



**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, CORPORATE
GOVERNANCE, DAN UNDERWRITER REPUTATION
TERHADAP IPO UNDERPRICING
(Studi Empiris Pada Perusahaan Yang IPO di Bursa Efek Indonesia
tahun 2006-2014)**

Puji Irawan, Irene Rini Demi Pangestuti¹
pujiirawan88@gmail.com

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

ABSTRACT

Underpricing is a phenomenon when the price in the IPO is lower than the secondary market so that issuers can't maximally to obtaining additional capital from go public. It is often occurs in various countries in the world. In Indonesia from 2006-2014 there are 189 companies and 153 companies or 80,9% companies experienced underpricing. Underpricing not only influenced by financial factors but also non financial factors (board structure an ownership structures). This study aimed to examine the effect of board size, board independence, ownership concentration, institutional ownership, and the underwriters of the IPO underpricing reputation.

The research sample as many as 64 companies had an Initial Public Offering (IPO) in Indonesia Stock Exchange in 2006-2014 and experiencing underpricing. The sampling method used in this study is purposive sampling. Technical analysis that used in this study is Ordinary Least Squares Regression (OLS), t statistical test, and classical assumption test including normality test, multicollinearity test, heteroscedasticity test, and autocorrelation test.

These results indicate that the number of commissioners have a negative and significant effect on underpricing, while the concentration of ownership has a positive and significant effect on underpricing. However, there was no significant effect of the independence of the commissioners, institutional ownership and reputation underwriter the level of underpricing.

Key words : Underpricing, Initial Public Offering, Ownership Structure, and Corporate Governance.

PENDAHULUAN

Suatu perusahaan pada umumnya pasti mempunyai keinginan untuk berkembang untuk dapat mengembangkan usahanya dan menjaga agar perusahaan tersebut tetap bertahan. Salah satu alternatif pendanaan untuk mengembangkan usaha adalah dengan melakukan emisi atau menjual saham perusahaan kepada publik (*go public*). Langkah awal dalam pelaksanaan emisi saham adalah IPO (*initial public offering*). Namun Fenomena yang kerap terjadi saat IPO adalah adanya *underpricing*.

Underpricing adalah kondisi dimana saham perdana yang ditawarkan harganya jauh lebih rendah dibandingkan saat diperdagangkan di pasar sekunder. Dari tahun 2006-2014 terdapat 189 perusahaan melakukan IPO dan sebanyak 153 mengalami *underpricing*. Perusahaan yang melakukan IPO semakin besar tingkat asimetris informasi maka akan menimbulkan tingkat

underpricing yang semakin besar (Johnston dan Madura, 2009). Oleh karena itu dalam melakukan penawaran saham di pasar perdana emiten menerbitkan prospektus perusahaan. Prospektus perusahaan diharapkan menjadi sumber informasi yang dapat menurunkan asimetris informasi tersebut. Informasi yang dimuat dalam prospektus akan membantu investor dalam membuat keputusan yang rasional mengenai resiko nilai saham sesungguhnya yang ditawarkan emiten (Kim, Krinsky dan Lee, 1995).

Penelitian ini menggunakan teori yang dikemukakan oleh para ahli yang dijadikan dasar untuk menjelaskan penelitian ini. Fenomena *underpricing* dapat dijelaskan dengan teori agensi (*agency theory*) (Suyatmin dan Sujadi, 2006). Teori lain yang dapat menjelaskan fenomena *underpricing* adalah teori sinyal (*signaling theory*). Dalam teori tersebut, *underpricing* dinyatakan sebagai tindakan rasional yang dilakukan perusahaan untuk memberikan sinyal positif bagi calon investor baru. Menurut Allen dan Faulhaber (1989), penetapan *underpricing* saat IPO dianggap sebagai sinyal atas kualitas baik perusahaan, karena pemberian diskon harga saham perdana menggambarkan bahwa perusahaan memiliki kondisi keuangan yang kuat untuk memulihkan kerugian atas penjualan saham perdananya.

Saat ini penerapan *corporate governance* telah menjadi fokus perhatian para *stakeholder* perusahaan dalam dunia bisnis hampir di setiap pasar saham di seluruh dunia. Untuk mengatasi *underpricing*, mekanisme *corporate governance* dapat digunakan untuk meminimalisir *agency problem* yang timbul akibat adanya asimetri informasi yakni dengan melakukan *monitoring* baik secara internal maupun eksternal (Jensen dan Meckling, 1976). Struktur kepemilikan mempunyai fungsi terhadap pengawasan atas kinerja perusahaan sehingga tercapai *good corporate governance*. Sedangkan *underwriter reputation* meminimalisir risiko karena *underwriter* yang kompeten tentu akan lebih dalam memberikan penilaian atas suatu saham.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

De Lorenzo dan Fabrizio (2001) menyatakan hampir semua penelitian terdahulu menjelaskan terjadinya *underpricing* sebagai akibat dari adanya asimetri dalam distribusi informasi antara pelaku IPO yaitu perusahaan, *underwriter*, dan investor. Ada dua teori untuk menjelaskan fenomena *underpricing* yaitu *signaling theory* dan *agency theory*. Teori sinyal (*signaling theory*) menunjukkan adanya hubungan asimetri antara manajemen dengan berbagai pihak yang berkepentingan terhadap informasi perusahaan (Raharja & Sari, 2008). Asimetri informasi terjadi dikarenakan salah satu pihak memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan pihak lain. Manajemen selaku pihak intern perusahaan memiliki informasi yang lebih baik dibanding dengan pihak lain. Pada saat penjualan saham di pasar perdana, calon investor cenderung tidak memiliki informasi yang cukup untuk membedakan apakah perusahaan IPO mempunyai kualitas yang baik atau tidak. Perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk (Megginson, 1997 dalam Cahyono dan Legowo, 2010).

Teori agensi (*agency theory*) menggambarkan bagaimana hubungan antara manajemen dengan pemilik perusahaan merupakan paradigma hubungan antara prinsipal dengan agen. Pemilik perusahaan sebagai prinsipal memberikan kepercayaan kepada manajemen sebagai agen yang memberikan jasa manajerialnya untuk mengelola perusahaan. Menurut Jensen dan Meckling, (1976) hubungan keagenan adalah suatu kontrak antara dua pihak yang berisi pendelegasian pekerjaan dan wewenang oleh pihak pertama sebagai prinsipal kepada pihak kedua sebagai agen, agar pihak kedua bersedia melakukan pekerjaan tersebut untuk kepentingan pihak pertama.

Pengaruh Jumlah Dewan Komisaris Terhadap *Underpricing*

Dewan komisaris dalam suatu perusahaan memiliki peranan penting dalam melakukan pengawasan sekaligus mewakili kepentingan para pemegang saham. Pearce and Zahra (1992) dan Dalton et.al (1999) berpendapat bahwa ukuran dewan adalah salah satu faktor penting dalam pelaksanaan *corporate governance* yang efektif. Jumlah dewan komisaris perusahaan akan meningkatkan keefektifan pengawasan suatu perusahaan. Dalam penelitiannya, Dalton et al (1999) dan Coles et al (2008) mengatakan bahwa jumlah dewan komisaris yang besar akan memberi keuntungan kepada perusahaan, terutama perusahaan yang kompleks. Perusahaan tersebut akan

memiliki banyak masukan dan arahan dari dewan komisaris yang memiliki lebih banyak pengalaman dan keahlian. Berdasarkan uraian tersebut, rumusan hipotesis yang pertama penelitian ini adalah :

H1 : Jumlah dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*

Pengaruh Independensi Dewan Komisaris Terhadap *Underpricing*

Independensi dewan komisaris dalam pelaksanaan tata kelola perusahaan yang baik sangatlah penting. Williamson (1985) berpendapat bahwa komposisi dewan komisaris dari pihak luar memiliki peran penting dalam menjalankan fungsi pengendalian keputusan *board*. Adanya independensi dewan komisaris membuat tata kelola perusahaan dapat terlaksana dengan baik karena fungsi *monitoring* terhadap perusahaan tidak hanya dilakukan oleh pihak internal, tetapi juga pihak eksternal. Pihak eksternal akan lebih objektif dalam melakukan pengawasan dibandingkan pihak internal karena pihak eksternal berperan sebagai pihak independen yang tidak memiliki hubungan khusus dengan manajemen perusahaan. Hal ini diharapkan akan dapat meminimalisir keputusan manajer yang mengorbankan kepentingan pemegang saham. Dalam lingkungan kelembagaan yang lebih lemah seperti Indonesia, komisaris independen diharapkan dapat melakukan pengawasan yang efektif dan melindungi kepentingan pemegang saham minoritas (Darmadi dan Gunawan (2013). Independensi dewan komisaris juga diharapkan akan mengurangi masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham lainnya (Lin dan Chuang , 2011 dalam Darmadi dan Gunawan, 2013). Sesuai pendekatan *signaling theory*, adanya independensi dewan komisaris akan meningkatkan keefektifan praktik *corporate governance*. Hal ini dianggap sebagai sinyal positif atas kualitas perusahaan, sehingga perusahaan tidak perlu menetapkan kebijakan *underpricing* untuk memberikan sinyal kepada calon investor. Berdasarkan uraian tersebut, rumusan hipotesis kedua penelitian ini adalah :

H2 : Independensi dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*

Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Terhadap *Underpricing*

Konsentrasi kepemilikan diartikan sebagai kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh investor tunggal yang besar (*blockholder*). Pemegang saham pengendali atau investor tunggal memiliki kontrol yang efektif terhadap perusahaan. Perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi memiliki pemegang saham yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan manajer agar sesuai dengan kepentingannya. Adanya konsentrasi kepemilikan dalam suatu perusahaan, dapat memunculkan *agency problem* antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas (Shleifer dan Vishny, 1997 dalam Darmadi dan Gunawan, 2013). Hal tersebut mengindikasikan bahwa risiko perusahaan akan meningkat. Pemegang saham pengendali mungkin mengambil manfaat pribadi atas wewenang konsentrasi kepemilikan yang dimilikinya. Namun hal ini akan menjadi kerugian bagi pemegang saham minoritas. Berdasarkan uraian tersebut, rumusan hipotesis ketiga penelitian ini adalah :

H3 : Konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap *underpricing*

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap *Underpricing*

Kepemilikan Institusional merupakan besarnya prosentase kepemilikan perusahaan yang dimiliki oleh suatu institusi. Dalam kegiatan monitoring perusahaan, fungsi pengendalian yang dilakukan oleh pemegang saham institusi akan semakin efektif apabila pemegang saham memiliki kemampuan dan pengalaman yang baik di bidang bisnis dan keuangan. Pada umumnya investor institusional memiliki kemampuan lebih dan sumber daya yang memadai untuk melakukan pengawasan, sehingga adanya kepemilikan oleh investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen perusahaan sehingga risiko dapat diminimalisir. Partisipasi investor institusional dalam struktur kepemilikan perusahaan juga dapat mengurangi *agency problem* antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas sehingga akan meningkatkan praktik *corporate governance*. Darmadi dan Gunawan (2013) mengatakan bahwa kehadiran investor institusional dapat mengurangi asimetri informasi antara emiten dan calon investor baru, maka dari itu emiten tidak perlu membuat kebijakan harga penawaran saham perdana yang *underprice* untuk mencapai keberhasilan IPO. Berdasarkan uraian tersebut, rumusan hipotesis keempat penelitian ini adalah :

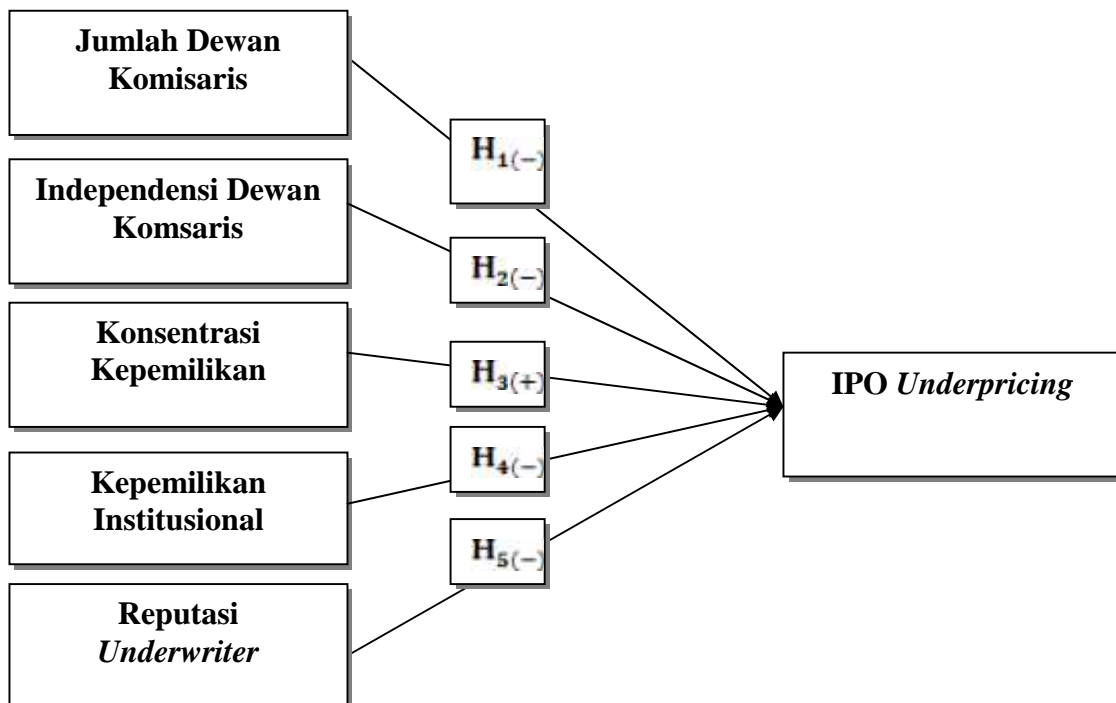
H4 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *underpricing*

Pengaruh *Underwriter Reputation* Terhadap *Underpricing*

Menurut teori sinyal, perusahaan akan berusaha memberikan sinyal positif kepada investor. Kirkulak dan Davis (2005) mengatakan bahwa penjamin emisi yang melakukan frekuensi penjualan paling sering akan mendapat ranking yang baik. Saat emiten memilih untuk menggunakan jasa penjamin emisi dengan reputasi yang baik, hal ini merupakan sinyal positif atas kualitas perusahaan. Penjamin emisi yang berpengalaman dan mempunyai ranking terbaik mempunyai kemampuan dan pengalaman yang baik dalam pengambilan keputusan. Keputusan dalam penetapan harga dalam IPO merupakan hal yang sensitif bagi investor. Penjamin emisi juga akan berusaha meminimalisir resiko yang ada selama IPO, diharapkan dari peringkat penjamin emisi yang baik akan meminimalisir resiko. Berdasarkan uraian tersebut, rumusan hipotesis kelima penelitian ini adalah :

H5 : *Underwriter Reputation* berpengaruh negatif terhadap *underpricing*

Kerangka Pemikiran



Sumber: Coles et.al (2008), Darmadi dan Gunawan (2013) Shleifer dan Vishny (1997) dalam darmadi dan Gunawan (2013), Kirkulak dan Davis (2005).

METODE PENELITIAN

Variabel Dependen

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *underpricing*. Dalam penelitian ini pengukuran *underpricing* menggunakan *Initial Return* (IR) yaitu selisih antara harga penawaran perdana (*offering price*) saat IPO dengan harga saham hari pertama penutupan (*closing price*) pada pasar sekunder dibagi dengan *offering price* dikali 100% (Suyatmin dan Sujadi, 2006 dalam Rahmida, 2012).

$$IR = (Pt_1 - Pt_0) / Pt_0 \times 100\%$$

Keterangan :

IR : *Initial Return*

Pt₁ : Harga penutupan pada hari pertama di pasar sekunder

Pt_0 : Harga penawaran perdana

Variabel Independen

1. Jumlah Dewan Komisaris

Jumlah Dewan Komisaris yaitu jumlah seluruh dewan komisaris yang ada dalam suatu perusahaan. Penelitian ini mengukur jumlah anggota dewan berdasarkan jumlah anggota dewan komisaris dalam perusahaan saat melakukan IPO (Vafeas, 2000 dalam Rahmida, 2012).

2. Independensi Dewan Komisaris

Variabel tersebut diukur dengan presentase dari rasio antara jumlah anggota dewan dengan total anggota dewan komisaris perusahaan (Darmadi dan Gunawan, 2013). Secara sistematis dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$IND_COM = \frac{\text{Jumlah Komisaris Independen}}{\text{Total Dewan Komisaris}} \times 100\%$$

3. Konsentrasi Kepemilikan

Variabel konsentrasi kepemilikan dinyatakan dengan nilai dihitung dengan menjumlahkan kepemilikan saham 5 terbesar (top 5) dengan masing-masing kepemilikan minimal 20% total saham, mengacu pada penelitian (Cespedes, 2010).

4. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, dana pensiun, atau perusahaan lain (Tarjo, 2008). Darmadi dan Gunawan (2013) menyatakan kepemilikan institusional diukur berdasarkan persentase dari rasio antara total saham beredar dengan jumlah kepemilikan saham oleh institusi. Secara sistematis dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$INS_OWN = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi (dim iabr)}}{\text{total saham beredar (dim iabr)}} \times 100\%$$

Keterangan :

INS_OWN : Kepemilikan Institusional

5. Reputasi *Underwriter*

Pengukuran variabel ini menggunakan variabel *dummy* 1 = jika perusahaan menggunakan jasa *underwriter* yang termasuk top 10 dalam **20 Most Active Brokerage House Monthly in Total Trading Frequency** selama periode penelitian dan 0 = jika perusahaan menggunakan jasa *underwriter* di luar top 10 *underwriter* (Yolana dan Martani, 2005).

Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian adalah seluruh perusahaan yang melakukan IPO dan tetap terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2006-2014 berjumlah 63 perusahaan. Adapun teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling*, yaitu pemilihan anggota sampel dengan mendasar pada kriteria-kriteria tertentu . Kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Perusahaan yang sudah melaksanakan Penawaran Umum Perdana Saham (Initial Public Offering/IPO).
2. Perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2006-2014 dan tetap terdaftar di BEI hingga tahun 2014. Hal ini dimaksudkan untuk data yang berkesinambungan.
3. Perusahaan yang dijadikan obyek pengamatan ialah perusahaan yang mengalami *underpricing*.

Jenis dan Sumber Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan data sekunder dengan studi pustaka yang didapatkan dari buku-buku literatur serta jurnal yang berkaitan dan menunjang dalam penelitian ini. Data sekunder ini dikumpulkan dengan menggunakan metode dokumentasi, yaitu dengan cara mencatat atau mendokumentasikan data yang berkaitan dengan penelitian yaitu prospektus perusahaan dan *idx fact book* selama periode penelitian (2006-2014).

Metode Analisis Data

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis multivariate dengan alat analisis regresi *Ordinary Least Square* (OLS) yang dinyatakan dalam persamaan sebagai berikut :

$$UNDR = 0 + 1BOC_SIZE + 2IND_COM + 3OWN_CON + 4INS_OWN + 5UNDWR_REP + e$$

Keterangan :

UNDR	= <i>underpricing</i>
0	= konstanta
BOC_SIZE	= jumlah dewan komisaris
IND_COM	= independensi dewan komisaris
OWN_CON	= konsentrasi kepemilikan
INS_OWN	= kepemilikan institusional
UNDWR_REP	= reputasi <i>underwriter</i>
e	= <i>error</i>

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Setelah melakukan pemilihan objek penelitian, maka diperoleh populasi penelitian sebesar 63 perusahaan yang dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 1
Deskripsi Objek Penelitian

No	Keterangan	Jumlah Perusahaan
1	Perusahaan yang melakukan IPO selama periode 2006-2014, mengalami <i>underpricing</i> , dan memiliki data lengkap	73
2	Data outlier	10
	Total data akhir penelitian	63

Sumber : data hasil penelitian

Deskripsi Variabel

Tabel 2
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
UNDR	63	,0108	,7000	,264393	,2402458
BOC_SIZE	63	2	8	3,60	1,561
IND_COM	63	,1667	,6666	,399059	,0874728
OWN_CON	63	,3483	1,0000	,752968	,2190925
INS_OWN	63	,4375	1,0000	,950337	,0991324
UNDWR_REP	63	0	1	,38	,490
Valid N (listwise)	63				

Sumber : data hasil pengolahan spss 22

Pada tabel 2 terlihat bahwa rata-rata variabel UNDR yang menunjukkan tingkat *underpricing* yang dialami oleh seluruh populasi penelitian adalah sebesar 0,2643 atau 26,43%. Variabel jumlah dewan komisaris yang dilambangkan dengan BOC_SIZE memiliki nilai rata-rata jumlah anggota dewan komisaris yakni sebesar 3,60 atau setara 4 dengan orang. Variabel IND_COM menunjukkan tingkat independensi dewan komisaris yang dihitung berdasarkan perbandingan antara jumlah komisaris independen dan total dewan komisaris. Statistik deskriptif menunjukkan bahwa nilai rata-rata tingkat independensi dewan komisaris sebesar 0,3990 atau 39,90%. Variabel OWN_CON menunjukkan besarnya presentase kepemilikan saham perusahaan yang terkonsentrasi. Rata-rata konsentrasi kepemilikan saham pada semua populasi penelitian menunjukkan nilai sebesar 0,7529 atau sebesar 75,29%. Variabel INS_OWN menunjukkan

persentase kepemilikan saham perusahaan oleh institusi lain. Nilai rata-rata variabel ini sebesar 0,9503 atau 95,03%, yang berarti bahwa hampir seluruh populasi penelitian kepemilikan sahamnya didominasi oleh institusi lain.

Tabel 3
Distribusi Frekuensi Reputasi *Underwriter*

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 0	39	61,9	61,9	61,9
1	24	38,1	38,1	100,0
Total	63	100,0	100,0	

Sumber : data hasil pengolahan spss 22

Tabel 4.2 di atas menunjukkan nilai frekuensi dari variabel reputasi *underwriter* yang diukur dengan menggunakan variabel *dummy*. Dapat dilihat dari total 63 data penelitian, terdapat 24 perusahaan atau sebesar 38,1% perusahaan yang menggunakan jasa *underwriter* yang termasuk top 10 dalam *20 Most Active Brokerage House Monthly in Total Trading Frequency (Sumber : IDX Fact Book)* dan 39 perusahaan atau sebesar 61,9% perusahaan menggunakan jasa *underwriter* di luar kriteria top 10.

Uji Asumsi Klasik

Penelitian ini telah lolos dalam pengujian asumsi klasik. Pada pengujian normalitas dengan uji *Kolmogorov-Smirnov* diperoleh nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* menunjukkan angka 0,08 atau >5%, yang berarti data penelitian terdistribusi secara normal. Pendeteksian ada atau tidaknya multikolinearitas pada model regresi dilihat dari nilai *Variance Inflation Factors (VIF)*. Hasilnya menunjukkan bahwa semua variabel independen dalam penelitian memiliki nilai VIF kurang dari 10, yang berarti model regresi bebas dari gejala multikolinearitas.

Pengujian heteroskedastisitas pada model regresi dilakukan dengan uji *scatter plot*. Hasilnya menunjukkan bahwa titik-titik di dalam grafik tersebar merata, yang berarti model yang digunakan tidak terdapat masalah heteroskedastisitas. Pendeteksian ada atau tidaknya autokorelasi pada model regresi menggunakan uji Durbin-Watson yaitu DW sebesar 1,723, nilai tersebut lebih besar dari batas atas (du) 1,7671 dan lebih kecil dari (4-du) 4-1,4265. Karena $du < D-W < 4-du$ yaitu $1,4265 < 1,723 < 1,7671$. Maka dapat disimpulkan pada penelitian ini tidak terjadi autokorelasi sehingga terbebas dari penyimpangan asumsi klasik.

Pembahasan Hasil Penelitian

Tabel 4
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,515 ^a	,265	,201	,2147916	1,723

Sumber : data hasil pengolahan spss 22

Tabel 4 menunjukkan bahwa koefisien determinasi (R^2) dari nilai Adjusted R Square sebesar 0,201 atau 20,1%. Dapat diartikan bahwa 20,1% variabel *underpricing* dapat dijelaskan oleh variabel independen dalam penelitian ini sedangkan 79,9% dijelaskan oleh variabel diluar model.

Tabel 5
Hasil Uji Statistik T
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients		
1	(Constant)	,750	,345		2,178	,034
	SQBOC_SIZE	-,208	,075	-,339	-2,755	,008
	IND_COM	-,215	,320	-,078	-,671	,505
	OWN_CON	,300	,145	,274	2,075	,043
	INS_OWN	-,233	,296	-,096	-,788	,434
	UNDWR_REP	-,049	,059	-,101	-,842	,403

a. Dependent Variable: UNDR

Sumber : data hasil pengolahan spss 22

Hipotesis pertama menyatakan bahwa jumlah dewan komisaris memiliki pengaruh negatif terhadap *underpricing*. Berdasarkan hasil uji statistik t membuktikan bahwa hipotesis satu (H1) diterima. Hal ini menunjukkan bahwa jumlah dewan komisaris secara signifikan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*. Arah negatif pada koefisien beta menunjukkan bahwa semakin besar jumlah dewan komisaris akan semakin mengurangi tingkat *underpricing*, begitu juga sebaliknya. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Kurniasih dan Santoso (2008) dan Darmadi dan Gunawan (2013), yang menyatakan bahwa jumlah dewan komisaris secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Besarnya jumlah dewan komisaris ideal menurut penelitian Nathania (2014) adalah 7-8 orang. Hal ini sesuai dengan sampel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu jumlah maksimal dewan komisaris adalah 8 orang. Dalam teori sinyal (*signaling theory*) dijelaskan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, dengan hal ini diharapkan pasar dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk (Megginson, 1997 dalam Cahyono dan Legowo, 2010). Menurut Allen dan Faulhaber (1989), penetapan *underpricing* saat IPO dianggap sebagai sinyal atas kualitas baik perusahaan, karena pemberian diskon harga saham perdana menggambarkan bahwa perusahaan memiliki kondisi keuangan yang kuat untuk memulihkan kerugian atas penjualan saham perdananya. Dalam teori sinyal juga dinyatakan bahwa *underpricing* merupakan suatu tindakan yang rasional yang dilakukan oleh emiten atas sinyal positif kualitas perusahaan (Sasongko, 2014). Besarnya jumlah dewan komisaris yang ideal akan meningkatkan efektifitas pengawasan terhadap kinerja perusahaan. Aspek pengawasan adalah kunci penting demi berjalannya sistem risiko perusahaan yang efektif. Dewan komisaris mempunyai peran dalam mengawasi penerapan manajemen risiko yang efektif (Krus dan Orowitz, 2009). Tujuan *corporate governance* adalah untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*shareholder*). Tercapainya *good corporate governance* yang berarti menunjukkan sinyal atas kualitas baik dan kepastian atas risiko kepada masyarakat karena perusahaan tersebut telah menerapkan prinsip-prinsip GCG yaitu *fairness, transparency, accountanbility, dan responsibility*. Dengan demikian, perusahaan tidak perlu melakukan *underpricing* sebagai alat untuk menunjukkan kualitas perusahaan kepada calon investor agar tercapai keberhasilan IPO.

Hipotesis kedua menyatakan bahwa independensi dewan komisaris berpengaruh negatif signifikan terhadap *underpricing*. Hasil uji statistik t membuktikan bahwa hipotesis kedua (H2) ditolak. Hal ini memiliki arti bahwa tingkat independensi dewan komisaris tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Darmadi dan Gunawan yang menyatakan independensi dewan komisaris berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Namun konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Lappailanen dan Niskasen (2012) yang menyatakan tidak adanya pengaruh yang signifikan antara independensi dewan komisaris dan *underpricing*. Secara statistik nilai variansi yang lebih kecil daripada mean, sehingga

tidak mampu mempengaruhi. Secara manajerial, BEI yang mensyaratkan minimal jumlah dewan sebesar 30%, sedangkan rata-rata komisaris independen sebesar 39,9% jumlah yang sedikit diatas syarat tersebut belum mampu berpengaruh terhadap penetapan harga saham saat IPO sehingga tidak mampu berpengaruh terhadap *underpricing*.

Hipotesis ketiga menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan mempunyai pengaruh positif terhadap *underpricing*. Hasil uji statistik t membuktikan bahwa hipotesis ketiga (H3) diterima. Hal ini berarti konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Arah positif koefisien beta menjelaskan bahwa semakin besar konsentrasi kepemilikan maka tingkat *underpricing* akan semakin besar, dan sebaliknya. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Mc. Connell dan Servaes (1990) yang menemukan hubungan positif antara konsentrasi kepemilikan dan *underpricing*. Adanya konsentrasi kepemilikan dalam suatu perusahaan berarti adanya pemegang saham pengendali yang mempunyai kontrol aktif terhadap perusahaan. Perusahaan yang menjual sahamnya ke publik akan mengakibatkan perubahan struktur modal perusahaan. Hal ini akan menimbulkan munculnya rasa takut atas hilangnya kontrol aktif para pemegang saham pengendali lama oleh calon investor baru yang potensial. Dalam penetapan jumlah saham di pasar perdana, pemegang saham pengendali cenderung memilih untuk menetapkan jumlah saham *go public* yang lebih sedikit guna mempertahankan kontrol aktif yang dimilikinya. Jumlah penjualan yang sedikit akan membuat penjualan saham perdana dilakukan dengan sistem penjatahan. Sistem ini membuat calon investor lain tidak bisa membeli saham yang dikeluarkan di saham perdana. Hal ini menyebabkan permintaan akan saham terkait akan meningkat di pasar sekunder. Tingginya permintaan akan menimbulkan efek naiknya harga saham di pasar sekunder yang secara otomatis membuat tingkat *underpricing* meningkat.

Hipotesis ke empat dalam penelitian ini menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hasil uji statistik t membuktikan bahwa (H4) ditolak. Hal ini berarti kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi lain tidak mempengaruhi *underpricing* secara signifikan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Darmadi dan Gunawan (2013) yang menemukan pengaruh negatif antara *institutional ownership*/kepemilikan institusional dan tingkat *underpricing*. Namun, hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Kurniasih dan Santoso (2008) dimana tidak ditemukan pengaruh antara kepemilikan institusional dan *underpricing*. Berdasarkan penelitian ini, rata-rata kepemilikan saham oleh institusi lain menunjukkan angka 95%. Namun variasi kepemilikan institusional dari perusahaan yang diteliti sebesar 9,9% , hal ini berarti variasi kurang dari rata-rata (*mean*) yang menyebabkan kepemilikan institusional tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *underpricing*.

Hipotesis ke lima dalam penelitian ini menyatakan reputasi *underwriter* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hasil uji statistik t membuktikan bahwa (H5) ditolak. Arah negatif pada koefisien beta menjelaskan bahwa semakin baik reputasi *underwriter* maka akan memperkecil tingkat *underpricing* yang terjadi. Hasil ini didukung oleh penelitian yang dilakukan kurniawati (2009), dimana hasil penelitiannya tidak menemukan pengaruh yang signifikan antara reputasi *underwriter* dan *underpricing*. Secara statistik tidak banyak variasi karena *mean* dan standar deviasi tidak terlalu besar yang membuat variabel reputasi *underwriter* pengaruhnya tidak signifikan. Semakin baik kualitas *underwriter* (yang tercermin dari peringkat *underwriter*) maka kemampuan *underwriter* dalam menilai dan mengetahui kondisi pasar juga akan semakin baik. Hal ini berarti risiko atas ketidakpastian bisa lebih diminimalisir. *Underwriter* akan menetapkan harga IPO sesuai dengan fundamental perusahaan dan kondisi bursa sehingga cenderung tidak akan melakukan *underpricing*.

KESIMPULAN, KETERBATASAAN, DAN SARAN

Hasil penelitian menunjukkan bahwa jumlah dewan komisaris memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *underpricing*. Hal ini berarti semakin besar jumlah dewan komisaris (maksimal 8 orang) akan menurunkan tingkat *underpricing*. Independensi dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Konsentrasi kepemilikan mempunyai pengaruh positif terhadap *underpricing*. Semakin besar prosentase tingkat kepemilikan saham yang terkonsentrasi, akan menambah tingkat *underpricing*. Sedangkan kepemilikan institusional dan reputasi *underwriter* tidak memiliki pengaruh terhadap *underpricing*.



Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, Data objek penelitian yang digunakan hanya 63 perusahaan. Minimnya akses terhadap prospektus perusahaan menjadi kendala utama penelitian ini. Kedua, variabel independen dalam penelitian ini masih belum dapat menjelaskan dengan baik variabel dependen yang diteliti. Hal ini dapat dilihat dari nilai *adjusted R square* hanya sebesar 20,1%. Hal ini berarti masih terdapat banyak faktor lain diluar variabel yang diamati berpengaruh terhadap IPO *underpricing*. Ketiga, Masih terbatasnya buku literatur mengenai topik bahasan penelitian ini terutama mengenai *good corporate governance* menjadi kendala dalam pembuatan landasan teori.

Sebagai implikasi bagi pihak manajemen perusahaan bahwa untuk mengurangi tingkat *underpricing* maka perusahaan perlu menerapkan *good corporate governance* yaitu menambah jumlah dewan komisaris sampai jumlah ideal maksimal yaitu 8 orang agar pengawasan terhadap perusahaan bisa maksimal, sehingga tingkat *underpricing* berkurang karena prinsip GCG telah dipenuhi oleh perusahaan. Turunnya tingkat *underpricing* bisa memaksimalkan pendapatan dari IPO. Bagi calon investor yang akan membeli saham pada pasar perdana sebaiknya membeli saham perusahaan yang IPO yang memiliki jumlah dewan direksi yang kecil. Hasil penelitian ini menunjukkan konsentrasi kepemilikan (*ownership concentration*) mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap IPO *underpricing*. Sebaiknya calon investor yang akan membeli saham pada pasar perdana memilih perusahaan yang mempunyai tingkat konsentrasi kepemilikan yang tinggi karena akan meningkatkan *initial return* yang diharapkan. Penelitian ini menunjukkan nilai *adjusted R square* sebesar 20,1% yang mempunyai arti penelitian ini memiliki kemampuan prediksi 20,1%. Diharapkan penelitian selanjutnya untuk menambah proksi lain dari struktur kepemilikan yaitu; kepemilikan keluarga, kepemilikan manajerial, kepemilikan asing dan kepemilikan pemerintah. Dan juga menambah proksi lain *corporate governance* yaitu CEO/Manajerial/dewan direksi untuk menjelaskan fenomena *underpricing* yang terjadi di Indonesia.

REFERENSI

- Ansley Chua, (2014), "Market conditions, underwriter reputation and first day return of IPO", *Journal of Financial Market* 19 (2014) 131-153
- Beatty, Randolph P, 1989, "Auditor Reputation and the Pricing of Initial public Offering", *Journal of Financial economic*, Vol.15
- Carter, R., F. Dark, and A. Singh. 1998. Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks. *Journal of Finance* 53: 285–311.
- Céspedes, J., Maximiliano G., and Carlos A.M. (2010), "Ownership and capital structure in Latin America", *Journal of Business Research* 63 (2010) 248-254.
- Cliff, M., and D. Denis. 2004. Do IPO firms purchase analyst coverage with underpricing? *Journal of Finance* 59: 2871–2901.
- Dahlan Siamat. 2005. *Manajemen Lembaga keuangan ; kebijakan moneter dan perbankan (edisi kelima)*. Jakarta : Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Darmadi, Salim dan Randy Gunawan. 2013. "Underpricing, Board Structure, and Ownership An Empirical Examination of Indonesian IPO Firms". *Managerial Finance*. Vol. 39 No. 2, pp. 181-200.
- De Lorenzo, Massimo and Stefano Fabrizio. 2001. Asymmetric Information and The Role of Underwriter, The Prospectus and The Analyst in Underpricing of IPO. The Italian Case. Available from: URL: <http://www.ssrn.com>.
- Fivos V. Bekiris, (2013), "Ownership structure and board structure: are governance mechanisms interrelated?", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol.13 Iss 4 pp. 352-364
- Forum for Corporate Governance in Indonesia. 2003. *Indonesian Company Law*. Available online at www.fcgi.org.id
- Ghozali, Imam. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hanafi, M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
<http://www.tempo.co/read/news/2014/04/11/090569843/Listing-Perdana-Saham-Intermedia-Naik-120-Poin>
- Isaac Otchere, George Owusu-Antwi, and Sana Mohsni, (2013), "Why are stock exchange IPOs so underpriced and yet outperform in the long run?", *Journal of international financial markets, institutions & Money* 27 (2013) 76-98
- Jaana Lappalainen, Mervi Niskanen, (2012), "Financial performance os SMEs: impact of ownership structure and board composition", *Management Research Review*, Vol.35 Iss11 pp.1088-1108
- 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.
- Jensen, M. C. (1993). Presidential address: the modern industrial revolution, exit, and the failure of the internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 831–880.
- Jin Zhou, Lan-Jun Lao, (2012), "Analaysis of Influencing Factors of IPO Underpricing in ChiNext", *Physics rocedia* 33 (2012) 846-851
- Johnston, J. and Madura, J. (2009), "The pricing of IPOs post-Sarbanes-Oxley", *The Financial Review*, Vol. 44 No. 2, pp. 291-310.
- Kasmir. 2008. *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya (edisi revisi)*. Jakarta: PT Rajagrafindo Persada.
- Kim, Joeng-Bon, Itzhak Krinsky and Jason Lee, 1995, "The Role of Financial Variabel in the Pricing of Korean IPO", *Pasific business finance Journal*
- Kun Wang and Michael S. Wilkins, (2007), "The impact of audit firm industry differentiation on IPO underpricing", *Pacific Accounting Review*, Vol. 19 Iss 2 pp. 153 - 164
- Kurniasih, Lulus dan Arif. L.S. 2008. "Bukti Empiris Fenomena Underpricing dan Pengaruh Mekanisme Corporate Governance". *Jurnal Ekonomi dan Kewirausahaan*, Vol. 8, No. 1, Hal. 1 – 15.
- Kurniawati, Vivi. 2009. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing pada Penawaran Umum Perdana di BEI". Skripsi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Negeri Semarang".



- 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.
- 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.
- Nathania, Adhita. Pengaruh Komposisi Dewan Perusahaan Terhadap Profitabilitas Perusahaan. *Jurnal Keuangan* Vol. 2, No. 1, (2014) 76-81
- Raharja dan M.Sari. 2008. "Kemampuan Rasio Keuangan Dalam Memprediksi Peringkat Obligasi (PT. Kasnic Credit Rating)". *Jurnal MAKSI*. Vol. 8, No. 2, hal 213-232".
- 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.
- Reese, J., William A. 1998. IPO Underpricing, Trading Volume and Investor Interest. Available from: URL: <http://www.ssrn.com>.
- Sasongko, Bangkit. 2014. "Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Terhadap Tingkat Underpricing Penawaran Umum Perdana Saham". Skripsi Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.
- Sekaran, Uma. 2003. *Research Method for Business 4th edition*. USA: John Wiley and Sons, Inc.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1986), "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94 No. 3, pp. 461-88.
- Sitompul, Asri. 2000. *Penawaran Umum dan Permasalahannya*. Bandung: Citra Aditya Bakti.
- Su, Dongwei. 2004. Leverage, Insider Ownership and The Underpricing of IPOs in China. *Journal of International Financial Markets Institutions & Money*, Vol 14, pp 37-54.
- Suad Husnan. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Subagyo, DKK. 1999. *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*. Yogyakarta: Badan Penerbit Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN.
- Sugiyono. 2008. *Metode Penelitian Bisnis (cetakan ke enam)*. Bandung: CV. Alfabeta.
- Suyatmin dan Sujadi. 2006. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Underpricing pada Penawaran Umum Perdana di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Manajemen dan Bisnis*. Vol. 10, No. 1, Hal. 11-32.
- Tarjo. 2008. "Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Leverage Terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta Cost of Equity Capital". *Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak.
- Thomas Walker, (2008), "Family Control, Underwriter Prestige, and IPO Underpricing: A Cross Country Analysis", *Multinational Business Review*, Vol. 16 Iss 2 pp. 1 – 42
- Yatim, Puan. 2011. "Underpricing and Board Structures: An Investigation of Malaysian Initial Public Offerings (Ipos)". *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Vol. 7, No. 1, pp. 73–93. Malaysia : Universiti Sains Malaysia.
- www.idx.co.id