

PENGARUH MEKANISME *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP TINGKAT *UNDERPRICING* IPO (Studi Empiris Pada Perusahaan yang IPO di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009- 2014)

Reza Auliya, Indira Januarti

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

ABSTRACT

The purpose of this research is to examine the impact of corporate governance mechanism to level of IPO underpricing. This study used secondary data taken from financial and annually reports one year before company IPO in Indonesia Stock Exchange for years 2009-2014. This study used judgement sampling method. Research population comprise all companies that IPO for the period 2009-2014. A Total sample of 105 companies was used in analysis from total population 138 companies. Hypotheses in this study indicate that board of commissioner size, proportion of commissioner independence, board of director size, committee audit size, institutional ownership, and managerial ownership partially affect the level of underpricing. This study used linier multiple regression analysis for hypotheses testing. Results of this study showed that the proportion of commissioner independence and committee audit size positively affected the level of underpricing. Board of director had a negative effect on the level of underpricing. This study, did not find significant effects of board of commissioner size, institutional ownership and managerial ownership on the level of IPO underpricing.

Keywords: *Initial Public Offering, Underpricing, Corporate Governance's Mechanism*

PENDAHULUAN

Perusahaan dalam tujuan untuk mengembangkan usahanya pastinya membutuhkan tambahan modal. Dalam hal ini perusahaan dapat memilih sumber tambahan modal ini apakah dari sumber dana internal atau dari eksternal perusahaan. Sumber dana dari internal perusahaan dapat diperoleh dari laba ditahan perusahaan sedangkan sumber dana dari eksternal perusahaan dapat diperoleh dari hutang bank, pengeluaran surat hutang (obligasi), atau dengan cara pendanaan yang berupa penerbitan saham.

Kegiatan perusahaan di pasar modal ketika untuk pertama kalinya menjual sahamnya disebut sebagai penawaran umum perdana atau lebih dikenal dengan istilah *Initial Public Offering* (IPO). Dalam IPO, perusahaan menawarkan porsi dari saham mereka kepada masyarakat umum atau investor potensial dengan tujuan kebutuhan dana (Darmadi dan Gunawan, 2013). IPO ini dilakukan pada pasar perdana (*primary market*). Pasar perdana adalah pasar bagi perusahaan yang melakukan penawaran umum untuk menjual sahamnya pertama kali kepada.

Investor. Selanjutnya investor akan melakukan transaksi di pasar sekunder (*secondary market*) yang biasanya bertujuan untuk mendapatkan keuntungan. Pasar sekunder adalah pasar yang menyelenggarakan perdagangan saham yang sudah ada di tangan investor. Dari kegiatan di pasar sekunder, perusahaan tidak mendapatkan dana dari kegiatan jual beli saham yang dilakukan oleh investor.

Dalam proses IPO pihak manajemen perusahaan harus bisa memaparkan visi dan misi perusahaan dengan baik. Hal ini diperlukan dengan tujuan untuk menarik minat dan meyakinkan investor untuk menginvestasikan dana di perusahaan mereka. Dalam proses IPO perusahaan tidak menjual sahamnya secara langsung di pasar modal, melainkan menggunakan jasa perusahaan penjamin emisi (*underwriter*). Perusahaan penjamin emisi ini bertindak sebagai perantara antara perusahaan yang akan melakukan IPO dengan investor, selain itu perusahaan penjamin emisi akan memberikan saran kepada perusahaan yang akan melakukan IPO berupa

¹ *Corresponding Author*

jenis saham yang akan dijual, waktu yang tepat untuk penjualan saham dan penentuan harga saham yang akan dijual.

Tugas *underwriter* selanjutnya adalah mempelajari dan meneliti keadaan atau kinerja perusahaan kemudian memproyeksi kemampuan dan minat calon investor terhadap saham yang dijamin. Selain itu *underwriter* harus mempertimbangkan jenis perjanjian penjaminan emisi yang ditawarkan kepada perusahaan, karena perusahaan menghadapi kemungkinan tidak lakunya saham yang akan dijual, sehingga perusahaan tidak akan mendapatkan dana sesuai dengan yang diharapkan, karena risiko tersebut penentuan harga saham dan waktu yang tepat untuk *go public* harus direncanakan dengan matang.

Risiko yang dapat dihadapi oleh investor adalah tidak sesuainya harga saham dengan harga yang semestinya. Investor bisa mendapat kerugian jika ternyata harga saham yang ditawarkan terlalu tinggi dibanding harga seharusnya. Disinilah dua kepentingan berbeda muncul, dimana para investor mengharapkan mendapat saham dengan harga yang rendah agar mendapatkan keuntungan sebesar-besarnya ketika menjual kembali saham di pasar sekunder, disisi lain manajemen perusahaan menginginkan mendapat dana sebanyak mungkin dengan menjual saham dengan harga semaksimalnya. Hal ini akan menimbulkan konflik kepentingan diantara investor dengan manajemen perusahaan. Dalam hal ini teori agensi dapat digunakan untuk menjelaskan konflik tersebut. Karena di dalam suatu kontrak masing-masing pihak berusaha untuk mendapatkan keuntungan yang terbaik untuk dirinya, maka teori agensi juga dapat menjelaskan konflik yang terjadi. Permasalahan yang timbul pada teori agensi adalah informasi yang tidak lengkap, yaitu ketika tidak semua keadaan diketahui oleh kedua belah pihak. Akibatnya konsekuensi tertentu tidak dipertimbangkan oleh masing-masing pihak. Keadaan seperti ini dikenal dengan asimetri informasi.

Menurut Martani, et al. (2012) terdapat dua anomaly dalam IPO, *underpricing* dan *under-performance long-term*. *Underpricing* terjadi ketika harga saham pada saat IPO lebih rendah ketimbang harga penutupan pada hari pertama di pasar sekunder. Sedangkan *under-performance long-term* adalah kondisi ketika perusahaan tidak dapat menjaga kinerja baiknya seperti ketika disaat IPO. Kedua anomali tersebut terjadi karena adanya asimetri diantara pemilik perusahaan dengan investor.

Pengaturan perusahaan secara baik (*good corporate governance*) adalah hal yang sangat penting dan terlihat mudah namun sukar untuk dilaksanakan. Contoh dari *good corporate governance* adalah adanya pemisahan yang tegas antara fungsi dalam organisasi *top management* dengan personel yang mengisi fungsi-fungsi tersebut. Pemegang saham dilarang menjabat komisaris atau direksi, sedangkan komisaris dilarang memiliki hubungan istimewa dengan direksi. Komisaris adalah orang bayaran dan direksi juga orang bayaran, sehingga komisaris dan direksi dilarang mempunyai hubungan istimewa dengan pemegang saham. Saat ini sedikit sekali perusahaan publik yang memenuhi syarat tersebut. Namun hal ini harus segera dilaksanakan jika menginginkan pasar modal yang berkualitas (Samsul, 2006).

Tata kelola perusahaan juga dinilai menjadi salah satu hal yang mempengaruhi tingkat *underpricing* IPO. Tata kelola perusahaan juga dapat memancing timbulnya asimetri informasi yang dapat berdampak pada terjadinya *underpricing* IPO.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN HIPOTESIS

Pasar modal pada dasarnya sama dengan pasar-pasar yang lain. Undang-Undang Republik Indonesia No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, Bab I Pasal 1 Butir 13 mendefinisikan bahwa: "Pasar Modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek."

Perusahaan hanya akan mendapatkan dana dari pasar modal ketika menjual sahamnya untuk pertama kali melalui pasar modal. Sedangkan untuk aktifitas penjualan saham di pasar sekunder perusahaan sudah tidak akan mendapatkan tambahan dana. Dari aktifitas di pasar sekunder para investorlah yang dapat mendapatkan keuntungan, yaitu dengan cara menjual saham yang dimiliki dengan harga yang lebih tinggi dibanding ketika membeli.

Teori sinyal menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk (*separating equilibrium*). Pada saat melakukan

penawaran umum, calon investor tidak sepenuhnya dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk. Oleh karena itu, emiten dan penjamin emisi dengan sengaja akan memberikan sinyal kepada pasar yang merupakan sinyal positif yang berusaha diberikan oleh emiten guna menunjukkan kualitas perusahaan pada saat IPO.

Winner's curse menekankan adanya informasi asimetris diantara investor potensial. Terdapat dua macam investor dalam pasar modal, yaitu investor yang memiliki informasi (*informed investor*) dan investor yang kurang memiliki informasi (*uninformed investor*). Hal ini dianggap akan menimbulkan asimetri informasi. Menurut pandangan teori *winner's curse* ini, beberapa investor (*informed investor*) mempunyai akses informasi mengetahui berapa sesungguhnya nilai saham yang akan dikeluarkan. Investor lainnya (*uninformed investor*) tidak mengetahui karena sangat sulit atau mahal untuk mendapat informasi tersebut. IPO *underpricing* dapat diakibatkan oleh asimetri informasi yang timbul akibat adanya investor yang memiliki informasi dan investor yang tidak memiliki informasi.

Agency Theory merupakan basis teori yang mendasari praktik bisnis perusahaan yang dipakai selama ini. Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang (prinsipal) yaitu investor dengan pihak yang menerima wewenang (agen) yaitu manajer. Permasalahan yang timbul pada *agency theory* adalah informasi yang tidak lengkap, yaitu ketika tidak semua keadaan diketahui oleh kedua belah pihak. Akibatnya konsekuensi tertentu tidak dipertimbangkan oleh masing-masing pihak. Keadaan seperti ini dikenal dengan asimetri informasi.

Corporate governance timbul karena kepentingan perusahaan untuk memastikan kepada pihak penyandang dana (prinsipal/investor) bahwa dana yang ditanamkan digunakan secara tepat dan efisien. Selain itu dengan *corporate governance*, perusahaan memberikan kepastian bahwa manajemen (agen) bertindak yang terbaik demi kepentingan perusahaan. Forum for Corporate governance in Indonesia/FCGI (2002) mendefinisikan *corporate governance* sebagai seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak dan kewajiban mereka, sehingga menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholder*). Nilai tambah yang dimaksud adalah *corporate governance* memberikan perlindungan efektif terhadap investor dalam memperoleh kembali investasinya dengan wajar dan bernilai tinggi.

Teori agensi yang menjelaskan perbedaan kepentingan antara prinsipal dan agen, dimana perbedaan kepentingan ini harus diminimalisir, salah satu caranya adalah dengan menerapkan mekanisme *corporate governance* yang baik. Teori sinyal yang menunjukkan bahwa perusahaan bisa saja memberikan sinyal positif bagi investor dengan sengaja membuat saham yang mereka tawarkan saat IPO memiliki nilai *underpricing*, serta *theory winner's curse* yang menunjukkan adanya investor yang memiliki informasi dan investor yang memiliki informasi kurang. Ketiga teori ini mempengaruhi timbulnya atau berkurangnya asimetri informasi dari perusahaan kepada calon investor saat akan melakukan IPO. Berdasarkan apa yang telah diuraikan sebelumnya, maka dengan ini dibuat kerangka pemikiran penelitian ini bahwa *corporate governance* yang diprosikan pada ukuran dewan komisaris dan direksi, komisaris independen, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berhubungan dengan tingkat IPO *underpricing*.

Agency Theory menjelaskan mengenai dapat timbulnya asimetri informasi yang diakibatkan oleh informasi yang dimiliki oleh pemegang saham dan pihak manajemen tidak merata. Dimana pemegang saham tidak memperoleh seluruh informasi yang dibutuhkan dari pihak manajemen untuk menilai kinerja yang telah dilakukan oleh pihak manajemen. Sebab manajemen perusahaan, dilatar belakangi oleh kepentingannya, memberikan informasi yang tidak menggambarkan keadaan perusahaan yang sesungguhnya, oleh karena itu hipotesis 1 dirumuskan sebagai berikut:

H1: Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*.

Keberadaan dewan komisaris independen ini dinilai oleh investor sebagai hal yang kurang baik. Hal ini dikarenakan investor menilai bahwa dewan komisaris yang lama lebih mengetahui kondisi perusahaan ketimbang dewan komisaris independen yang notabnya berasal dari luar perusahaan. Oleh karena itu investor cenderung menilai keberadaan dewan komisaris semakin tinggi proporsinya dapat semakin buruk. Hal ini dinilai dapat menyebabkan semakin tingginya tingkat *underpricing* saat perusahaan melakukan IPO, oleh karena itu hipotesis 2 dirumuskan sebagai berikut:

H2: Proporsi dewan komisaris independen berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*.

Direksi mempunyai tanggung jawab penuh terhadap pengurusan perusahaan sesuai dengan tujuannya atau dalam *agency theory* disebut dengan agen. Selain itu direksi juga secara aktif berkoordinasi dan bekerjasama antar direktorat dan fungsi yang ada dalam organisasi serta, mengkomunikasikan perkembangan pelaksanaan strategi perusahaan untuk memastikan bahwa kebijakan yang diambil telah sejalan dengan maksud dan tujuan perusahaan, oleh karena itu hipotesis 3 dirumuskan sebagai berikut:

H3: Ukuran dewan direksi berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

Komite Audit adalah salah satu penerapan *good corporate governance*. Komite audit salah satunya bertujuan untuk memastikan bahwa laporan keuangan yang dibuat oleh manajemen sudah disajikan dengan benar. Selain itu komite audit juga menunjuk auditor eksternal untuk melakukan audit laporan keuangan dan juga sebagai auditor internal untuk memastikan perusahaan melakukan operasi sesuai dengan standar yang ada. Hal ini dinilai akan menjadi sinyal positif bagi para investor, oleh karena itu para investor akan semakin tertarik untuk membeli saham perusahaan tersebut, dengan demikian nilai saham akan terus meningkat dan akan menghasilkan initial return yang tinggi untuk para investor dan pada akhirnya terjadilah *underpricing*, oleh karena itu hipotesis 4 dirumuskan sebagai berikut:

H4: Ukuran Komite Audit berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*

Theory winner's curse memunculkan sebuah argumen dimana terdapat investor terinformasi dengan investor yang kurang memiliki informasi. Hal ini dapat menimbulkan asimetri informasi. Kepemilikan institusional ini biasanya memiliki konsentrasi kepemilikan saham yang cukup tinggi di sebuah perusahaan. Oleh karena terdapat investor yang kurang memiliki informasi ini dapat meningkatkan tingkat *underpricing*, oleh karena itu hipotesis 5 dirumuskan sebagai berikut:

H5: Proporsi kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*.

Kepemilikan manajerial merupakan suatu bentuk insentif yang diberikan perusahaan kepada manajemen yang bertujuan untuk mendorong agar manajemen lebih bertindak untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Dengan adanya saham yang dimiliki manajer, hal ini membuat kedudukan manajer dan pemegang saham dapat disejajarkan. Kepemilikan manajerial ini dinilai dapat juga mengurangi asimetri informasi dan mengurangi tingkat *underpricing* saat perusahaan melakukan IPO. Berdasarkan uraian diatas, maka pada penelitian ini hipotesis 6 dirumuskan sebagai berikut:

H6: Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.**METODE PENELITIAN**

Variabel dependen tingkat *underpricing* diukur dengan menggunakan *initial return* (keuntungan karena adanya perbedaan harga saham pada pasar perdana dengan harga penutupan saham pada pasar sekunder). Jika bernilai positif maka menunjukkan perusahaan mengalami *underpricing*, sedangkan jika bernilai negatif maka menunjukkan perusahaan tidak mengalami *underpricing*.

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah ukuran dewan komisaris, dewan komisaris independen, ukuran dewan direksi, ukuran komite audit, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial.

Variabel ukuran dewan komisaris diukur melalui jumlah dewan komisaris yang ada di perusahaan pada saat melakukan IPO. Variabel dewan komisaris independen diukur dengan cara membagi presentase dewan komisaris independen dari total jumlah dewan direksi pada saat perusahaan melakukan IPO. Variabel ukuran dewan direksi diukur melalui jumlah dewan direksi yang ada di perusahaan pada saat melakukan IPO. Variabel ukuran komite audit diukur melalui jumlah komite audit yang ada di perusahaan pada saat melakukan IPO. Variabel kepemilikan institusional diukur dengan cara membagi presentase saham yang dimiliki oleh institusi dengan total saham yang ada pada saat perusahaan melakukan IPO. Variabel kepemilikan manajerial ini dihitung dengan membagi jumlah saham yang dimiliki manajemen dengan total saham beredar. Dalam penelitian ini menggunakan dua variabel kontrol yaitu: ukuran perusahaan dan umur perusahaan. Tujuannya untuk membatasi hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2014 di Bursa Efek Indonesia (BEI), yaitu sebanyak 138 perusahaan. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian inidengan menggunakan judgment sampling method, yaitu teknik penentuan sampel dimana informasi yang diperlukan dikumpulkan dari target khusus atau kelompok tertentu dengan pertimbangan peneliti.

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis pada penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Analisis regresi linier berganda yaitu suatu metode yang dapat digunakan untuk meneliti hubungan antara beberapa variabel independen dengan sebuah variabel dependen. (Ghozali, 2011). Adapun model yang digunakan adalah seperti berikut:

$$UND = \alpha + \beta_1KOM + \beta_2KOMINDEP + \beta_3DIR + \beta_4KOMAUD + \beta_5INST + \beta_6MANJ + \beta_7SIZE + \beta_8AGE + e$$

Keterangan :

UND	: Tingkat <i>Underpricing</i>
α	: Konstanta
KOM	: Dewan Komisaris
KOMINDEP	: Komisaris Independen
DIR	: Dewan Direksi
KOMAUD	: Komite Audit
INST	: Kepemilikan institusional
MANJ	: Kepemilikan manajerial
SIZE	: Ukuran Perusahaan
AGE	: Umur Perusahaan
e	: <i>error</i>

HASIL ANALISIS

Tabel 1
Sampel penelitian

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Perusahaan IPO	13	23	25	23	31	23	138
Data tidak lengkap	(5)	(8)	(3)	(6)	(6)	(5)	(33)
Sampel	8	15	22	17	25	18	105

Berdasarkan tabel 1 dapat dilihat bahwa dari 138 perusahaan yang melakukan IPO di BEI pada tahun 2009-2011 di BEI, dengan rincian per tahun seperti pada tabel di atas. Terdapat 33 perusahaan yang tidak memiliki data dengan lengkap sehingga ditemukan sampel sebesar 105 perusahaan. Data tidak lengkap ini dikarenakan banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan mekanisme *corporate governance* sebelum perusahaan tersebut melakukan IPO.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
UND	105	-0,750	0,700	0,164	0,260
KOM	105	1,000	22,000	3,495	2,313
KOMINDEP	105	0,000	0,750	0,233	0,218
DIR	105	1,000	9,000	3,991	1,602
KOMAUD	105	0,000	4,000	0,648	1,293
INST	105	0,000	100,000	80,789	34,000

MANJ	105	0,000	100,000	16,259	30,807
SIZE	105	22,311	31,110	27,644	1,454
AGE	105	1,000	88,000	19,724	14,039

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2015

Dari tabel 2 terlihat bahwa pada variabel tingkat *underpricing* menunjukkan nilai rata-rata sebesar 16,4. Variabel Ukuran Dewan Komisaris (KOM) dalam penelitian ini menunjukkan nilai rata-rata sebesar 3,495. Rata-rata persentase dewan komisaris independen (KOMINDEP) dari perusahaan sampel diperoleh sebesar 0,233 atau 23,3%. Variabel Ukuran Dewan Direksi (DIR) dalam penelitian ini menunjukkan nilai rata-rata sebesar 3,991. Jumlah Komite audit (KOMAUD) yang diukur berdasarkan jumlah komite audit sebagai auditor internal perusahaan secara rata-rata diperoleh sebesar 0,648 atau rata-rata masih belum memiliki komite audit. Struktur Kepemilikan institusi (INST) menunjukkan rata-rata sebesar 80,789. Struktur Kepemilikan manajerial (MANJ) saham yang diukur dengan menggunakan struktur kepemilikan saham oleh direksi maupun komisaris menunjukkan rata-rata sebesar 16,259%. Ukuran perusahaan (SIZE) dalam hal ini diukur dengan logaritma natural (LN) dari total asset. Rata-rata LN total asset dari perusahaan-perusahaan sampel adalah sebesar 27,644. Umur perusahaan (AGE) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 19,724.

Tabel 3
Hasil Uji T Model Regresi

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	0,32	0,514		0,624	0,534
KOM	0,016	0,011	0,14	1,401	0,165
KOMINDEP	0,266	0,125	0,223	2,136	0,035
DIR	-0,053	0,018	-0,325	-2,983	0,004
KOMAUD	0,042	0,021	0,21	2,018	0,046
INST	0,001	0,002	0,128	0,594	0,554
MANJ	0,032	0,002	0,004	0,018	0,986
SIZE	-0,005	0,019	-0,027	-0,261	0,795
AGE	-0,002	0,002	-0,095	-0,985	0,327

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2015

Hasil penelitian pada tabel 3 menunjukan bahwa ukuran dewan komisaris (KOM) memiliki arah yang positif namun tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Meskipun tidak berpengaruh secara signifikan, arah hubungan antara ukuran dewan direksi menunjukan arah yang positif terhadap tingkat *underpricing*. Semakin banyaknya dewan komisaris dalam sebuah perusahaan dapat menimbulkan semakin banyaknya kontradiksi antar kepentingan. Kontradiksi kepentingan antar dewan komisaris ini yang dapat meningkatkan tingkat *underpricing*.

Hasil penelitian pada tabel 3 menunjukan bahwa dewan komisaris independen (KOMIN) memiliki arah yang positif terhadap tingkat *underpricing*. Selain itu juga dewan komisaris independen berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Berarti dapat disimpulkan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Itu berarti semakin banyak dewan komisaris independen semakin tinggi tingkat *underpricing*. Calon investor banyak yang menilai bahwa perusahaan akan berjalan lebih baik ketika dikelola dan diawasi oleh dewan komisaris yang lama ketimbang dikelola dan

diawasi oleh komisaris independen. Dewan komisaris yang lama tentu lebih mengerti tentang kondisi perusahaan dibandingkan dengan komisaris independen.

Hasil penelitian pada tabel 3 menunjukkan bahwa dewan direksi (DIR) memiliki arah yang negatif terhadap tingkat *underpricing*. Selain itu juga dewan komisaris independen berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Berarti dapat disimpulkan bahwa dewan direksi berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Itu berarti semakin banyak dewan komisaris independen semakin rendah tingkat *underpricing*. Hasil pengujian ini sesuai dengan teori agensi digunakan dalam merumuskan hipotesis. Teori agensi menjelaskan bahwa agen dalam konteks ini dewan direksi akan bekerja untuk kepentingan prinsipal sehingga akan berusaha sebaik mungkin, namun ketika para prinsipal tidak sejalan dengan kepentingan organisasi/perusahaan.

Hasil penelitian yang dapat dilihat pada tabel 3 menunjukkan bahwa ukuran komite audit memiliki arah positif ini menunjukkan berpengaruh secara positif terhadap tingkat *underpricing*. Kemudian dilihat dari tingkat signifikansinya menunjukkan bahwa ukuran komite audit tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

Hasil dari penelitian ini sesuai dengan teori sinyal yang digunakan untuk merumuskan hipotesis. Keberadaan komite audit dinilai sebagai sinyal positif untuk para investor. Karena keberadaan komite audit dinilai akan meningkatkan kualitas perusahaan, oleh karena itu meskipun fenomena *underpricing* dinilai tidak baik untuk perusahaan namun untuk para investor hal ini dinilai sebagai *initial return* yang akan semakin tinggi

Hasil penelitian yang dapat dilihat pada tabel 3 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki arah pengaruh yang positif terhadap tingkat *underpricing*. Kemudian dari nilai signifikansinya dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Namun meskipun tidak berpengaruh secara signifikan, kepemilikan institusional memiliki arah positif terhadap tingkat *underpricing*. Hasil ini dapat dilihat dari arah yang ditunjukkan nilai beta yang positif. Perusahaan yang dimiliki oleh institusi dengan nilai konsentrasi terlalu tinggi dinilai dapat menyebabkan asimetri informasi yang dapat meningkatkan tingkat *underpricing*, namun disisi lain, perusahaan yang dimiliki oleh institusi dapat meningkatkan pengawasan terhadap manajemen agar bekerja dengan baik, serta melaporkan kondisi perusahaan secara baik dan rinci, oleh karena itu kepemilikan institusional dapat juga menurunkan tingkat *underpricing*. Hal tersebut dinilai menjadi salah satu penyebab kepemilikan institusional tidak secara signifikan berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* saat perusahaan melakukan IPO.

Hasil penelitian yang dapat dilihat pada tabel 3 menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki arah pengaruh yang positif terhadap tingkat *underpricing*. Kemudian dari nilai signifikansinya dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Meskipun tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing*, kepemilikan manajerial memiliki arah yang positif terhadap tingkat *underpricing* perusahaan yang melakukan IPO. Dari hipotesis yang dirumuskan kepemilikan manajerial dapat mengurangi tingkat *underpricing* karena perusahaan yang sahamnya dimiliki juga oleh pihak manajemen tentunya pihak manajemen akan berusaha semaksimal mungkin untuk mendapatkan tambahan modal yang akan menguntungkan pihak manajemen yang memiliki saham. Namun karena dari perusahaan sampel masih terdapat kepemilikan manajerial dengan porsi yang tinggi dinilai juga dapat menimbulkan asimetri informasi antara investor yang memiliki informasi lebih dengan investor yang kurang memiliki informasi. Hal ini yang dinilai menyebabkan perubahan arah dari perumusan hipotesis, dan menunjukkan tingkat signifikan yang rendah, sehingga kepemilikan manajerial dinilai tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian diperoleh bahwa Dewan Komisaris, kepemilikan saham institusional, kepemilikan saham manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Dewan Direksi berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Sedangkan Dewan Komisaris Independen dan Komite Audit berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing* IPO.

Keterbatasan pada penelitian yang telah dilakukan ini adalah jumlah sampel dalam penelitian ini relatif banyak yang berkurang dari total populasi, hal ini dikarenakan banyak

perusahaan yang tidak melaporkan mekanisme *good corporate governance* sebelum melakukan IPO. Selain itu variabel independen dalam penelitian ini masih belum dapat menjelaskan dengan baik variabel dependen yang diteliti. Terlihat dari nilai *adjusted R-Square* hanya sebesar 13,5%. Hal ini berarti masih terdapat banyak faktor yang perlu diamati berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*.

Saran bagi penelitian selanjutnya diharapkan untuk memperluas akses informasi perusahaan, sehingga data objek penelitian akan lebih banyak. Penelitian selanjutnya juga dapat menambah proksi lain dari mekanisme *corporate governance*, untuk benar-benar melihat pengaruh penerapan *corporate governance* terhadap fenomena *underpricing* di Indonesia. Sehingga model yang dirumuskan dalam penelitian lebih mampu untuk menjelaskan variabel tingkat *underpricing*.

DAFTAR PUSTAKA

- Ariesta, Dwiky Ryno. 2012. "Analisis Pengaruh Struktur Dewan Komisaris, Struktur Kepemilikan Saham dan Komite Audit Terhadap Financial Distress". Semarang: Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Darmadi, Salim. and Randy Gunawan. 2013 "Underpricing, board structure, and ownership", An empirical examination of Indonesian IPO Firms, *Managerial Finance*, Vol. 39 Iss 2 pp. 181-200.
- Darmadji, T. & Fakhruddin, H. M. 2001. *Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta: Salemba Empat.
- FCGI. 2002, *Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit dalam Pelaksanaan Corporate governance (Tata Kelola Perusahaan)*, Jilid 2. Jakarta: FCGI.
- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang : BP Undip.
- Hartono, Jogyanto. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. (Edisi Kelima). Yogyakarta: BPFE Yogya.
- Islam,A. and ali, R. (2010), —Underpricing of IPOs: The case of Bangladeshll, *Global Economy and Finance Journal*, Vol.3 No.1, pp. 44-61.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). "Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Johson. 2013. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Harga Saham IPO Perusahaan yang Terdaftar di BEI".
- Komite Nasional Kebijakan Governance. 2006. *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*. Jakarta:KNKG.
- 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.
- Martani, Dwi. Ika, Leony Sinaga. & Akhmad Syahroza. 2012. "Analysis on Factors Affecting IPO Underpricing and their Effects on Earnings Persistence". *World Review of Bussiness Research*, Vol. 2. No. 2. March 2012. Pp. 1-15.
- Mnif, Anis. 2010. "Board of Directors and The Pricing of Initial Public Offerings (Ipos): Does The Existence of A Properly Structured Board Matter? Evidence From France". France : *La place de la dimension européenne dans la Comptabilité Contrôle Audit*, Strasbourg.
- Perdana, Ramadhan Sukma. 2014. *Analisis Pengaruh Coorporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan*. Semarang: Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Permanasari, Wien Ika. 2010. "Pengaruh Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusional, dan Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan". Semarang: Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Puspita, Tiffani. 2011. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing Saham Pada Saat Initial Public Offering (IPO) di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2009*. Semarang: Program Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Purbangga, Ade. 2013. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Pada Penawaran Umum Saham Perdana". Semarang: Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.



- Rahmida, A.R. 2012. “Pengaruh Karakteristik Dewan Komisaris, Keberadaan Komite Audit, Kualitas Auditor Eksternal, dan Monitoring Bank terhadap Underpricing saat Initial Public Offering”. Tesis Magister Manajemen Universitas Indonesia. Hal 1-11.
- Rock, Kevin (1986). “Why New issues are Underpriced”. *Journal of Financial Economics* 15, p187-212.
- Samsul, Mohammad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga.
- Sasongko, Bangkit. 2014. “Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Terhadap Tingkat Underpricing Penawaran Umum Perdana Saham”. *Diponegoro Journal of Accounting, Volume 3, Nomor 2, Tahun 2014, Halaman 1-1*.
- Setia-Atmaja, L., Tanewski, G.A. and Skully, M. (2009). “The Role of Dividends, debt and board structure in the governance family controlled firms”, *Journal of Business Finance & Accounting and Economics*, Vol 16 Nos 1/3, pp. 167-98.
- Sukandar, Panky Pradana. 2014. Pengaruh Ukuran Dewan Direksi dan Dewan Komisaris Serta Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan.
- Sunariyah, 2000. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Taman, & Nugroho. 2011. *Determinan Kualitas Implementasi Corporate governance Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) 2004-2008*.
- Widoatmodjom Sawidji. 2009. *Pasar Modal Indonesia Pengantar dan Studi Kasus*. Bogor: Ghalia Indonesia.