control (ROA dan umur perusahaan). Kedelapan variabel tersebut diuji apakah variabel-variabel tersebut memiliki pengaruh terhadap variabel dependen (*underpricing*).

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1.630	.296		5.512	.000
Ukuran dewan komisaris	-.262	.118	-.203	-2.224	.029**
Independensi dewan	-.803	.312	-.232	-2.575	.012**
Konsentrasi kepemilikan	-.897	.228	-.358	-3.927	.000*
Kepemilikan institusional	-.322	.217	-.135	-1.480	.143
Reputasi <i>underwriter</i>	-.272	.093	-.280	-2.937	.004*
Reputasi auditor	.208	.121	.152	1.723	.089***
ROA	-.862	.404	-.193	-2.137	.036**
Umur perusahaan	-.048	.054	-.079	-.882	.380

**Keterangan:** \*signifikan pada  $\alpha=1\%$ , \*\*signifikan pada  $\alpha=5\%$ , \*\*\*signifikan pada  $\alpha=10\%$

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris memiliki signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 dimana nilai signifikansinya yaitu 0,029 dan memiliki nilai koefisien beta -0,262. Sehingga dapat ditarik sebuah kesimpulan bahwa variabel ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IPO *underpricing* pada  $\alpha = 5\%$ . Oleh karena itu hipotesis pertama yang menyatakan ukuran dewan komisaris berpengaruh secara negatif terhadap IPO *underpricing* **diterima**.

Variabel independensi dewan komisaris memiliki signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 di mana nilai signifikansinya yaitu 0,012 dan memiliki nilai koefisien beta -0,803. Sehingga dapat ditarik sebuah kesimpulan bahwa variabel independensi dewan komisaris berpengaruh negatif dan signifikan terhadap IPO *underpricing* pada  $\alpha = 5\%$ . Maka hipotesis kedua yang menyatakan independensi dewan komisaris berpengaruh secara negatif terhadap IPO *underpricing*, **diterima**.

Dari hasil regresi dapat dilihat bahwa variabel kepemilikan konsentrasi memiliki signifikansi yang lebih kecil dari 0,01 dimana nilai signifikansinya yaitu 0,000 dan memiliki nilai koefisien beta -0,897. Hasil data tersebut dapat diartikan bahwa variabel kepemilikan konsentrasi berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap IPO *underpricing* pada  $\alpha = 1\%$ . Maka dari itu dapat ditarik kesimpulan bahwa hipotesis kepemilikan konsentrasi berpengaruh secara positif terhadap IPO *underpricing*, **ditolak**. Sebagian besar perusahaan di Indonesia yang melakukan IPO, memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi. Hal tersebut bukanlah hal yang begitu diminati investor potensial karena kemungkinan pengambilan saham akan didominasi oleh satu pihak, yaitu pemegang saham terbesar atau pemegang saham mayoritas. Menurut penelitian di Thailand oleh Neupane dan Venkatesh (2005) dalam menjelaskan bahwa kepemilikan konsentrasi saat IPO menjadi nilai negatif bagi calon investor karena mereka beranggapan bahwa pemegang saham terbesar akan menetapkan harga penawaran yang tinggi untuk memaksimalkan hasil dari penawaran saham perdana (dalam Sasongko, 2014).

Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa kepemilikan institusi memiliki signifikansi yang lebih besar dari tingkat nilai yang dapat ditolerir sebesar  $\alpha = 0,10$  dimana nilai signifikansinya yaitu 0,143 dan memiliki koefisien beta sebesar -0,322. Sehingga variabel kepemilikan institusi memiliki pengaruh ke arah negatif tetapi tidak memiliki

pengaruh secara signifikan terhadap IPO *underpricing*. Oleh karena itu hipotesis keempat yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara negatif terhadap IPO *underpricing*, **ditolak**. Penelitian ini belum mampu membuktikan bahwa kepemilikan saham oleh perusahaan institusional mempengaruhi tingkat *underpricing*. Hal ini mungkin terjadi dikarenakan perusahaan institusional lebih fokus mengawasi manajemen perusahaannya sendiri dan tidak begitu mengawasi secara penuh jalannya perusahaan yang mereka investasikan. Selain itu, kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap tingkat *underpricing* karena kepemilikan saham institusional cenderung kecil. Investor institusional berperan sebagai pemegang saham minoritas oleh karena itu keberadaannya belum mampu mengurangi masalah agensi yang terjadi di dalam perusahaan. Hasil penelitian yang sama ditunjukkan oleh Guniarsih et al. (2014) yang menunjukkan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan dari kepemilikan saham oleh perusahaan institusional terhadap *underpricing*. Begitu juga hasil yang sama ditunjukkan oleh penelitian Machmud dan Djakman (2008) yang beranggapan bahwa kepemilikan saham institusional hanya berfokus pada jangka pendek, sehingga tidak memberikan pengawasan yang maksimal terhadap manajemen perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan variabel reputasi *underwriter* memiliki signifikansi yang lebih kecil dari 0,01 dimana nilai signifikansinya yaitu 0,004 dan memiliki nilai koefisien beta -0,272. Sehingga dapat ditarik sebuah kesimpulan bahwa variabel reputasi *underwriter* berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap IPO *underpricing* pada  $\alpha = 1\%$ . Maka dari itu hipotesis kelima yang berbunyi reputasi *underwriter* berpengaruh secara negatif terhadap IPO *underpricing*, **diterima**.

Terakhir yaitu meneliti tentang hubungan antara variabel reputasi auditor terhadap IPO *underpricing*. Variabel reputasi auditor memiliki signifikansi yang lebih kecil dari 0,10 dimana nilai signifikansinya yaitu 0,089 dan memiliki nilai koefisien beta 0,208. Sehingga dapat ditarik sebuah kesimpulan bahwa variabel reputasi auditor berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap IPO *underpricing* pada  $\alpha = 5\%$ . Oleh karena itu hipotesis keenam yang menyatakan bahwa reputasi auditor berpengaruh secara negatif terhadap IPO *underpricing*, **ditolak**. Auditor bereputasi dalam penelitian ini merupakan auditor yang tergabung dalam *the Big 4* yang terdiri dari KAP Deloitte, PricewaterhouseCoopers (PwC), Ernst & Young (E&Y), dan Klynveld Peat Marwick Goerdeler (KPMG). Data penelitian menunjukkan perusahaan yang menggunakan jasa *the Big 4* pada tahun melaksanakan IPO sejumlah 11 perusahaan dari 88 perusahaan. Hasil penelitian yang menunjukkan bahwa KAP *the Big 4* belum tentu menurunkan tingkat *underpricing* bisa saja disebabkan karena dalam IPO tahun 2014 hingga 2017 lebih banyak menggunakan KAP lain seperti Crowe Howart Indonesia dan BDO. KAP Crowe Howart digunakan sebanyak 14 kali dan BDO digunakan sebanyak 7 kali untuk mengaudit perusahaan yang akan melakukan IPO.

## KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti adanya pengaruh struktur dewan komisaris, kepemilikan saham, dan variabel reputasi terhadap IPO *underpricing* yang terjadi di Indonesia. Enam variabel independen penelitian ini adalah ukuran dewan komisaris, independensi dewan komisaris, kepemilikan saham terkonsentrasi, kepemilikan saham oleh perusahaan institusional, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor. Penelitian ini menggunakan dua variabel kontrol yaitu ROA dan umur perusahaan. Sampel perusahaan yang digunakan adalah perusahaan di Indonesia yang melaksanakan IPO pada periode pelaporan keuangan tahun 2014, 2015, 2016, dan 2017. Sampel penelitian sejumlah 88 perusahaan dan pengujian dilakukam dengan metode analisis regresi linear berganda.

Hasil menunjukkan bahwa semakin besar jumlah dewan komisaris mengindikasikan pengawasan yang semakin efektif sehingga mampu memitigasi adanya

masalah agensi dan asimetri informasi. Begitu juga keberadaan dewan komisaris independen yang mampu memberikan pengawasan secara objektif dan efektif karena dewan komisaris independen tidak memiliki hubungan dengan perusahaan. Dengan demikian dewan komisaris independen tidak akan memihak dan mampu memitigasi masalah agensi. Begitu juga dengan reputasi *underwriter*, perusahaan yang memakai jasa *underwriter* bereputasi maka tingkat *underpricing*-nya rendah. Penggunaan *underwriter* bereputasi akan memberi sinyal yang baik terhadap calon investor. *Underwriter* bereputasi juga cenderung menetapkan harga saham IPO yang tinggi karena konsekuensi kualitas penjaminan yang dimiliki penjamin emisi saham tersebut.

Hasil yang berbeda dalam penelitian ini yaitu kepemilikan terkonsentrasi justru berpengaruh secara negatif terhadap IPO *underpricing*. Hal ini terjadi karena pemegang saham pengendali di Indonesia menginginkan hasil yang maksimal dari penawaran saham perdana dengan menetapkan harga yang tinggi. Variabel reputasi auditor juga menunjukkan hasil yang berbeda dari hipotesis penelitian. Dalam penelitian ini reputasi auditor justru berpengaruh secara positif terhadap IPO *underpricing*. Hal ini disebabkan karena KAP *the Big 4* belum tentu merupakan KAP terbaik pada periode penelitian di Indonesia. Variabel kepemilikan institusional merupakan satu-satunya variabel yang tidak berpengaruh secara signifikan terhadap IPO *underpricing*, hal ini bisa disebabkan karena persentase kepemilikan saham oleh perusahaan institusional cenderung sedikit dan tidak diperhatikan, sehingga perusahaan institusional tidak mampu memberikan pengawasan yang efektif seperti yang dijelaskan pada hipotesis keempat.

Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa keberadaan *corporate governance* sangat mempengaruhi tingkat *underpricing*. Begitu juga sinyal yang diberikan oleh perusahaan dari pemilihan *underwriter* dan auditor. Dalam melakukan penelitian, peneliti mengalami beberapa hambatan, untuk itu peneliti menyarankan pada penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan sampel yang lebih banyak dan periode penelitian yang lebih lama, menambah variabel lain yang mungkin mempengaruhi tingkat *underpricing*, dan yang terakhir yaitu apabila penelitian selanjutnya menggunakan variabel reputasi auditor, sebaiknya auditor bereputasi dipilih berdasarkan *value* atau *volume* kinerja KAP, bukan *the BIG 4*.

## REFERENSI

- Balvers, R.J., McDonald, B. and Miller, R.E., 1988. *Underpricing* of new issues and the choice of auditor as a signal of investment banker reputation. *Accounting Review*, pp.605-622
- Baysinger, B.D. and 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.101-124
- Baysinger, B.D., Kosnik, R.D. and Turk, T.A., 1991. Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. *Academy of Management journal*, 34(1), pp.205-214
- Beatty, R.P. and Ritter, J.R., 1986. Investment banking, reputation, and the *underpricing* of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 15 Nos 1/2, pp. 213-32
- Beatty, R.P., 1989. Auditor reputation and the pricing of initial public offerings. *Accounting Review*, pp.693-709
- Berle, A.A. and Means, G.C., 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York, NY
- Bird, R. and Yeung, D., 2010. Institutional ownership and IPO performance: Australian Evidence. working paper, University of Technology Sydney, Sydney, April

- Boone, A.L., Field, L.C., Karpoff, J.M. and Raheja, C.G., 2007. The determinants of corporate board size and composition: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* Vol. 85No. 1, pp. 66-101
- Booth, J.R. and Chua, L., 1996. Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, 41(2), pp.291-310
- Brennan, M.J. and 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. and Wright, M., 2010. Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional environments. *Strategic management journal*, 31(5), pp.491-509
- Carpenter, C.G. and Strawser, R.H., 1971. Displacement of auditors when clients go-public. *Journal of Accountancy (pre-1986)*, 131(000006), p.55
- Certo, S.T., Daily, C.M. and Dalton, D.R., 2001. Signaling firm value through board structure: An investigation of initial public offerings. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 26(2), pp.33-50
- Chandler, A., 1980. *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, Harvard University Press, Cambridge, MA
- Chen, J. and Strange, R., 2004. The Effect of Ownership Structure on the Underpricing of Initial Public Offering: Evidence from Chinese Stock Markets. *The Management Centre Research Papers*
- Chua, A., 2014. Market conditions, underwriter reputation and first day return of IPOs. *Journal of Financial Markets*, 19, pp.131-153
- Claessens, S. and Fan, J.P.H., 2003. Corporate governance in Asia: a survey. *International Review of Finance*, Vol. 3 No. 2, pp. 71-103
- Dalton, D.R., Daily, C.M., Johnson, J.L. and Ellstrand, A.E., 1999. Number of directors and financial performance: a meta-analysis. *The Academy of Management Journal* Vol. 42 No. 6, pp. 674-86
- Damodaran, A., 2010. Applied corporate finance. John Wiley & Sons
- Darmadi, S. and Gunawan, R., 2013. Underpricing, board structure, and ownership: An empirical examination of Indonesian IPO firms. *Managerial Finance*, 39(2), pp.181-200
- Demsetz, H. and Lehn, K., 1985. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, Vol. 93 No. 6, pp. 1155-77
- Espenlaub, S. and Tonks, I., 1998. Post-IPO directors' sales and reissuing activity: An empirical test of IPO signalling models. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(9-10), pp.1037-1079
- Fama, E.F. and Jensen, M.C., 1983. Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), pp.301-325
- Filatotchev, I. and Bishop, K., 2002. Board composition, share ownership, and 'underpricing' of UK IPO firms. *Strategic Management Journal*, 23(10), pp.941-955
- Filatotchev, I. and Bishop, K., 2002. Board composition, share ownership, and 'underpricing' of UK IPO firms. *Strategic Management Journal*, 23(10), pp.941-955
- Finkle, T.A., 1998. The relationship between boards of directors and initial public offerings in the biotechnology industry. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22(3), pp.5-29

- Gillan, S.L. and Starks, L.T., 2003. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective. *Journal of Applied Finance*, Vol. 13, pp. 4-22
- Goodstein, J., Gautam, K. and Boeker, W., 1994. The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic management journal*, 15(3), pp.241-25
- Hogan, C.E., 1997. Costs and benefits of audit quality in the IPO market: A self-selection analysis. *Accounting review*, pp.67-86
- Holderness, C.G. and Sheehan, D.P., 1988. The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 317-46
- Howton, S.D., Howton, S.W. and Olson, G.T. (2001), "Board ownership and IPO returns", *Journal of Economics and Finance*, Vol. 25 No. 1, pp. 100-14
- Husnan, S., 2001. *Corporate governance dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional. Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi*, 1(1), pp.1-12
- Ibbotson, R.G. and Ritter, J.R., 1995. Initial public offerings. *Handbooks in operations research and management science*, 9, pp.993-1016
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, 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
- Johnston, J. and Madura, J., 2009. The pricing of IPOs post-Sarbanes-Oxley. *The Financial Review*, Vol. 44 No. 2, pp. 291-310
- 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.213-227
- Kooli, M. and Suret, J.M., 2001. The *underpricing* of initial public offerings: Further Canadian Evidence
- Kurniawan, B., 2007. Analisis Pengaruh Variabel Keuangan dan Non Keuangan Terhadap Initial Return dan Return 7 Hari Setelah Initial Public Offerings (IPO). *Jurnal Universitas Diponegoro*
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., 1999. Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), pp.471-517
- Leland, H.E. and Pyle, D.H., 1977. Information asymmetries, financial structure, and financial Intermediation. *The Journal of Finance*, Vol. 32 No. 2, pp. 371-87
- Lemmon, M.L. and Lins, K.V., 2003. Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance* Vol. 58 No. 4, pp. 1445-68
- Li, M. and Simerly, R.L., 1998. The moderating effect of environmental dynamism on the ownership and performance relationship. *Strategic Management Journal*, 19(2), pp.169-179
- Lin, C.P. and Chuang, C.M., 2011. Principal-principal conflicts and IPO pricing in an emerging economy. *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 19 No. 6, pp. 585-600
- Logue, D.E., Rogalski, R.J., Seward, J.K. and Foster-Johnson, L., 2002. What is special about the roles of *underwriter* reputation and market activities in initial public offerings?. *The Journal of Business*, 75(2), pp.213-243
- McConnell, J.J. and Servaes, H. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27 No. 2, pp. 595-612

- Misnen, A., 2003, October. Effect of financial variables on initial return and 15 days return after the IPO in Jakarta Stock Exchange. In *Accounting National Symposium* (pp. 16-17)
- Palmrose, Z.V., 1988. 1987 Competitive Manuscript Co-Winner: An analysis of auditor litigation and audit service quality. *Accounting review*, pp.55-73
- Prastiwi, A. and Kusuma, I.W., 2001. Analisis Kinerja Surat Berharga Setelah Penawaran Perdana (IPO) di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 16
- Riyanto, B., 2001. Dasar-dasar pembelanjaan perusahaan. *Edisi Keempat, Cetakan Ketujuh, BPFE Yogyakarta, Yogyakarta.*
- Rock, K., 1986. Why new issues are underpriced. *Journal of financial economics*, 15(1-2), pp.187-212
- Sasongko, B., 2014. Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Terhadap Tingkat Underpricing Penawaran Umum Perdana Saham. *Diponegoro Journal of Accounting*, 3, pp.1-1
- Shivdasani, A., 1993. Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of accounting and economics*, 16(1-3), pp.167-198
- Shleifer, A. and Vishny, R.W., 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), pp.461-488
- Shleifer, A. and Vishny, R.W., 1997. A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), pp.737-783
- Simunic, D.A. and Stein, M.T., 1987. *Product differentiation in auditing: Auditor choice in the market for unseasoned new issues* (No. 13). Canadian Certified General
- Tihanyi, L., Johnson, R.A., Hoskisson, R.E. and Hitt, M.A., 2003. Institutional ownership differences and international diversification: The effects of boards of directors and technological opportunity. *Academy of Management Journal*, 46(2), pp.195-211
- Titman, S. and Trueman, B., 1986. Information quality and the valuation of new issues. *Journal of accounting and economics*, 8(2), pp.159-172
- Velury, U. and Jenkins, D.S., 2006. Institutional ownership and the quality of earnings. *Journal of Business Research*, Vol. 59 No. 9, pp. 1043-51
- Venkatesh, S. and Neupane, S., 2005. Does Ownership Structure Affect IPO Underpricing: Evidence from Thai IPOs. *working paper, Asian Institute of Technology*. Bangkok
- Williamson, O.E. 1985. *The Economic Institutions of Capitalism*. The Free Press, New York, NY
- Yatim, P., 2011. Underpricing and board structures: an investigation of Malaysian initial public offerings (IPOs). *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. Vol. 7 No. 1, pp. 73-93