

**ANALISIS PENGARUH TATA KELOLA PERUSAHAAN
TERHADAP TINGKAT *UNDERPRICING* PENAWARAN UMUM
PERDANA SAHAM**

(Studi Empiris terhadap Perusahaan Non Finansial di Bursa Efek Indonesia)



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

BANGKIT SASONGKO

NIM. 12030110120108

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG**

2014

PERSETUJUAN PENELITIAN

Nama : Bangkit Sasongko

Nomor Induk Mahasiswa : 12030110120108

Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi

Judul Usulan Penelitian Skripsi : **ANALISIS PENGARUH TATA KELOLA PERUSAHAAN TERHADAP TINGKAT UNDERPRICING PENAWARAN UMUM PERDANA SAHAM (Studi Empiris terhadap Perusahaan Non Finansial di Bursa Efek Indonesia)**

Dosen Pembimbing : Agung Juliarto, SE., Msi., Akt, Ph.D

Semarang, 25 Februari 2014

Dosen Pembimbing,

(Agung Juliarto, SE., Msi., Akt, Ph.D)

NIP. 19730722 200212 1002

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Bangkit Sasongko
Nomor Induk Mahasiswa : 12030110120108
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi
Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH TATA KELOLA PERUSAHAAN TERHADAP TINGKAT UNDERPRICING PENAWARAN UMUM PERDANA SAHAM (Studi Empiris terhadap Perusahaan Non Finansial di Bursa Efek Indonesia)**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 11 Maret 2014

Tim Penguji:

1. Agung Juliarto, S.E., M.Si., Akt., Ph.D (.....)
2. Dr. Endang Kiswara, S.E., M.Si., Akt. (.....)
3. Adityawarman, S.E., M.Acc., Akt. (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan dibawah ini, saya Bangkit Sasongko menyatakan bahwa skripsi dengan judul : **Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Terhadap Tingkat *Underpricing* Penawaran Umum Perdana Saham (Studi Empiris terhadap Perusahaan Non Finansial di Bursa Efek Indonesia)** adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri. Bila kemudian saya terbukti melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijazah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 25 Februari 2014

Yang membuat pernyataan,

Bangkit Sasongko

NIM. 12030110120108

ABSTRAK

Fenomena *underpricing* sering terjadi saat *Initial Public Offering* (IPO) di pasar modal. *Underpricing* terjadi ketika harga penawaran saham perdana lebih rendah dibandingkan harga penutupan saham pada hari pertama di pasar sekunder. Karakteristik *corporate governance* dalam perusahaan dapat mempengaruhi perilaku investasi para investor, sehingga berpengaruh pula terhadap strategi penetapan harga saham perdana. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh karakteristik *corporate governance* terhadap tingkat *underpricing* IPO. Penelitian ini mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Darmadi and Gunawan (2013) dan Filatotchev and Bishop (2002). Penelitian sebelumnya menggunakan *board size*, *board independence*, *ownership concentration*, dan *institutional ownership* untuk menganalisis pengaruh tata kelola perusahaan terhadap *underpricing*. Pada penelitian ini ditambahkan variabel kepemilikan manajerial sebagai variabel independen dalam model penelitian. Hal ini bertujuan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh adanya kepemilikan saham oleh manajer terhadap pengambilan keputusan manajemen dalam menetapkan harga saham perdana. Secara keseluruhan, penelitian ini menggunakan lima variabel independen, yaitu : jumlah dewan komisaris, independensi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan tiga variabel kontrol meliputi : ROE, ukuran perusahaan dan reputasi *underwriter*.

Populasi penelitian dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non finansial yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) selama tahun 2006-2013 dan mengalami *underpricing*. Total populasi yang digunakan sebesar 58 perusahaan. Dalam penelitian ini dihipotesiskan bahwa jumlah dewan komisaris, independensi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional secara parsial berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Pengujian regresi dalam penelitian menggunakan *Ordinary Least Square* (OLS).

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa jumlah dewan komisaris dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* sedangkan konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*. Namun, tidak ditemukan pengaruh secara signifikan independensi dewan komisaris dan kepemilikan manajerial terhadap tingkat *underpricing*. Implikasi dari penelitian ini menunjukkan bahwa praktik tata kelola perusahaan dapat mengurangi penetapan tingkat diskon harga yang digunakan sebagai sinyal atas kualitas perusahaan kepada investor saat *Initial Public Offering* (IPO).

Kata kunci : *Initial Public Offering*, *Underpricing*, dan karakteristik *Corporate Governance*

ABSTRACT

Underpricing phenomenon often occurs when a company undergoes an Initial Public Offering (IPO) in the stock market. Underpricing occurs when the initial public offering price is lower than the first day stock's closing price on the secondary market. Characteristics of corporate governance within the company may affect the investment behavior of investors, thus also affect the IPO pricing strategy. This study aims to analyze the influence of the corporate governance characteristics on the level of IPO underpricing. This research refers to research conducted by Darmadi and Gunawan (2013) and Filatotchev and Bishop (2002). The prior study used board size, board independence, ownership concentration and institutional ownership to analyze the corporate governance affect on underpricing. In this study, managerial ownership is added as independent variable on research model. The purpose is to investigate if and how the influence of share ownership by manager to management decision in determining the IPO price. Overall, this study uses five independent variables: i.e. the number of commissioner, commissioner independence, ownership concentration, managerial ownership, institutional ownership, and three control variables: ROE, firm size and underwriter reputation.

Research population comprise all non-financial companies that was underpriced on IPO for the period 2006-2013. A Total population of 58 companies was used in analysis. Hypotheses in this study indicate that board size, commissioner independence, ownership concentration, managerial ownership, and institutional ownership partially affect the level of underpricing. This study uses Ordinary Least Square (OLS) Regression for hypotheses testing.

Results of this study showed that the number of commissioner and institutional ownership negatively affected the level of underpricing. Ownership concentration had a positive effect on the level of underpricing. This study, did not find significant effects of commissioner independence and managerial ownership on the level of IPO undepricing. The implications of this study showed that the implementation of corporate governance can reduce the determination of the discount rate that used by company as signal of firm quality to investor on IPO.

Keywords : *Initial Public Offering, Underpricing, and Corporate Governance's Characteristics.*

MOTO DAN PERSEMBAHAN

Moto

“Perjuanganmu saat ini adalah kunci kesuksesanmu kelak”

“Tanpa usaha dan doa semuanya akan sia-sia”

Skripsi ini saya persembahkan untuk :

Skripsi ini saya persembahkan untuk kedua orang tua, kakak, adik, pacar, sahabat dan teman-teman Akuntansi 2010 yang telah memberikan dukungan secara material maupun non material

KATA PENGANTAR

Assalamualaikum Wr. Wb.

Puji syukur saya ucapkan atas kehadiran Allah SWT, atas rahmat dan hidayah-Nya penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan terhadap Tingkat *Underpricing* Penawaran Umum Perdana Saham (Studi Empiris terhadap Perusahaan Non Finansial di Buras Efek Indonesia)** sebagai syarat kelulusan program Sarjana (S1) Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.

Penelitian ini tidak akan terselesaikan tanpa bantuan, bimbingan dan motivasi dari berbagai pihak. Maka dari itu, pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada :

1. Prof. Drs. Mohamad Nasir, M.Si., Akt., Ph.D selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
2. Agung Juliarto, S.E., M.Si., Akt., Ph.D selaku dosen pembimbing yang telah membimbing, mengarahkan, dan menasehati penulis selama proses pembuatan skripsi ini, sehingga dapat terselesaikan dengan lancar.
3. Aditya Septiani, S.E., M.Si., Akt. selaku dosen wali.
4. Seluruh Dosen Fakultas Ekonomika dan Bisnis, terutama Jurusan Akuntansi atas ilmu yang diberikan kepada penulis selama proses perkuliahan.
5. Kedua orang tua, Sutono, S.E., M.Si., Akt. dan Sri Rahayu S.E. yang selalu mendoakan kelancaran penulisan skripsi, membimbing dan memotivasi penulis.
6. Kakakku tercinta Mung Prasetyo Nugroho dan adikku tercinta Febri Fitriyanto atas dukunganny selama ini.

7. Kekasihku Fauzia Tresnasari yang telah memotivasi, sabar menghadapi emosi penulis, memberikan ketenangan hati penulis dan menemani penulis selama proses penulisan skripsi.
8. Sahabat-sahabatku Aditya Emka Nugraha, M. Dwi Khoirun Adhim, M. Jalu Rajasa yang sudah berkenan menjadi tempat *sharing* dan keluh kesah selama penulisan skripsi.
9. Andrian Budi Prasetyo, S.E., M.Si., Akt., yang telah memberikan bimbingan, motivasi dan ilmunya selama proses penulisan skripsi.
10. Teman-teman akuntansi angkatan 2010 yang sudah memberikan masukan, motivasi, dan *sharing* ilmu pengetahuan pengolahan SPSS. Semoga kelak kita semua sukses, dan silaturahmi masih tetap terjaga.
11. Bapak kos, Ibu kos, dan teman-teman kos (Ryan, Ambon, Abu, Farid, Fiqih, Hilman, Adit, Dahlan yang selalu menghibur dan memotivasi penulis selama menyelesaikan skripsi ini.
12. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang telah memberikan bantuan, doa dan dukungannya.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini masih banyak kelemahan dan kekurangannya, karena keterbatasan pengetahuan dan pengalaman penulis. Oleh karena itu, kritik dan saran yang membangun sangat dibutuhkan penulis guna menyempurnakan skripsi ini sehingga dapat dijadikan sebagai referensi pada penelitian selanjutnya. Semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak yang membutuhkan.

Semarang, 25 Februari 2014 Penulis

Bangkit Sasongko

DAFTAR ISI

Halaman

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
ABSTRAK	v
<i>ABSTRACT</i>	vi
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xv
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	11
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian	11
1.3.1 Tujuan Penelitian	11
1.3.2 Kegunaan Penelitian	12
1.4 Sistematika Penulisan	13
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	15
2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu.....	15
2.1.1 Pasar Modal	15
2.1.2 <i>Initial Public Offering</i>	16
2.1.3 <i>Underpricing</i>	18
2.1.4 <i>Corporate Governance</i>	21
2.1.4.1 Pengertian <i>Corporate Governance</i>	21

2.1.4.2 Prinsip <i>Corporate Governance</i>	23
2.1.4.3 Mekanisme <i>Corporate Governance</i>	24
2.1.5 Penelitian Terdahulu	35
2.2 Kerangka Pemikiran.....	40
2.3 Pengembangan Hipotesis	43
BAB III METODE PENELITIAN	52
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel	52
3.1.1 Variabel Dependen	53
3.1.2 Variabel Independen	55
3.1.3 Variabel Kontrol	58
3.2 Populasi Penelitian	60
3.3 Jenis dan Sumber Data	60
3.4 Metode Pengumpulan Data	61
3.5 Metode Analisis Data	61
3.5.1 Statistik Deskriptif	62
3.5.2 Analisis Regresi	62
3.5.3 Uji Asumsi Klasik	64
3.5.3 Uji Model (<i>Goodness of Fit</i>)	67
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	70
4.1 Deskripsi Objek Penelitian	70
4.2 Analisis Data	71
4.2.1 Analisis Statistik Deskriptif	71
4.2.2 Analisis Uji Asumsi Klasik	76
4.2.2 Analisis Uji Model <i>Goodness of Fit</i>	80
4.3 Interpretasi Hasil Uji Hipotesis	89
4.3.1 Pengaruh Jumlah Dewan Komisaris terhadap <i>Underpricing</i> ...	89
4.3.2 Pengaruh Independensi Komisaris terhadap <i>Underpricing</i>	91
4.3.3 Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan terhadap <i>Underpricing</i>	92

4.3.4 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap <i>Underpricing</i>	94
4.3.5 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap <i>Underpricing</i>	96
BAB V SIMPULAN DAN SARAN	100
5.1 Simpulan	100
5.2 Keterbatasan Penelitian	102
5.3 Saran	102
DAFTAR PUSTAKA	104
LAMPIRAN-LAMPIRAN	111

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	38
Tabel 3.1 Variabel, Dimensi, Indikator, dan Skala Pengukuran	52
Tabel 4.1 Deskripsi Objek Penelitian	70
Tabel 4.2 Statistik Deskriptif	72
Tabel 4.3 Distribusi Frekuensi Reputasi <i>Underwriter</i>	75
Tabel 4.4 Hasil <i>One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test</i>	77
Tabel 4.5 Hasil Pengujian <i>Multikolinearitas</i>	78
Tabel 4.6 Hasil Uji <i>Runs Test</i>	79
Tabel 4.7 Hasil Uji Koefisien Determinasi	80
Tabel 4.8 Hasil Uji Statistik F.....	81
Tabel 4.9 Hasil Uji Regresi.....	83
Tabel 4.10 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis	89

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 <i>One Tier Board System</i>	25
Gambar 2.2 <i>Two Tier Board System</i>	26
Gambar 2.3 Kerangka pemikiran	42

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
LAMPIRAN 1 Daftar Objek Penelitian	112
LAMPIRAN 2 Tabulasi Data Penelitian	114
LAMPIRAN 3 Hasil Output SPSS	117

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar modal (*capital market*) merupakan pasar yang mempertemukan dua kepentingan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dan pihak yang memerlukan dana. Pasar modal memiliki peranan penting terhadap peningkatan aktivitas perekonomian suatu negara, karena fungsinya sebagai sarana investasi dan sumber pembiayaan usaha. Perusahaan memanfaatkan pasar modal sebagai alternatif sumber pendanaan usaha guna memperkuat struktur modal perusahaan yang akan melakukan pengembangan usaha atau ekspansi bisnisnya. Pendanaan melalui pasar modal yang diperoleh dengan cara penjualan saham perusahaan untuk pertama kalinya kepada publik atau masyarakat luas dikenal dengan istilah *go public*.

Dalam proses *go public*, sebelum saham diperdagangkan di pasar sekunder (lantai bursa), perusahaan harus melalui proses penawaran umum saham di pasar perdana (*primary market*) yang sering dikenal dengan istilah IPO / *Initial Public Offering* (Hartono, 2003 : 29). IPO merupakan langkah awal yang harus dilakukan oleh perusahaan yang akan *go public*, dimana perusahaan menjual saham pertama kalinya kepada masyarakat di pasar perdana. Harga saham IPO ditentukan berdasarkan kesepakatan antara emiten dan *underwriter* (penjamin emisi). Penentuan harga saham perdana merupakan faktor penting yang menentukan keberhasilan proses

go public suatu perusahaan. Dalam praktiknya, penentuan harga saham perdana tidak terlepas dari perbedaan kepentingan antara pihak emiten dan pihak *underwriter* (penjamin emisi). Pihak emiten menginginkan harga perdana yang tinggi dengan harapan perusahaan dapat memaksimalkan penerimaan dana dari proses *go public*. Berbeda dengan penjamin emisi yang cenderung menetapkan harga perdana yang rendah untuk meminimalisir resiko penjaminan atas saham yang tidak terjual. Adanya perbedaan kepentingan inilah yang menjadi salah satu penyebab terjadinya fenomena *underpricing* saat proses IPO.

Underpricing merupakan fenomena umum yang sering terjadi saat proses IPO di berbagai pasar modal dunia. Dari beberapa penelitian yang dilakukan di berbagai negara seperti di Amerika Serikat (Bavers et al, 1988), Korea (Kim et, al 1993), Taiwan (Liaw, Lie, dan Wei, 2000) serta Jepang (Kutsuna dan Smith, 2000) dalam Handono (2010) menunjukkan bahwa *underpricing* terjadi hampir pada setiap pasar modal di berbagai belahan dunia. Hal ini juga terjadi pada pasar modal di Indonesia. Data yang diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) dan situs www.idx.co.id, di BEI memperlihatkan kondisi tersebut. Mulai tahun 1997 sampai dengan 2010, dari 226 IPO tercatat sebanyak 186 IPO atau sebesar 82,30% memberikan return awal (*initial return*) yang positif. Adapun penelitian yang mengindikasikan adanya *underpricing* di Indonesia oleh Aini (2013), mencatat bahwa tingkat *underpricing* IPO perusahaan selalu di atas 60% selama tahun 2007-2011. Kondisi *underpricing* saat proses IPO tidak menguntungkan bagi perusahaan, karena

dana yang diperoleh dari penjualan saham perusahaan kepada publik tidak maksimal. Prastiwi dan Kusuma (2001) menyatakan bahwa pemilik perusahaan berusaha meminimalkan *underpricing* dengan alasan perusahaan akan kehilangan kesempatan untuk mendapatkan dana secara maksimal, sehingga menyebabkan terjadinya transfer kemakmuran dari pemilik kepada para investor khususnya yang akan membeli saham di pasar perdana. Hal ini akan menimbulkan kerugian yang cukup besar bagi perusahaan.

Fenomena *underpricing* terjadi ketika harga saham perdana lebih rendah dibanding harga penutupan saham IPO pada hari pertama di pasar sekunder (Ali dan Hartono, 2003). Tingkat *underpricing* yang terjadi saat proses IPO dapat diukur dengan dua pendekatan yaitu *initial return* dan *abnormal return*. *Initial return* (IR) adalah keuntungan yang diperoleh pemegang saham saat IPO dengan menjualnya pada hari pertama di pasar sekunder (Daljono, 2000). Sedangkan *abnormal return* merupakan selisih antara *return* yang sesungguhnya dengan *return* yang diharapkan, dimana *return* yang diharapkan itu akan melibatkan *return* pasar (Cahyono dkk, 2010).

Beberapa teori yang dikemukakan oleh para ahli dijadikan dasar penelitian ini untuk menjelaskan penyebab terjadinya fenomena *underpricing*. Fenomena *underpricing* dapat dijelaskan dengan *agency theory* (Suyatmin dan Sujadi, 2006). Dalam pendekatan *agency theory*, *underpricing* terjadi karena adanya *agency problem* antara agen (*underwriter*) dan prinsipal (perusahaan) yang disebabkan oleh

adanya asimetri informasi antar kedua pihak. Hal ini sesuai dengan penelitian Trisawati (1998) dalam Suyatmin dan Sujadi (2006), fenomena *underpricing* merupakan harga saham pada penawaran perdana yang relatif rendah disebabkan karena adanya asimetri informasi di pasar perdana. Teori lain yang dapat menjelaskan fenomena *underpricing* adalah *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.

Penelitian tentang fenomena *underpricing* di Indonesia sudah banyak dilakukan. Faktor-faktor umum yang sering digunakan beberapa penelitian untuk menjelaskan terjadinya *underpricing* diantaranya: ROA, ROE, *financial leverage*, reputasi *underwriter*, ukuran perusahaan, umur perusahaan dan reputasi auditor. Trisawati (1998) menggunakan variabel ROE, *financial leverage*, reputasi *underwriter*, ukuran perusahaan, umur perusahaan dan reputasi auditor. Yolana dan Martani (2005) memodifikasi beberapa faktor umum yang menjelaskan terjadinya *underpricing* dengan menambahkan variabel kurs dan jenis industri serta menghilangkan variabel umur perusahaan, reputasi auditor dan variabel *profitabilitas*

perusahaan dalam penelitiannya. Terjadinya *underpricing* juga dapat dijelaskan dengan variabel *corporate governance*.

Corporate governance diartikan sebagai struktur yang diterapkan perusahaan untuk mengarahkan dan mengelola bisnis dalam rangka meningkatkan nilai pemegang saham (Sidharta dan Cynthia, 2003 dalam Sari, 2010). Penerapan *corporate governance* saat ini menjadi fokus perhatian para *stakeholders* dalam lingkungan bisnis hampir di setiap pasar saham di seluruh dunia. Dalam kasus *underpricing*, mekanisme *corporate governance* dapat digunakan untuk mengatasi *agency problem* yang timbul akibat adanya asimetri informasi yakni dengan melakukan *monitoring* baik secara internal maupun eksternal (Jensen dan Meckling, 1976). Pelaksanaan *good corporate governance* dalam perusahaan memberikan sinyal kepada pihak luar (*investor*) bahwa perusahaan memiliki kinerja dan kualitas yang bagus. Sesuai *signaling theory*, *underpricing* merupakan tindakan rasional yang dilakukan emiten untuk memberikan sinyal positif kepada calon investor atas kualitas baik perusahaan. Hal tersebut menunjukkan bukti bahwa *corporate governance* memiliki pengaruh terhadap fenomena *underpricing*.

Di Indonesia hanya ada beberapa penelitian terdahulu yang mengkaitkan *corporate governance* dengan *underpricing*, antara lain : Darmadi dan Gunawan (2013), Rahmida (2012), dan Kurniasih dan Santoso (2008). Karakteristik *corporate governance* dapat dilihat dari struktur dewan dan struktur kepemilikan dalam perusahaan (Darmadi dan Gunawan, 2013). Struktur dewan dapat diproksikan ke

dalam dua proksi yaitu *board size* dan *board independence*. *Board size* diartikan sebagai jumlah dewan yang menjalankan suatu perusahaan. Dalam Forum *Corporate Governance* Indonesia (FGCI, 2001), Negara Indonesia menganut *two tier board system* dimana dalam *board structure* terdapat pemisahan tugas antara fungsi pelaksana (dewan direksi) dan fungsi pengawasan (dewan komisaris). Jumlah anggota dewan komisaris akan sangat berpengaruh terhadap pelaksanaan kegiatan operasional perusahaan dan berperan penting dalam mengurangi *agency problem* antara manajer dan pemegang saham. Pengujian pengaruh *board size* terhadap *underpricing* masih menunjukkan hasil yang beragam. Darmadi dan Gunawan (2013) dan Kurniasih dan Santoso (2008), menemukan hubungan signifikan negatif antara *board size* dan tingkat *underpricing*. Namun, dalam penelitian Mnif (2010) hubungan *board size* dengan *underpricing* dinyatakan dengan arah signifikan positif. Perbedaan lainnya juga dinyatakan Yatim (2011), dimana dalam hasil penelitiannya tidak ditemukan pengaruh yang signifikan antara *board size* dan *underpricing*.

Proksi struktur dewan dalam *corporate governance* juga dapat dijelaskan dengan *board independence*. *Board independence* menjelaskan tingkat independensi suatu dewan komisaris yang dapat dilihat dari seberapa besar proporsi komisaris independen yang berada pada struktur dewan komisaris perusahaan. Rahmida (2012) dan Yatim (2011) menyatakan bahwa *board independence* tidak memiliki pengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Hasil penelitian tersebut tidak sejalan dengan Darmadi

dan Gunawan (2013) yang menemukan hubungan signifikan positif antara *board independence* dan *underpricing*.

Karakteristik lain *corporate governance* yaitu struktur kepemilikan. Struktur kepemilikan dapat di proksikan dengan *ownership concentration* dan *institutional ownership*. *Ownership concentration* menunjukkan bahwa kepemilikan atas saham perusahaan tidak tersebar merata dimana saham perusahaan didominasi oleh *blokholders investor*. Pemegang saham dengan konsentrasi kepemilikan yang besar akan berpengaruh terhadap efektivitas pengawasan kinerja perusahaan dan perilaku manajemen dalam rangka melindungi kepentingan investasi di dalam perusahaan. Pemegang saham tersebut memiliki hak suara dalam pengambilan keputusan yang dilakukan manajemen termasuk dalam penentuan harga saham perdana. Chen dan Roger (2004) menemukan hubungan negatif antara proporsi saham yang dipegang oleh pemegang saham tunggal terbesar dan *underpricing*. Penelitian ini tidak sejalan dengan Venkatesh dan Neupane (2005). Mereka tidak menemukan hubungan yang signifikan antara konsentrasi kepemilikan dan *underpricing* pada perusahaan IPO di Thailand.

Karakteristik struktur kepemilikan dalam *corporate governance* dapat juga diproksikan dengan *institutional ownership*. *Institutional ownership* merupakan besar prosentase kepemilikan perusahaan yang dimiliki oleh suatu institusi seperti : perusahaan asuransi, bank, perusahaan dana pensiun, perusahaan investasi dan perusahaan konsultan investasi (Cornet et al., 2007 dalam Darmadi dan Gunawan,

2013). Besar kepemilikan saham perusahaan oleh suatu institusi akan meningkatkan efektivitas kegiatan pengawasan terhadap kinerja perusahaan. Darmadi dan Gunawan (2013) mengatakan bahwa kehadiran investor institusional dapat mengurangi asimetri informasi antara emiten dan calon investor baru. Penggunaan variabel *intitusal ownership* dalam pengujian pengaruh *corporate governance* terhadap *underpricing* masih menunjukkan hasil yang beragam. Kurniasih dan Santoso (2008) menemukan hubungan positif dan tidak signifikan antar kedua variabel. Hasil penelitian tersebut berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Darmadi dan Gunawan (2013) yang menyatakan bahwa *institutional ownership* memiliki hubungan negatif dan secara signifikan berpengaruh terhadap *underpricing*.

Hasil penelitian terdahulu mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap fenomena *underpricing* masih menunjukkan hasil penelitian yang berbeda-beda. Adanya ketidakkonsistenan hasil penelitian terdahulu seperti yang sudah disampaikan pada bagian sebelumnya dan fenomena *underpricing* di Indonesia yang masih menunjukkan persentase yang tinggi, mendorong perlunya penelitian kembali untuk membuktikan secara empiris pengaruh *corporate governance* terhadap tingkat *underpricing*. Penelitian ini mengacu pada penelitian Darmadi dan Gunawan (2013) dengan melakukan modifikasi pada penggunaan variabel dan sampel penelitian. Mereka menggunakan variabel independen yaitu : *board size*, *board independence*, *institutional ownership* dan *ownership concentration*. Adapun sampel penelitian yang digunakan yaitu 101 perusahaan yang melakukan IPO di BEI periode 2003-2011.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Darmadi dan Gunawan (2013) terletak pada karakteristik *board size*. Penelitian sebelumnya menyatakan *board size* sebagai penjumlahan logaritma natural antara jumlah dewan direksi dan komisaris. Namun, pada penelitian ini hanya berfokus pada jumlah dewan komisaris dalam perusahaan. Dewan komisaris memiliki peranan penting dalam melakukan pengendalian terhadap perusahaan, sehingga besar kecilnya dewan komisaris akan mempengaruhi keefektifan aktivitas pengendalian dan mengurangi *agency problem* antara investor dengan manajemen perusahaan. Penelitian ini juga menambahkan variabel independen kepemilikan manajerial. Hal ini seperti yang dilakukan pada penelitian Kurniasih dan Santoso (2008) yang menggunakan variabel kepemilikan manajerial untuk menguji pengaruh *corporate governance* terhadap *underpricing*.

Dalam hal ini manajer bertindak bukan hanya sebagai agen (manajemen perusahaan), tetapi juga sebagai *principle* (pemegang saham). Sehingga dalam pengambilan keputusannya termasuk penetapan harga saham perdana, seorang manajer akan mempertimbangkan risiko investasi yang akan diterima oleh *shareholder*. Menurut Jensen dan Meckling (1976) kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang positif terhadap penilaian pasar. Adanya kepemilikan manajerial yang tinggi pada saat IPO membuat reaksi pasar terhadap perusahaan positif, sehingga akan berpengaruh positif pula terhadap tingkat *underpricing*.

Secara keseluruhan penelitian ini menggunakan *underpricing* sebagai variabel dependen dan jumlah dewan komisaris, independensi dewan komisaris, konsentrasi

kepemilikan, kepemilikan manajerial serta kepemilikan institusional sebagai variabel independen. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan perusahaan non finansial yang terdaftar di BEI dan melakukan IPO periode 2006-2013, sehingga penelitian ini meliputi periode yang lebih panjang dan baru dibandingkan dengan penelitian (Darmadi dan Gunawan, 2013). Perusahaan sektor non finansial menjadi fokus penelitian ini, karena cenderung mengalami *underpricing* dibanding perusahaan sektor finansial.

Pada sektor finansial ketidakpastian atas ekspektasi pengembalian investasi (*ex ante*) cenderung lebih kecil dibanding sektor non finansial, karena pemerintah akan melakukan pengawasan penuh terhadap sektor tersebut guna menjaga kestabilan moneter negara. Pemerintah mengharuskan institusi finansial untuk mengungkapkan laporan keuangan secara periodik, sehingga akan memperkecil ketidakpastian *ex ante*. Menurut penelitian Alli, et.al (1994) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki ketidakpastian *ex ante* lebih kecil akan mengalami *underpricing* lebih kecil pula. Hal ini berbeda dengan industri di sektor non finansial, dimana pengawasan pemerintah terhadap sektor ini cenderung kecil sehingga mengakibatkan ketidakpastian *ex ante* lebih besar dan tingkat *underpricing* juga semakin besar. Penelitian ini menggunakan variabel kontrol yaitu : ROE, ukuran perusahaan, dan reputasi *underwriter* untuk mengontrol adanya pengaruh faktor di luar variabel independen yang diteliti terhadap *underpricing*.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah jumlah dewan komisaris berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*?
2. Apakah independensi dewan komisaris berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*?
3. Apakah konsentrasi kepemilikan berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*?
4. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*?
5. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

Bagian ini mengemukakan tujuan yang ingin dicapai melalui proses penelitian dan juga manfaat temuan penelitian.

1.3.1 Tujuan Penelitian

Berdasarkan pokok permasalahan tersebut, maka yang menjadi tujuan dalam penelitian ini adalah :

1. Untuk menganalisis besarnya pengaruh jumlah dewan komisaris terhadap tingkat *underpricing*
2. Untuk menganalisis besarnya pengaruh independensi dewan komisaris terhadap tingkat *underpricing*

3. Untuk menganalisis besarnya pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap tingkat *underpricing*
4. Untuk menganalisis besarnya pengaruh kepemilikan manajerial terhadap tingkat *underpricing*
5. Untuk menganalisis besarnya pengaruh kepemilikan institusional terhadap tingkat *underpricing*

1.3.2 Kegunaan Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan akan memberikan manfaat bagi para pengguna. Sasaran penelitian ini ditujukan untuk beberapa pihak diantaranya :

1. Bagi Investor

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi berupa pengetahuan mengenai struktur *corporate governance* yang mempengaruhi tingkat *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO sehingga membantu investor dalam pengambilan keputusan investasi.

2. Bagi Emiten

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi berupa pengetahuan bagi emiten mengenai seberapa pentingnya struktur *corporate governance* untuk dipertimbangkan guna menghindari dan meminimalkan *underpricing* tersebut demi keberhasilan dalam melakukan IPO.

3. Bagi *Underwriter*

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam mengambil langkah-langkah yang diperlukan untuk menentukan *fair price* saham dan menghindarkan *underwriter* dari risiko saham tidak laku terjual.

4. Bagi Dunia Akademis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memperluas literatur dan memberikan kontribusi bagi ilmu pengetahuan berkaitan dengan *underpricing* yang nantinya dapat dijadikan referensi untuk melakukan penelitian selanjutnya yang sejenis.

1.4 Sistematika Penulisan

Bagian ini mencakup uraian ringkas penulisan materi dalam penelitian ini. Sistematika penulisan yang akan disusun sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini menguraikan tentang latar belakang penelitian, perumusan masalah dalam penelitian, tujuan dan manfaat penelitian serta sistematika penulisan. Hal ini bertujuan untuk memberi gambaran awal yang menjadi pokok penelitian.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini menjelaskan tentang landasan teori dan hasil penelitian-penelitian terdahulu yang digunakan sebagai dasar penelitian. Bab ini juga menguraikan kerangka pemikiran sesuai dengan teori yang relevan dan hipotesis.

BAB III METODE PENELITIAN

Pada bagian ini membahas metode penelitian yang digunakan dalam penelitian. Pembahasan ini meliputi definisi variable yang digunakan, teknik pengumpulan data dan metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini.

BAB IV HASIL DAN ANALISIS

Bab ini menguraikan beberapa hal mengenai hasil dan analisis penelitian yang berisi tentang deskripsi objek, analisis data, interpretasi dan argumentasi terhadap hasil penelitian.

BAB V PENUTUP

Bab ini merupakan bagian akhir dalam penelitian. Bagian ini menguraikan tentang simpulan pembahasan hasil penelitian secara singkat, keterbatasan penelitian, dan saran yang dianjurkan terhadap penelitian.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu

Dalam sub bab ini akan dibahas mengenai landasan teori yang mencakup penjelasan konsep mengenai *underpricing* dan karakteristik *corporate governance* dalam penelitian. Sub bab ini juga menguraikan penelitian-penelitian sejenis yang telah dilakukan sebelumnya.

2.1.1 Pasar Modal

Pasar modal dijadikan alternatif baik pendanaan maupun investasi karena pada dasarnya pasar ini menghubungkan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang mempunyai kelebihan dana (investor). Pihak yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dana tersebut dengan harapan memperoleh keuntungan (*return*), sedangkan perusahaan (*issuer*) dapat memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan investasi tanpa menunggu tersedianya dana operasional perusahaan.

Pasar modal memiliki peranan penting dalam menunjang perekonomian suatu negara. Menurut UU No. 8 Tahun 1995, pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Husnan (1994) mengartikan pasar modal sebagai pasar dengan

berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang yang dapat diperjualbelikan di bursa, baik dalam bentuk hutang maupun modal sendiri, yang diterbitkan oleh pemerintah, publik, atau perusahaan swasta. Ada dua jenis pasar yang terdapat di pasar modal (Darmadji dan Fakhruddin, 2001):

1. Pasar Perdana (*Primary Market*)

Pasar perdana adalah jenis pasar dalam pasar modal dimana saham dan sekuritas lainnya dijual pertama kali pada masyarakat (penawaran umum) sebelum saham dan sekuritas tersebut dicatatkan di bursa. Kegiatan ini disebut penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*). Harga saham di pasar perdana ditentukan oleh emiten dan penjamin emisi (*underwriter*) berdasarkan faktor-faktor fundamental dan faktor lain yang perlu diidentifikasi. *Underwriter* selain menentukan harga saham bersama emiten, juga melakukan proses penjualannya.

2. Pasar Sekunder (*Secondary Market*)

Pasar sekunder adalah jenis pasar dalam pasar modal dimana saham dan sekuritas lainnya diperjualbelikan kepada publik setelah masa penjualan di pasar perdana. Harga saham di pasar ini ditentukan oleh mekanisme permintaan dan penawaran yang terjadi di pasar.

2.1.2 *Initial Public Offering*

Secara umum *Initial Public Offering* (IPO) dapat diartikan sebagai suatu peristiwa dimana untuk pertama kalinya suatu perusahaan menjual atau menawarkan sahamnya kepada publik di pasar perdana. Menurut UU No.8 Tahun 1995 IPO adalah

kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur dalam undang-undang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya. Ang (1997) berpendapat bahwa IPO merupakan kegiatan yang dilakukan perusahaan dalam rangka penawaran umum penjualan saham perdana. Perusahaan yang telah melakukan proses IPO secara otomatis akan mengubah jenis perusahaan yang awalnya perusahaan privat menjadi perusahaan terbuka (*go public*), yang berarti bahwa perusahaan tersebut dapat mengakses/memperjualbelikan saham perusahaan dan masyarakat menjadi bagian dari struktur kepemilikan perusahaan. Pada penawaran umum saham perdana mencakup kegiatan-kegiatan sebagai berikut (Darmadji dan Fakhruddin, 2001) :

- a) Periode pasar perdana yaitu ketika efek ditawarkan kepada pemodal oleh *underwriter* melalui para agen penjual yang ditunjuk.
- b) Penjataan saham yaitu pengalokasian efek pesanan para pemodal sesuai dengan jumlah efek yang tersedia.
- c) Penjataan efek di bursa yaitu saat efek tersebut mulai diperdagangkan di bursa.

Pada penawaran umum di pasar perdana, harga saham ditentukan oleh kesepakatan antara emiten dan *underwriter*. Seperti yang diungkapkan oleh Ghazali (2002), walaupun harga saham di pasar perdana ditentukan secara bersama-sama oleh emiten dan *underwriter*, keduanya sebenarnya memiliki kepentingan yang berbeda satu sama lain. Emiten sebagai pihak yang membutuhkan dana menginginkan harga

perdana tinggi dengan harapan dapat merealisasikan rencana proyeknya dengan segera, sedangkan *underwriter* sebagai pihak penjamin emisi berusaha untuk meminimalkan resiko yang ditanggungnya atas penjualan saham perdana.

Dalam menetapkan harga saham perdana terdapat 4 tipe penjaminan emisi yang dapat digunakan yaitu : *Full Commitment*, *Best Effort*, *Standby Commitment* dan *All or None Commitment*. Di Indonesia jenis penjaminan emisi yang sering digunakan yaitu *Full Commitment*, dimana dalam tipe ini pihak *underwriter* akan membeli saham yang tidak terjual di pasar perdana. Tipe penjaminan ini paling beresiko apabila dibandingkan dengan yang lainnya, sehingga untuk menghindari pembelian saham yang tidak terjual *underwriter* melakukan negosiasi dengan emiten agar tidak menetapkan harga yang terlalu tinggi, bahkan berharap agar sahamnya mengalami *underpriced*.

2.1.3 Underpricing

Underpricing merupakan fenomena yang terjadi pada saat proses IPO dimana harga penawaran saham perdana lebih rendah dibandingkan dengan harga penutupan pada hari pertama di pasar sekunder. Selisih antara harga saham yang ditawarkan pada pasar perdana dengan harga pasar sekunder di hari pertama tersebut menghasilkan *return* yang dikenal dengan istilah *Initial Return (IR)*. Fenomena *underpricing* pada saat IPO telah lama ditemukan. McDonald dan Fisher (1972) yang melakukan penelitian terhadap penerbitan baru dari saham biasa pada kuartal pertama

tahun 1969 menemukan adanya *initial rate of return* yang positif. *Return* yang positif ini ditemukan dari hari pertama penerbitan sampai dengan satu minggu, namun mengalami penurunan setelah satu minggu. Beberapa teori yang dapat menjelaskan fenomena *underpricing* di pasar perdana yaitu :

1. Teori Agensi

Fenomena *underpricing* di Indonesia dapat dijelaskan dengan teori agensi. Teori agensi menjelaskan dalam sebuah hubungan keagenan terjadi kontrak antara satu pihak, yaitu pemilik (prinsipal), dengan pihak lain, yaitu agen yang menjalankan kegiatan operasional perusahaan (Fadhilah, 2013). Berdasarkan pendelegasian wewenang pemilik kepada agen, manajemen sebagai agen diberi hak untuk mengambil keputusan bisnis bagi kepentingan pemilik. Kepentingan kedua pihak tersebut tidak selalu sejalan sehingga menyebabkan terjadinya benturan kepentingan antara prinsipal dengan agen sebagai pihak yang diserahi wewenang untuk mengelola perusahaan. Konflik yang terjadi antara agen dan prinsipal atau sering disebut *agency problem* disebabkan karena adanya asimetri informasi antar kedua pihak.

Dalam *agency theory*, pihak yang berperan sebagai agen dan prinsipal pada kasus *underpricing* secara berturut-turut adalah *underwriter* (agen) dan emiten (prinsipal). Beberapa penjelasan mengenai penyebab terjadinya fenomena *underpricing* menunjukkan bahwa harga saham pada penawaran perdana yang relatif rendah disebabkan adanya asimetri informasi di pasar perdana (Trisawati,

1998) dalam (Suyatmin dan Sujadi, 2006). Menurut Aiza Hayati (2007) menyatakan bahwa dalam hal ini *underwriter* memiliki informasi yang lebih baik mengenai permintaan saham yang dimiliki emiten, dibanding emiten itu sendiri. Kondisi asimetri informasi inilah yang menyebabkan terjadinya *underpricing* dimana *underwriter* merupakan pihak yang memiliki kelebihan informasi dan menggunakan ketidaktahuan emiten untuk memperkecil resiko saham yang tidak terjual, sehingga emiten harus menerima harga yang murah pada penawaran perdananya (*underpricing*).

2. Teori Signaling

Teori signaling (*Signaling Theory*) 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 (Megginson, 1997 dalam Cahyono dan Legowo, 2010). Pada saat melakukan penawaran umum, calon investor tidak sepenuhnya dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk, sehingga emiten dan penjamin emisi dengan sengaja akan memberikan sinyal positif kepada pasar. Allen dan Faulhaber (1989) melihat *underpricing* dari IPO sebagai alat bantu yang digunakan oleh perusahaan untuk memberi sinyal kualitas baik perusahaan kepada investor potensial. Melalui diskon harga penawaran sahamnya saat IPO, menunjukkan bahwa emiten memiliki posisi keuangan yang bagus karena mereka

berani mengambil resiko atas kerugian penawaran harga saham perdananya dan mampu memulihkan kerugian yang dialaminya saat proses IPO.

Menurut Grinblatt dan Hwang (1989), pada saat proses IPO terjadi *asymmetric information* antara *issuer* dan calon investor. *Issuer* memiliki informasi yang baik tentang nilai perusahaannya dibandingkan calon investor. Untuk mengatasi permasalahan *asymmetric information* tersebut, *issuer* akan memberikan sinyal dengan melakukan *underpricing* dan menahan sebagian saham yang ditawarkan (*fractional holding*). Semakin besar *fractional holding* menandakan semakin besar *future cash flow* suatu perusahaan. Dengan demikian *underpricing* merupakan tindakan rasional yang dilakukan *issuer*.

2.1.4 Corporate Governance

Dalam sub bab ini akan dibahas tentang konsep *corporate governance* yang meliputi definisi, prinsip, dan mekanisme *corporate governance*.

2.1.4.1 Pengertian Corporate Governance

Corporate governance merupakan salah satu hal terpenting yang harus diperhatikan oleh suatu perusahaan. Menurut Forum for *Corporate Governance* in Indonesia (FCGI). FCGI (2001) 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-hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengendalikan perusahaan. Tujuan *corporate governance* ialah untuk

menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholders*)...”

Menurut beberapa ahli, *corporate governance* didefinisikan sebagai suatu sistem yang dipakai “*board*” untuk mengarahkan dan mengendalikan serta mengawasi pengelolaan sumber daya organisasi secara efisien, efektif, ekonomis, dan produktif (Syakhroza, 2003). Sidharta dan Cynthia (2003) dalam Sari (2010) juga mendefinisikan *corporate governance* sebagai :

“..suatu sistem dan struktur yang baik untuk mengelola perusahaan dengan tujuan meningkatkan nilai pemegang saham serta mengakomodasi berbagai pihak yang berkepentingan dengan perusahaan (*stakeholders*), seperti kreditur, pemasok, asosiasi bisnis, konsumen, pekerja, pemerintah, dan masyarakat luas...”

Penerapan *good corporate governance* di Indonesia sangatlah penting untuk dilakukan karena prinsip *corporate governance* dapat memberikan kemajuan terhadap kinerja suatu perusahaan. Menurut Gompers, dkk (2003), *corporate governance* memiliki pengaruh terhadap kinerja saham perusahaan.

Brown dan Caylor (2004) menambahkan bahwa perusahaan yang menerapkan tata kelola perusahaan membuat para pemegang saham dan investor lebih yakin akan memperoleh *return* atas investasinya, karena *corporate governance* dapat memberikan perlindungan efektif bagi mereka. Sehingga dapat dikatakan bahwa *corporate governance* merupakan salah satu elemen kunci dalam meningkat efisiensi ekonomis, yang meliputi serangkaian hubungan antara manajemen perusahaan, dewan komisaris, para pemegang saham dan *stakeholders* lainnya.

2.1.4.2 Prinsip *Corporate Governance*

Menurut Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG, 2006) terdapat 5 prinsip dasar dari *corporate governance* secara umum, yaitu:

1. *Transparency* (keterbukaan informasi), yaitu keterbukaan perusahaan dalam mengemukakan informasi yang materiil dan relevan serta informasi penting lainnya yang berguna sebagai dasar pengambilan keputusan pemegang saham, kreditur, dan pemangku kepentingan lainnya.
2. *Accountability* (akuntabilitas), yaitu perusahaan dikelola secara benar, terukur, dan sesuai dengan kepentingan perusahaan dan *stakeholders* serta harus mampu mempertanggungjawabkan kinerjanya secara transparan dan wajar.
3. *Responsibility* (pertanggungjawaban), yaitu kepatuhan perusahaan terhadap peraturan perundang-undangan dan pelaksanaan *Corporate Social Responsibility* (CSR) guna mencapai *going concern* dan mendapat pengakuan sebagai *good corporate citizen*.
4. *Independency* (kemandirian), yaitu pengelolaan perusahaan secara independen sehingga masing-masing organ tidak saling mendominasi dan tidak ada benturan kepentingan serta pengaruh atau tekanan dari pihak manapun.
5. *Fairness* (kesetaraan dan kewajaran), yaitu perlakuan yang adil dan setara dalam memenuhi hak-hak *stakeholder* sesuai dengan prinsip transparansi dalam lingkup kedudukan masing-masing.

2.1.4.3 Mekanisme *Corporate Governance*

Menurut Lins and Warnock (2004) dalam Hapsoro (2007), secara umum mekanisme yang dapat mengendalikan perilaku manajemen atau sering disebut mekanisme *corporate governance* dapat diklasifikasi ke dalam dua kelompok, yaitu mekanisme internal dan eksternal.

Mekanisme internal spesifik perusahaan (*firmspecific internal mechanisms*), yang terdiri atas struktur kepemilikan perusahaan (*firm's ownership structure*) dan struktur pengelolaan atau pengendalian perusahaan (*firm's control structure*). Sedangkan mekanisme eksternal spesifik negara (*country-specific external mechanisms*), yang terdiri atas aturan hukum (*the rule of law*) dan pasar pengendalian korporat (*the market for corporate control*).

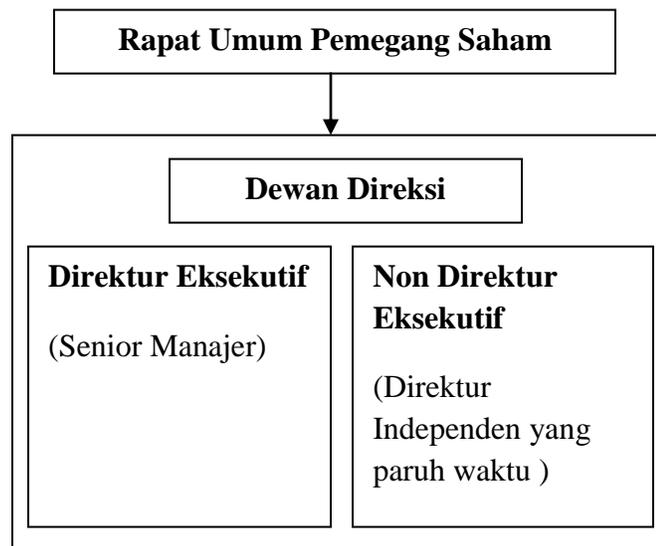
Penelitian ini akan lebih menekankan pada mekanisme internal *corporate governance*. Karakteristik *corporate governance* yang digunakan pada penelitian ini adalah struktur dewan dan struktur kepemilikan.

1) Struktur dewan

Pada dasarnya struktur dewan terbagi atas 2 yaitu dewan pelaksana (direksi) dan dewan pengawas (komisaris). Forum *Corporate Governance* Indonesia (FCGI, 2001) menyatakan bahwa terdapat dua sistem hukum yang berbeda terkait dengan bentuk dewan dalam perusahaan yaitu *Anglo Saxon* menganut satu tingkat (*one tier system*) dan *Kotinental Eropa* menganut sistem dua tingkat (*two tiers system*). Pada

one tier system, fungsi pelaksana (direksi) dan pengawasan (komisaris) dirangkap oleh satu orang. Posisi direksi dan komisaris diduduki oleh satu orang, yang bertugas mengatur kegiatan operasional perusahaan sekaligus melakukan pengawasan terhadap kinerja perusahaan agar tercipta efisiensi dan efektifitas. Negara yang menganut *one tier system* diantaranya Amerika Serikat dan Inggris.

Gambar 2.1
“One Tier System”

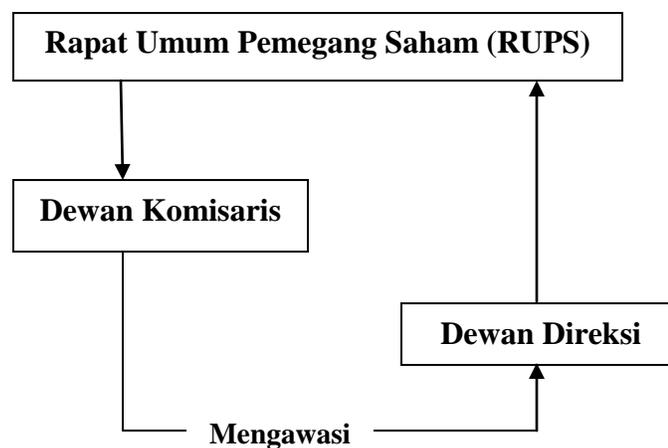


Sumber : Forum *Corporate governance* Indonesia, 2001

Pada Sistem Hukum Kontinental Eropa (*two tier system*), dewan pengawas (dewan komisaris) dan dewan manajemen (dewan direksi) bekerja secara terpisah. Dewan direksi bertugas untuk mengelola dan mewakili perusahaan dengan berada dibawah pengawasan dewan komisaris. Dewan direksi juga bertanggung jawab terhadap dewan komisaris dan wajib memberikan informasi terhadap dewan

komisaris. Dewan komisaris tidak boleh terlibat dalam tugas manajemen dan bertugas untuk mengawasi tugas-tugas manajemen. Anggota dewan komisaris diangkat dan diganti dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Negara yang menganut sistem dua tingkat adalah Denmark, Jepang, Belanda dan Indonesia. Di Indonesia, dewan komisaris diberi kewenangan untuk mengangkat dan memberhentikan dewan direksi.

Gambar 2.2
“Two Tier System”



Sumber : Forum *Corporate Governance* Indonesia, 2001

Struktur dewan dalam penelitian ini diprosikan ke dalam ukuran dewan komisaris dan independensi dewan komisaris.

a) Ukuran Dewan Komisaris

Secara umum dewan komisaris adalah organ perseroan yang melakukan pengawasan atas kebijakan dan kinerja manajemen perusahaan. Menurut UU

Perseroan Terbatas Pasal 97 menyatakan bahwa komisaris bertugas untuk mengawasi kebijaksanaan direksi dalam menjalankan perusahaan serta memberi nasihat kepada direksi. Menurut Komisi Nasional Kebijakan Governance (KNKG, 2006) diartikan sebagai organ perusahaan yang bertugas dan bertanggung jawab secara kolektif untuk melakukan pengawasan dan memberikan nasihat kepada direksi serta memastikan bahwa perusahaan melaksanakan GCG.

Jumlah dewan komisaris menjadi salah satu indikator keefektifan struktur dewan perusahaan. Namun, pada dasarnya yang menjadi poin penting dalam menentukan efektif atau tidaknya suatu struktur dewan perusahaan bergantung pada besarnya komite audit (Zahra and Pearce, 1989). Komite audit berperan penting dalam hal penyusunan laporan keuangan yang berkualitas. Informasi keuangan yang dibuat oleh komite audit akan ditransfer ke dewan komisaris sebagai acuan dalam melakukan pengawasan terhadap kinerja perusahaan. Hal tersebut menunjukkan bahwa komite audit memiliki pengaruh yang besar dalam meningkatkan praktik *good corporate governance*.

Dewan komisaris sebagai pihak yang membantu komite audit dalam melakukan pengawasan efektif terhadap perusahaan juga bertugas memberi nasihat kepada direksi untuk memastikan bahwa perseroan dikelola sesuai dengan maksud dan tujuan perseroan. Agar pelaksanaan tugas dewan komisaris dapat berjalan secara efektif, perlu dipenuhi prinsip-prinsip berikut:

1. Komposisi dewan komisaris harus memungkinkan pengambilan keputusan secara efektif, tepat dan cepat, serta dapat bertindak independen.
2. Anggota dewan komisaris harus profesional, yaitu berintegritas dan memiliki kemampuan sehingga dapat menjalankan fungsinya dengan baik termasuk memastikan bahwa direksi telah memperhatikan kepentingan semua pemangku kepentingan.
3. Fungsi pengawasan dan pemberian nasihat dewan komisaris mencakup tindakan pencegahan, perbaikan, sampai kepada pemberhentian sementara.

b) Independensi Dewan Komisaris

Keputusan Ketua Bapepam No. 29/PM/2004, menyatakan bahwa independensi dewan komisaris didefinisikan sebagai anggota komisaris yang: (i) berasal dari luar emiten atau perusahaan publik, (ii) tidak mempunyai saham langsung maupun tidak langsung pada perusahaan, (iii) tidak mempunyai hubungan afiliasi dengan emiten atau perusahaan publik, komisaris, direktur, atau pemegang saham utama dari emiten atau perusahaan publik, (iv) dan tidak memiliki hubungan usaha baik langsung maupun tidak langsung yang berkaitan dengan kegiatan usaha emiten atau perusahaan. Seorang anggota dewan komisaris tidak dikatakan independen jika ia telah

bekerja pada perusahaan selama 5 tahun terakhir. Keberadaan independensi dewan komisaris di Indonesia telah diatur oleh Bursa Efek Indonesia melalui peraturan BEJ tanggal 1 Juli 2000. Dalam peraturan tersebut dijelaskan bahwa perusahaan yang terdaftar di Bursa harus mempunyai independensi dewan komisaris yang proporsinya disyaratkan sebesar 30% dari seluruh anggota dewan komisaris. Beberapa kriteria lain yang menjelaskan independensi dewan komisaris diantaranya:

1. Dewan komisaris tidak memiliki kedudukan yang rangkap pada perusahaan yang berafiliasi dengan perusahaan yang bersangkutan.
2. Dewan komisaris diusulkan dan dipilih oleh pemegang saham minoritas dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Fama dan Jansen (1983) menekankan mengenai pentingnya anggota dari *outside boards* dalam menjalankan fungsi pengendalian keputusan *board*. Dewan komisaris yang berasal dari pihak diluar perusahaan akan menjalankan tugas pengawasan terhadap perusahaan secara lebih efektif karena memiliki kemungkinan yang lebih kecil untuk melakukan kolusi dengan para manajer, sehingga diharapkan dapat melindungi kepentingan pemegang saham. Adanya independensi dewan komisaris mengindikasikan bahwa tata kelola perusahaan dilakukan dengan baik, sehingga akan meminimalkan resiko yang akan ditanggung oleh investor.

2) Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan merupakan salah satu karakteristik dalam *corporate governance*. Menurut Abdurrahman (2008) :

“....struktur kepemilikan adalah komposisi pemegang saham dalam suatu perusahaan yang dihitung berdasarkan jumlah saham yang dimiliki dibagi dengan seluruh jumlah saham yang ada. Proporsi dalam kepemilikan ini akan menentukan jumlah mayoritas dan minoritas kepemilikan saham dalam perusahaan...”

Pola kepemilikan dan jenis kepemilikan akan mempengaruhi struktur kepemilikan dari perusahaan. Berdasarkan pola kepemilikannya, perusahaan dapat dibedakan menjadi 2 yaitu perusahaan terkonsentrasi dan menyebar.

Perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi (*concentrated*), mengandung arti bahwa perusahaan tersebut dikuasai oleh pemegang saham yang memiliki proporsi kepemilikan saham perusahaan minimal 20% dari total saham yang beredar (Setia Atmaja et al., 2009 dalam Darmadi dan Gunawan, 2013). Pemegang saham tersebut memiliki wewenang melakukan pengawasan terhadap kinerja perusahaan dan perilaku manajemen serta memiliki hak voting dalam pembuatan keputusan. Hak voting tersebut menjadi kekuatan bagi pemegang saham untuk melindungi kepentingannya dengan melakukan perubahan keputusan manajemen yang hanya berorientasi pada kepentingan manajemen dan mengesampingkan kepentingan *shareholders* dan investor di dalam perusahaan,

sehingga hal ini dapat mengurangi *agency problem* yang terjadi antara manajemen dan *shareholders*.

Perusahaan dengan kepemilikan yang tersebar (*widely held*) mengandung arti bahwa perusahaan tersebut dikuasai oleh pemegang saham yang memiliki proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh publik yang tersebar merata atau tidak ada kepemilikan blok saham. Pemegang saham tersebut tidak memiliki wewenang atau kekuatan dalam melakukan kontrol aktif terhadap perusahaan. Kepemilikan saham yang tersebar dapat meningkatkan *agency problem*, dikarenakan pemegang saham tersebut tidak memiliki kemampuan untuk mengontrol dan mengendalikan manajemen.

Dalam struktur modal saham perusahaan, jenis kepemilikan dapat dibedakan menjadi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, kepemilikan pemerintah, dan kepemilikan asing.

a) Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham perusahaan oleh manajer atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham (Christiawan dan Tarigan, 2007). Kepemilikan saham manajerial akan membantu penyatuan kepentingan antar manajer dengan pemegang saham. Manajer diperlakukan bukan sebagai pihak eksternal yang digaji untuk kepentingan perusahaan, melainkan diperlakukan sebagai pemegang saham

perusahaan. Adanya kepemilikan saham oleh manajer membuat keputusan-keputusan yang diambil manajer tidak semata-mata untuk kepentingan manajemen tetapi juga untuk kepentingan pemegang saham karena manajer akan ikut merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut pula menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

Sesuai pendekatan keagenan, kepemilikan manajerial akan efektif mengurangi *agency problem* antara manajer dengan pemegang saham. Akan tetapi, proporsi kepemilikan manajerial yang terlalu besar juga akan berbahaya bagi perusahaan. Maka dari itu, dalam suatu perusahaan diberlakukan pembatasan proporsi saham yang dimiliki anggota direksi guna membatasi kewenangan seorang direksi yang terlalu besar dalam pengambilan keputusan perusahaan.

b) Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, dana pensiun, atau perusahaan lain (Tarjo, 2008). Shleifer dan Vishny (1986) berpendapat bahwa adanya kepemilikan institusional akan meningkatkan partisipasi investor institusi dalam kepemilikan perusahaan dan diyakini dapat meningkatkan nilai perusahaan karena lebih banyak pengawasan yang efektif. Besarnya prosentase kepemilikan institusional akan berpengaruh pada efektifitas

kegiatan monitoring terhadap manajemen. Mekanisme monitoring tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham, karena hal ini akan mencegah manajer dari pembuatan keputusan yang bersifat oportunistis.

c) **Kepemilikan Keluarga**

Kepemilikan keluarga adalah kepemilikan saham oleh keluarga atau sekelompok orang yang masih memiliki hubungan kekerabatan. Pada umumnya kepemilikan ini terdapat pada perusahaan keluarga yang diwariskan turun-menurun. Perusahaan keluarga memiliki ciri khas yaitu umumnya memiliki struktur piramida yang menunjukkan hubungan antara perusahaan induk dengan perusahaan anak (Morck dan Yeung, 2003). Dalam *Agency Theory*, perusahaan yang dikendalikan keluarga memiliki *agency problem* yang lebih sedikit karena pada dasarnya kekuatan utama dalam bisnis keluarga yaitu eratnya hubungan kekerabatan dan komunikasi yang baik dalam menjalankan bisnis perusahaan. Namun, besarnya kepemilikan saham perusahaan oleh keluarga menunjukkan tata kelola perusahaan yang jelek. Posisi penting perusahaan yang didominasi oleh anggota keluarga tersebut mengakibatkan pengambilan keputusan yang sepenuhnya tidak mewakili kepentingan pemegang saham. Keputusan yang diambil akan lebih mengutamakan kepentingan pemegang saham mayoritas yang didominasi oleh anggota keluarga dibanding pemegang saham minoritas (non keluarga).

d) Kepemilikan Asing

Kepemilikan asing didefinisikan sebagai investor/pemegang saham dari negara lain (domisili dan aspek legal pendirian perusahaan di luar negeri) yang menginvestasikan dananya ke perusahaan dalam jumlah yang cukup besar untuk mengendalikan perusahaan tersebut (Hadiprajitno, 2013). Bentuk penyertaan asing secara teori memiliki kelebihan kemampuan dan sumber daya dalam melakukan pengendalian perusahaan yang lebih efektif. Semakin besar proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh investor asing akan meningkatkan efektivitas pengawasan terhadap perusahaan.

e) Kepemilikan Pemerintah

Kepemilikan pemerintah adalah jumlah saham perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah. Dalam hal ini, pemerintah memiliki hak istimewa untuk mengendalikan kebijakan yang diambil oleh manajemen agar sesuai dengan kepentingan pemerintah. Guna mencapai *going concern*, perusahaan harus dapat mensinkronkan dirinya dengan pemerintah (Amran dan Devi, 2008).

Di Indonesia perusahaan ini disebut dengan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yaitu perusahaan yang sebagian besar sahamnya dimiliki oleh negara. Umumnya sektor yang menjadi sasaran utama pemerintah adalah sektor perbankan karena sektor tersebut memiliki pengaruh yang cukup signifikan terhadap kondisi moneter suatu negara. Dalam menjalankan

operasional perusahaannya, BUMN berpedoman pada perundang-undangan dan peraturan yang dikeluarkan oleh pemerintah. Pengelolaan BUMN yang baik mencerminkan keberhasilan pemerintah dalam berbisnis dan dalam pelaksanaan *good corporate governance*.

2.1.5 Penelitian Terdahulu

Dalam sub-bab ini akan dijelaskan mengenai penelitian-penelitian terdahulu yang menguji pengaruh *corporate governance* terhadap *underpricing* saat IPO. Penelitian Darmadi dan Gunawan (2013) menggunakan variabel *board size*, *board independence*, *ownership concentration*, dan *institutional ownership* untuk menguji pengaruh *corporate governance* terhadap *underpricing* IPO perusahaan yang tercatat di BEI. Dalam penelitiannya digunakan 3 model persamaan regresi untuk menguji hubungan variabel independen dengan variabel dependen. Pada persamaan model pertama, variabel yang dimasukkan dalam pengujian hanya variabel independen. Sedangkan pada model kedua, beberapa variabel kontrol yang tidak memiliki masalah multikolinearitas yang potensial ditambahkan dalam pengujian model pertama. Berbeda dengan persamaan model ketiga, dimana semua variabel independen dan variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian dilakukan pengujian.

Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara *board size* dan *underpricing*. Hubungan signifikan antar *board size* dan *underpricing* dapat dilihat dari model 1 dan 2 yang menunjukkan hubungan

signifikan antar kedua variabel meskipun pada model 3 menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Hasil penelitian yang menguji hubungan *board independence* terhadap *underpricing*, menyatakan bahwa dalam ketiga model penelitian menunjukkan hasil signifikan positif. Berbeda dengan hasil penelitian yang menguji hubungan antara *ownership concentration* dan *underpricing*, ditemukan hasil yang tidak signifikan untuk ketiga model. Pada pengujian hubungan variabel *institutional ownership* terhadap *underpricing* menunjukkan hasil bahwa kedua variabel tersebut secara signifikan berhubungan negatif dalam ketiga model.

Penelitian Kurniasih dan Santoso (2008) menggunakan jumlah dewan komisaris, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kualitas audit sebagai variabel independen dan *underpricing* sebagai variabel dependen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa jumlah dewan komisaris tidak signifikan berhubungan negatif terhadap *underpricing*. Sedangkan kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan kualitas audit, ketiganya tidak signifikan berhubungan positif terhadap *underpricing*.

Penelitian lain dilakukan oleh Rahmida (2012) yang menggunakan variabel independen ukuran dewan komisaris, tingkat independensi dewan komisaris, kualitas audit dan komite audit untuk menguji pengaruh *corporate governance* terhadap *underpricing*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kedua variabel independen yaitu ukuran dewan komisaris dan kualitas audit secara signifikan memiliki hubungan

negatif terhadap *underpricing*. Sedangkan variabel independensi dewan komisaris dan komite audit tidak terbukti memiliki pengaruh terhadap *underpricing*.

Yatim (2011) melakukan penelitian pengaruh *corporate governance* terhadap *underpricing*. *Corporate governance* diproksikan menggunakan variabel *board size*, *board independence*, *board reputation* dan *dual leadership structure*. Sampel yang digunakan adalah perusahaan *go public* di Malaysia. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa variabel *board size* dan *board independence* tidak memiliki pengaruh terhadap *underpricing*. Sedangkan variabel *board reputation* dan *dual leadership structure* secara signifikan berhubunga positif terhadap *underpricing*.

Mnif (2010) juga menguji pengaruh *corporate governance* terhadap *underpricing* dengan menggunakan variabel *board size*, *board independence*, *board leadership structure* dan *audit committee* sebagai variabel independen. Sampel data perusahaan yang digunakan adalah perusahaan *go public* di negara Perancis. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *board size* berpengaruh signifikan positif dan *board independence* berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing*. Namun, variabel *audit committee* dan *CEO duality* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *underpricing*.

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

Peneliti	Variabel	Data	Alat Statistik	Hasil
Filatotchev dan Bishop (2002)	<p>Dependen: <i>executives experience, share ownership of executive director, underpricing</i></p> <p>Independen: <i>board diversity, share ownership of nonexecutive director, share ownership of executive directors</i></p>	Sampel penelitian yang digunakan sebanyak 251 perusahaan yang melakukan <i>Initial Public Offering</i> (IPO) dan terdaftar di <i>London Stock Exchange</i> (LSE)	<i>Hierarchical Multiple Regression Analysis</i>	<p>“Stage 1” <i>Board diversity</i> dan <i>share ownership of nonexecutive directors</i> berpengaruh negatif terhadap <i>executive experience</i>, sedangkan <i>board diversity</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>share ownership of executive directors</i></p> <p>“Stage2” <i>Share ownership by executives</i> dan <i>board diversity (outside directorships)</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>underpricing</i>. Sedangkan <i>nonexecutive share ownership</i> tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i></p>
Darmadi dan Gunawan (2013)	<p>Dependen: <i>underpricing</i></p> <p>Independen: <i>board size, board independence, ownership concentration</i> dan <i>institutional</i></p>	Sampel penelitian yang digunakan sebanyak 101 perusahaan yang melakukan <i>Initial Public Offering</i> (IPO) selama periode 2003-2011	<i>Ordinary Least Square</i>	<i>Board size</i> dan <i>institutional ownership</i> secara signifikan berhubungan negatif terhadap <i>underpricing</i> . <i>Board independence</i> (signifikan) dan <i>ownership</i>

	<i>ownership</i>			<i>concentration</i> (tidak signifikan) berhubungan positif terhadap <i>underpricing</i>
Kurniasih dan Santoso (2008)	Dependen: <i>underpricing</i> Independen: jumlah dewan komisaris, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kualitas audit	Sampel penelitian yang digunakan sebanyak 100 perusahaan yang melakukan <i>Initial Public Offering</i> (IPO) selama periode 1994-2002	<i>Ordinary Least Square</i>	Kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan kualitas audit berhubungan positif terhadap <i>underpricing</i> namun hasilnya tidak signifikan. Jumlah dewan komisaris tidak signifikan berhubungan negatif terhadap <i>underpricing</i>
Rahmida (2012)	Dependen: <i>underpricing</i> Independen: ukuran dewan komisaris, tingkat Independensi dewan komisaris, kualitas audit dan komite audit	Sampel penelitian yang digunakan sebanyak 91 perusahaan yang melakukan <i>Initial Public Offering</i> (IPO) selama periode 2002-2010	<i>Ordinary Least Square</i>	<i>Board size</i> dan kualitas audit berhubungan negatif dan signifikan terhadap <i>underpricing</i> . <i>Board independence</i> dan komite audit tidak memiliki pengaruh terhadap <i>underpricing</i>
Yatim (2011)	Dependen: <i>underpricing</i> Independen: <i>board size</i> , <i>board independence</i> , <i>board reputation</i> dan <i>dual leadership structure</i>	Sampel penelitian yang digunakan sebanyak 385 perusahaan yang melakukan <i>Initial Public Offering</i> (IPO) di Negara Malaysia selama periode 1999-2008	<i>Ordinary Least Square</i>	Variabel <i>board size</i> dan <i>board independence</i> tidak memiliki pengaruh terhadap <i>underpricing</i> . Sedangkan <i>board reputation</i> dan <i>dual leadership structure</i> berhubungan positif dan signifikan terhadap <i>underpricing</i>

Mnif (2010)	Dependen: <i>underpricing</i> Independen: <i>board size,</i> <i>board</i> <i>independence,</i> <i>board</i> <i>leadership</i> <i>structure</i> dan <i>audit</i> <i>committee</i>	Sampel penelitian yang digunakan sebanyak 133 perusahaan yang melakukan <i>Initial Public Offering</i> (IPO) di Negara Perancis selama periode 2000-2004	<i>Ordinary Least Square</i>	Variabel <i>board size</i> (berpengaruh positif) dan <i>board independence</i> (berpengaruh negatif) serta signifikan terhadap <i>underpricing</i> . Sedangkan <i>audit committee</i> dan <i>CEO duality</i> tidak memiliki pengaruh terhadap <i>underpricing</i>
-------------	--	--	------------------------------	---

Sumber : Diringkas dari beberapa literatur tahun 2002-2013

Penelitian ini mengacu pada penelitian Darmadi dan Gunawan (2013). Namun, penelitian ini menambahkan kepemilikan manajerial sebagai variabel independen dan mengubah karakteristik *board size* serta populasi penelitian yang digunakan yaitu data perusahaan manufaktur yang melakukan IPO di BEI periode 2006-2013.

2.2 Kerangka Pemikiran

Hubungan logis antar variabel-variabel dalam penelitian ini akan dijelaskan dan divisualisasikan dalam sub-bab kerangka pemikiran ini. Visualisasi hubungan antara variabel dalam penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 2.3.

Perusahaan yang mengalami *underpricing* saat IPO disebabkan oleh adanya asimetri informasi antara pihak emiten, *underwriter*, dan investor. Hal tersebut dapat diminimalkan dengan pelaksanaan *corporate governance*. Dalam penelitian ini *corporate governance* digunakan sebagai variabel independen yang mempengaruhi

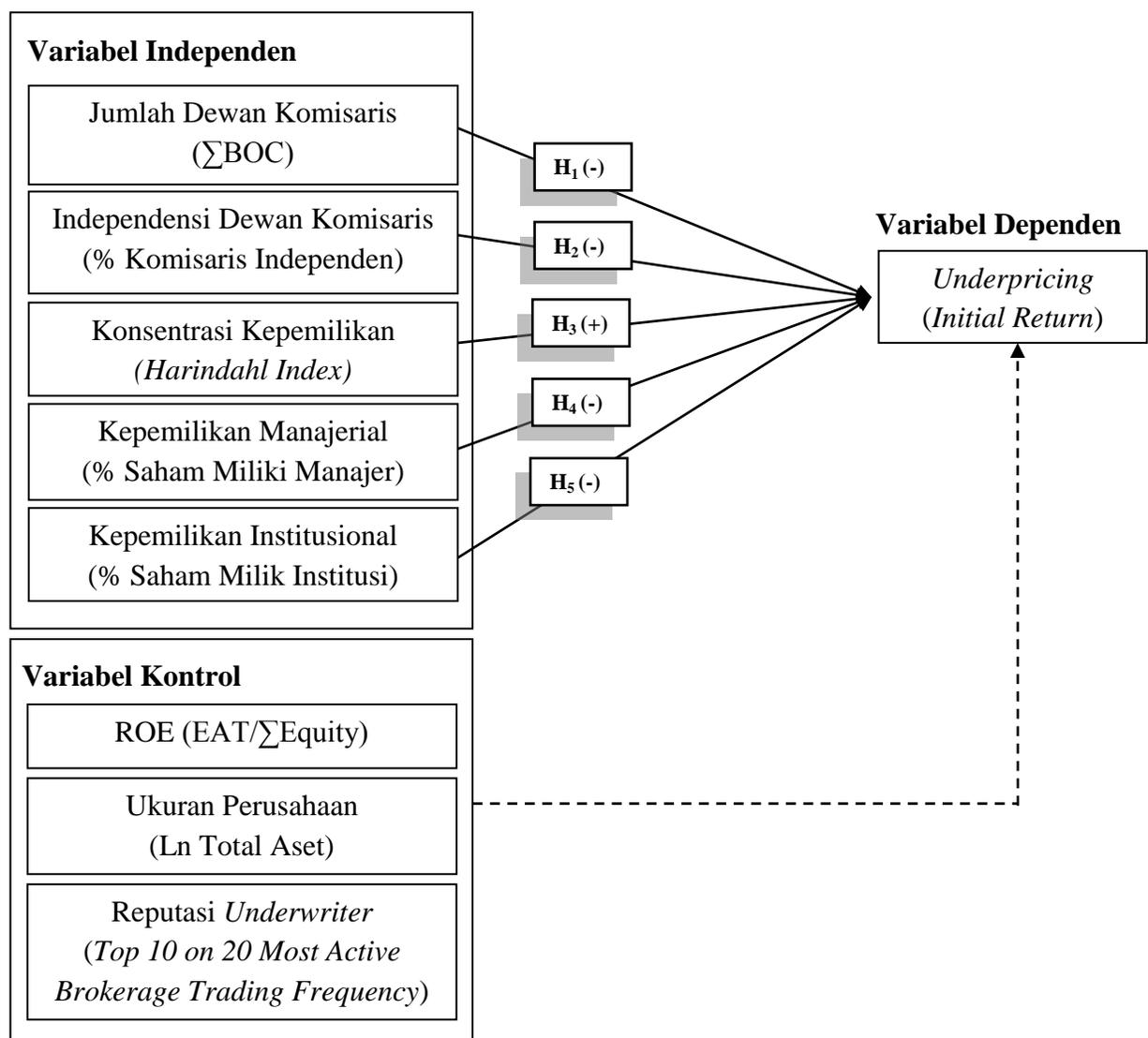
besar kecilnya tingkat *underpricing*. *Corporate governance* dalam penelitian ini diproksikan sesuai dengan karakteristiknya yaitu struktur dewan dan struktur kepemilikan. Pada penelitian ini, struktur dewan diukur dengan memproksikan karakteristik tersebut menjadi 2 variabel yaitu jumlah dewan komisaris dan independensi dewan komisaris, sedangkan struktur kepemilikan diukur dengan memproksikan karakteristik tersebut menjadi 3 variabel yaitu konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional.

Dewan komisaris dalam suatu perusahaan memiliki peran mewakili kepentingan para investor. Besar kecilnya dewan komisaris akan mempengaruhi keefektifan atas *controlling* terhadap perusahaan dan mengurangi adanya *agency problem* antara pemegang saham dan manajemen perusahaan. Independensi dewan komisaris sebagai pihak eksternal perusahaan diharapkan dapat meningkatkan peran pengawasan yang lebih efektif terhadap kinerja manajemen termasuk dalam pengambilan keputusan penetapan harga saham perdana.

Perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi, memiliki pemegang saham dengan pengaruh yang kuat untuk mengarahkan manajer mengambil keputusan yang melindungi kepentingan *shareholders*. Adanya kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan akan memposisikan manajer sebagai pemegang saham, sehingga pengambilan keputusan penetapan harga saham perdana manajer lebih bertindak sesuai kepentingan pemegang saham. Kepemilikan saham oleh institusi akan meningkatkan efektifitas pengendalian terhadap perusahaan, sehingga akan

mengurangi tindakan-tindakan manajemen dalam pembuatan keputusan yang bersifat oportunistik saat penetapan harga saham perdana. Berdasarkan uraian diatas dapat digambarkan kerangka pemikiran sebagai berikut :

Gambar 2.3
Kerangka Pemikiran



Gambar 2.3 diatas merupakan hasil visualisasi hubungan antara variabel independen dan dependen dalam penelitian ini. Terdapat satu variabel dependen yaitu *underpricing* dan lima variabel independen yaitu jumlah dewan komisaris, independensi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Adanya hubungan antara variabel independen dan dependen serta terbentuknya hipotesis dalam penelitian ini diwakili oleh garis lurus pada kelima variabel independen yang mengarah pada variabel *underpricing*. Pada penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol yaitu ROE, ukuran perusahaan dan reputasi *underwriter* yang diwakili oleh garis putus-putus yang mengarah pada variabel *underpricing*.

2.3 Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan teori yang digunakan dan penelitian-penelitian terdahulu, pada sub-bab ini akan dijelaskan mengenai hipotesis dalam penelitian ini yang berkaitan dengan pengaruh jumlah dewan komisaris, independensi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap tingkat *underpricing*. Pembahasan terperinci mengenai rumusan hipotesis disajikan pada bagian 2 berikut ini.

2.3.1 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.

Hasil penelitian terdahulu masih menunjukkan hasil yang beragam. Rahmida (2012) menemukan pengaruh negatif signifikan antara ukuran dewan dan *underpricing* memiliki hubungan negatif. Artinya, semakin besar ukuran dewan atau jumlah dewan komisaris, maka tingkat *underpricing* akan semakin kecil. Sama halnya dengan Rahmida (2012), Darmadi dan Gunawan (2013) menemukan pengaruh negatif signifikan antara jumlah dewan komisaris dan *underpricing*. Penelitian Yermack (1996) dan Eisenberg dkk (1998) juga menyimpulkan bahwa jumlah dewan komisaris secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Diduga, investor yang membeli saham perusahaan yang melakukan IPO melihat bagaimana efektivitas dewan komisaris yang dinilai dari jumlah dewan komisaris. Akan tetapi, Mnif (2010) tidak sependapat dengan beberapa penelitian di atas. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *board size & underpricing* berhubungan positif. Sama hal dengan Yatim (2011) yang gagal menemukan hubungan yang signifikan di Malaysia.

Dalam perumusan hipotesis pertama penelitian ini, banyaknya dewan komisaris dalam struktur dewan perusahaan akan meningkatkan pengawasan efektif terhadap kinerja manajemen perusahaan. Hal ini dijadikan perusahaan sebagai sinyal positif atas kualitas perusahaan guna menarik calon investor potensial, sehingga perusahaan tidak perlu menetapkan harga saham perdana yang murah (*underpricing*) untuk mencapai keberhasilan proses IPO. Berdasarkan uraian di atas, rumusan hipotesis yang pertama penelitian ini adalah :

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

2.3.2 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.

Penelitian-penelitian sebelumnya masih memunculkan *research gap*, diantaranya penelitian yang dilakukan Lin dan Chuang (2011) mengindikasikan bahwa proporsi dari dewan independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *underpricing* IPO perusahaan Taiwan. Mnif (2010) menemukan hubungan signifikan negatif antara *board independence* dan *underpricing*. Namun penelitian yang dilakukan Yatim (2011) di Malaysia tidak ditemukan adanya pengaruh antara variabel *board independence* dan *underpricing*. Hal yang sama juga ditunjukkan pada penelitian Rahmida (2012). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *board independence* tidak memiliki pengaruh terhadap *underpricing*. Pada penelitian ini peneliti sependapat dengan Mnif (2010) yang menyatakan bahwa independensi dewan komisaris berhubungan negatif terhadap *underpricing*.

Berdasarkan uraian di atas, rumusan hipotesis kedua penelitian ini adalah :

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

2.3.3 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). Pemegang saham pengendali mungkin mengambil manfaat pribadi atas wewenang konsentrasi kepemilikan yang dimilikinya. Namun hal ini akan menjadi kerugian bagi pemegang saham minoritas.

Beberapa penelitian terdahulu memunculkan hasil penelitian yang berbeda. McConnell dan Servaes (1990) dalam Darmadi dan Gunawan (2013), menemukan hubungan yang positif antara *ownership concentration* dan *underpricing*. Penelitian yang dilakukan Joh (2003) juga menunjukkan hasil yang sama. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Chen dan Aneh (2004) yang dikutip dalam penelitian

Darmadi dan Gunawan (2013), proporsi saham yang dipegang oleh pemegang saham terbesar berpengaruh negatif terhadap *underpricing* IPO perusahaan di Cina. Akan tetapi, Venkatesh dan Neupane (2005) gagal untuk menemukan hubungan yang signifikan antara konsentrasi kepemilikan dan *underpricing* dalam konteks perusahaan IPO Thailand.

Perumusan hipotesis ketiga dalam penelitian ini, menggunakan konsep bahwa konsentrasi kepemilikan mengakibatkan pemegang saham pengendali perusahaan IPO di Indonesia umumnya cenderung mempertahankan kontrol efektif mereka. Pada dasarnya pemegang saham pengendali ini memiliki kontrol efektif dan memiliki wewenang dalam pengambilan keputusan perusahaan. Penetapan harga saham *underpricing* akan menarik perhatian calon investor baru yang potensial sehingga akan membahayakan posisi pemegang saham pengendali. Untuk mengurangi resiko diambil alihnya hak kontrol penuh atas perusahaan, pemegang saham pengendali membeli saham yang di jual saat proses IPO. Harga penawaran saham perdana yang murah, akan membuka kesempatan pemegang saham pengendali untuk mempertahankan kontrol efektif atas perusahaan dengan menambah kepemilikan jumlah saham perusahaan tersebut. Hal ini untuk mengantisipasi adanya pergeseran hak kontrol atas perusahaan dari pemegang saham pengendali oleh investor baru yang potensial, sehingga pemegang saham pengendali cenderung menerima penetapan harga saham perdana dengan harga yang murah (*underpricing*).

Berdasarkan uraian di atas, rumusan hipotesis ketiga penelitian ini adalah :

H3 : Konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap *underpricing*

2.3.4 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap *Underpricing*

Dalam pendekatan *Agency Theory*, struktur kepemilikan manajerial dijadikan sebagai sebuah instrumen atau alat untuk mengurangi konflik keagenan diantara manajer dengan pemegang saham. Kepemilikan manajerial merupakan suatu bentuk mekanisme insentif yang diberikan perusahaan kepada manajer untuk mendorong manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan *shareholders*, bukan bertindak untuk kepentingan pribadi. Adanya kepemilikan saham manajerial membuat kedudukan antara pemegang saham dan manajer dapat disejajarkan, sehingga secara tidak langsung manajer berkerja juga demi kepentingan pemegang sahamnya.

Dalam konteks IPO, presentase saham yang dimiliki oleh manajemen (kepemilikan manajerial) akan mempengaruhi pengambilan keputusan yang dibuat oleh manajer dalam penetapan harga saham IPO. Manajer sebagai pemegang saham tidak ingin mengalami kerugian atas penjualan saham perdana perusahaan ke publik, sehingga dalam menetapkan harga penawaran perdana manajer akan berusaha semaksimal mungkin untuk meminimalisir risiko investasi yang nantinya akan ditanggung oleh pemegang saham. Mekanisme ini akan mengurangi *agency problem* antara agen dan prinsipal, sehingga memberikan sinyal positif bahwa perusahaan memiliki kualitas yang baik. Dengan demikian, perusahaan tidak perlu menetapkan

harga saham perdana dengan kebijakan *underpricing* guna mencapai keberhasilan IPO. Hal ini berbeda dengan dugaan Kurniasih dan Santoso (2008) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berhubungan positif terhadap *underpricing*, yang artinya semakin tinggi nilai kepemilikan manajerial maka semakin tinggi pula tingkat *underpricing*. Akan tetapi, hasil penelitiannya tidak ditemukan pengaruh antara kepemilikan manajerial dan *underpricing*. Berdasarkan uraian di atas, rumusan hipotesis keempat penelitian ini adalah :

H4 : Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.

2.3.5 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap *Underpricing*

Kepemilikan Institusional merupakan besarnya prosentase kepemilikan perusahaan yang dimiliki oleh suatu institusi baik institusi keuangan, non keuangan maupun badan hukum lain. Besar kepemilikan saham perusahaan oleh suatu institusi akan mempengaruhi keputusan dalam penetapan harga saham saat IPO. Penelitian Kurniasih dan Santoso (2008) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan positif dan tidak signifikan berpengaruh terhadap *underpricing*. Hasil penelitian tersebut berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Darmadi dan Gunawan (2013) yang menyatakan bahwa *institutional ownership* memiliki hubungan negatif dan secara signifikan berpengaruh terhadap *underpricing*. Meskipun demikian, Bird dan Yeung (2010) dengan sampel data perusahaan Australia dan Lin dan Chuang (2011) dengan sampel data perusahaan Taiwan yang dikutip dari

Darmadi dan Gunawan (2013) menemukan hubungan positif antara kepemilikan institusional dan IPO *underpricing*.

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. 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 diatas, rumusan hipotesis kelima penelitian ini adalah :

H5 : Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

Variabel adalah apapun yang dapat membedakan, membawa variasi pada nilai (Sekaran, 2003). Secara umum penelitian ini melibatkan tiga jenis variable penelitian yaitu variabel dependen, variabel independen dan variabel kontrol. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *underpricing* dan variabel independennya meliputi : jumlah dewan komisaris, independensi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional. Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol yang terdiri dari : ROE, ukuran perusahaan dan reputasi *underwriter*. Ringkasan variabel penelitian, dimensi, indikator dan skala pengukuran disajikan dalam tabel berikut :

Tabel 3.1
Variabel, Dimensi, Indikator, dan Skala Pengukuran

Variabel Penelitian	Dimensi	Indikator	Skala Pengukuran
<i>Underpricing</i> (Y)	Suyatmin dan Sujadi (2006) dalam Rahmida (2012)	$IR = (Pt_1 - Pt_0) / Pt_0 \times 100\%$	Rasio
Jumlah Dewan Komisaris (X1)	Vafeas (2000) dalam Rahmida (2012)	\sum dewan komisaris dalam struktur dewan perusahaan	Interval

Independensi Dewan Komisaris (X2)	Darmadi dan Gunawan (2013)	Perbandingan antara jumlah dewan komisaris independen dengan total dewan komisaris	Rasio
Konsentrasi Kepemilikan (X3)	Luthfiardi (2012)	$Herf_Ind = \sum_{i=1}^n S_i^2$ *Top 5 pemegang saham	Interval
Kepemilikan Manajerial (X4)	Kurniasih dan Santoso (2008)	Pebandingan antara jumlah saham yang dimiliki manajer dengan total saham beredar	Rasio
Kepemilikan Institusional (X5)	Darmadi dan Gunawan (2013)	Perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki institusi lain dengan total saham beredar	Rasio
ROE (X6)	Yolana dan Martani (2005)	Perbandingan nilai antara <i>net income after tax</i> dan <i>total equity</i>	Rasio
Ukuran Perusahaan (X7)	Yong (2007) dalam Darmadi dan Gunawan (2013)	Nilai buku dari total aset yang dimiliki perusahaan	Interval
Reputasi <i>Underwriter</i> (X8)	Yolana dan Martani (2005)	Variabel <i>dummy</i> 1 = jika perusahaan menggunakan jasa <i>underwriter</i> yang termasuk top 10 dalam 20 Most Active Brokerage House Monthly in Total Trading Frequency selama periode penelitian, dan variabel <i>dummy</i> 0 = sebaliknya	Nominal

Sumber : Diringkas dari pengukuran variabel penelitian

3.1.1 Variabel Dependen

Variabel dependen atau variabel terikat adalah variabel yang dijelaskan atau dipengaruhi oleh variabel independen atau variabel bebas (Sekaran, 2003). Variabel

dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *underpricing* dan dilambangkan dengan UNDR.

Dalam penelitian ini, variabel *underpricing* diukur dengan menggunakan *Initial Return* (IR) yaitu selisih antara harga saham pada hari pertama penutupan (*closing price*) pada pasar sekunder dan harga penawaran perdana (*offering price*) dibagi dengan *offering price* dikali 100% (Suyatmin dan Sujadi, 2006 dalam Rahmida, 2012). Pengukuran *underpricing* dengan menggunakan *Initial Return* (IR) sudah sering digunakan pada penelitian-penelitian sebelumnya dan hasilnya lebih valid serta menggambarkan kondisi yang sebenarnya, sehingga penelitian ini menggunakan *Initial Return* (IR) untuk mengukur tingkat *underpricing* perusahaan IPO yang menjadi objek penelitian. Secara sistematis dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\mathbf{IR = (Pt_1 - Pt_0) / Pt_0 \times 100\% \dots\dots\dots(3.1)}$$

Keterangan :

IR : *Intial Return*

Pt₀ : Harga penawaran perdana

Pt₁ : Harga penutupan pada hari pertama di pasar sekunder

3.1.2 Variabel Independen

Variabel independen atau variabel bebas adalah variabel yang membantu menjelaskan varians dalam variabel terikat (Sekaran, 2003). Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah jumlah dewan komisaris, independensi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional.

3.1.2.1 Jumlah Dewan Komisaris (*Board of Commissioners*)

Jumlah Dewan Komisaris merupakan jumlah seluruh anggota dewan komisaris dalam suatu perusahaan. Variabel jumlah dewan komisaris dilambangkan dengan BOC_SIZE. Dalam penelitian ini jumlah anggota dewan komisaris diukur berdasarkan banyaknya jumlah anggota dewan komisaris dalam perusahaan pada saat perusahaan melakukan IPO (Vafeas, 2000 dalam Rahmida, 2012).

3.1.2.2 Independensi Dewan Komisaris (*Independence Commissioners*)

Independensi dewan komisaris dilihat dari proporsi dewan komisaris yang berada dalam satu tatanan dewan komisaris perusahaan. Kriteria independensi dewan komisaris adalah komisaris yang berasal dari luar emiten, tidak mempunyai saham emiten baik langsung maupun tidak langsung, tidak mempunyai hubungan afiliasi dengan komisaris, direksi, dan pemegang saham. Proporsi minimal independensi dewan komisaris dalam peraturan pasar modal Indonesia adalah 30% dari keseluruhan anggota dewan komisaris.

Pada penelitian ini variabel independensi dewan komisaris dilambangkan dengan IND_COM. Variabel independensi dewan komisaris diukur berdasarkan prosentase dari rasio antara jumlah anggota komisaris independen dengan total keseluruhan anggota dewan komisaris (Darmadi dan Gunawan, 2013). Secara sistematis dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Independensi Dewan Komisaris} = \frac{\text{Jumlah komisaris independen}}{\text{Total dewan komisaris}} \times 100 \% \dots (3.2)$$

3.1.2.3 Konsentrasi Kepemilikan (*Ownership Concentration*)

Konsentrasi kepemilikan menggambarkan seberapa besar prosentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham besar atau pemegang saham pengendali yaitu pemegang saham yang memiliki proporsi kepemilikan saham perusahaan minimal 20% dari total saham yang beredar (Setia Atmaja et al., 2009 dalam Darmadi dan Gunawan, 2013). Variabel konsentrasi kepemilikan dinyatakan dengan lambang OWN_CON dan diukur dengan menggunakan *Harfindahl Index* (HI). Nilai *harfindahl index* diperoleh dengan menghitung jumlah kuadrat kepemilikan saham 5 terbesar (top 5) pada masing-masing perusahaan. Pengukuran *harfindahl index* mengacu pada penelitian (Luthfiardi, 2012).

Secara sistematis dapat dirumuskan sebagai berikut (Jacelly et. al, 2008 dalam Luthfiardi, 2012) :

$$Herf_Ind = \sum_{i=1}^n S_i^2$$

Keterangan :

Herf_Ind : *Herfindahl Index*

S_i : Persentasi kepemilikan pemegang saham

n dan i : Jumlah pemegang saham dalam perusahaan

3.1.2.4 Kepemilikan Manajerial (*Manajerial Ownership*)

Variabel independen kepemilikan manajerial dinyatakan dengan lambang MAN_OWN. Variabel ini menggambarkan proporsi saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur perusahaan pada akhir tahun untuk masing-masing periode pengamatan. Mengacu pada penelitian Kurniasih dan Santoso (2008), variabel kepemilikan manajerial dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajer (dlm lbr)}}{\text{Total saham beredar (dln lbr)}} \times 100 \% \text{..(3.3)}$$

3.1.2.5 Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*)

Kepemilikan institusional adalah saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, dana pensiun, atau perusahaan lain (Tarjo, 2008). Variabel independen kepemilikan institusional dinyatakan dengan

lambang INST_OWEN. Kepemilikan institusional diukur berdasarkan prosentase dari rasio antara jumlah saham yang dimiliki oleh institusi dengan total saham beredar. (Darmadi dan Gunawan, 2013). Secara sistematis dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Kepemilikan Institusional} : \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi (dln lbr)}}{\text{Total saham beredar (dln lbr)}} \times 100 \% \text{.} (3.4)$$

3.1.3 Variabel Kontrol

Variabel kontrol adalah variabel yang dikendalikan atau dibuat konstan sehingga pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen tidak dipengaruhi oleh faktor luar yang tidak diteliti. Dalam penelitian ini menggunakan tiga variabel kontrol yang terdiri dari: *Return on Equity* (ROE), ukuran perusahaan dan reputasi *underwriter*.

1. *Return on Equity* (ROE)

Return on Equity merupakan salah satu rasio profitabilitas perusahaan yang sering digunakan oleh pemegang saham untuk menilai kinerja perusahaan yang bersangkutan (Yolana dan Martani, 2005). Pemegang saham memanfaatkan informasi ini untuk menilai efektifitas operasional perusahaan. Semakin besar nilai ROE mengindikasikan bahwa kondisi keuangan perusahaan juga baik. Sesuai dengan *signaling theory*, perusahaan dengan kondisi keuangan yang bagus akan melakukan *underpricing* untuk memberikan sinyal positif kepada calon investor. Emiten yang melakukan *underpricing* dianggap berani mengambil resiko atas kerugian penawaran

harga saham perdananya dan mampu memulihkan kerugian yang dialaminya saat proses IPO. Dalam penelitian ini variabel ROE digunakan sebagai variabel kontrol yang diukur berdasarkan perbandingan nilai antara *net income after tax* dan *total equity* (Yolana dan Martani, 2005).

2. Ukuran perusahaan (*Firm Size*)

Besar kecilnya ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap informasi yang akan didapatkan calon investor. Semakin besar ukuran perusahaan, maka perusahaan akan semakin dikenal oleh masyarakat yang berarti bahwa semakin mudah pula investor untuk mendapatkan informasi mengenai perusahaan (Helen Sulistio, 2005 dalam Handono, 2010). Hal ini mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan yang besar akan mengurangi asimetri informasi, sehingga tingkat *underpricing* akan semakin kecil. Penelitian ini menggunakan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol yang dilambangkan dengan *FIRM_SIZE*. Variabel ini diukur berdasarkan besarnya nilai buku dari total aset yang dimiliki perusahaan (Yong, 2007 dalam Darmadi dan Gunawan, 2013).

3. Reputasi *Underwriter* (*Underwriter Reputation*)

Underwriter memegang peranan penting dalam pelaksanaan kegiatan IPO sebuah perusahaan. Bersama dengan calon emiten, *underwriter* menetapkan harga saham perdana. *Underwriter* memiliki kepentingan yang berbeda dengan emiten, dimana mereka akan berusaha meminimalkan resiko saham yang tidak terjual dengan

menetapkan harga yang murah saat IPO, sehingga untuk mencapai keberhasilan proses IPO calon emiten harus memilih *underwriter* yang profesional dan memiliki integritas tinggi. Salah satu indikator untuk menilai profesionalitas dan integritas *underwriter* yaitu dilihat dari reputasi *underwriter*. Penelitian ini menggunakan reputasi *underwriter* sebagai variabel kontrol. Variabel reputasi *underwriter* dilambangkan dengan UNDWR_REP. 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).

3.2 Populasi Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan non finansial di Bursa Efek Indonesia yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) dan mengalami *underpricing* selama periode 2006-2013, serta memiliki data lengkap mengenai tata kelola perusahaan.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang meliputi : laporan tahunan, data prospektus dan *historical cost* masing-masing perusahaan, serta *idx fact book* selama periode penelitian. Data sekunder merupakan data yang diperoleh dari sumber yang sudah ada dan tidak perlu dicari sendiri oleh

peneliti (Sekaran, 2003). Sumber data penelitian diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), *www.idx.co.id*, dan *www.yahoofinance.com*.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode dokumentasi yaitu metode dengan teknik pengambilan data dengan cara mencari dan mengumpulkan data yang diperoleh dari laporan tahunan yang dipublikasikan yang kemudian ditelusuri dan dicatat seluruh informasinya yang berkaitan dengan pengukuran variabel-variabel penelitian ini. Laporan tahunan yang digunakan dalam penelitian adalah laporan tahunan selama periode 2006-2013. Sebagai panduan, digunakan juga dokumen pendukung seperti : *idx fact book*, *historical price*, ICMD dan prospektus perusahaan saat IPO selama tahun 2008-2013.

3.5 Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah regresi *Ordinary Least Squares* (OLS). Selain itu, statistik deskriptif juga digunakan untuk memberikan gambaran mengenai variabel-variabel dalam penelitian ini. Pada bagian akhir akan dilakukan pengujian kelayakan model regresi dan pengujian hipotesis penelitian. Berikut ini penjelasan terperinci mengenai metode analisis yang digunakan dalam penelitian.

3.5.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif adalah bagian dari ilmu statistik yang hanya melihat gambaran secara umum dari data yang didapatkan. Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi mengenai suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, sum, *range*, *kurtosis*, dan *skewness*/kemencengan distribusi (Ghozali, 2011). Standar deviasi yang semakin besar menggambarkan variabel tersebut semakin menyebar. *Skewness* dan *kurtosis* merupakan ukuran untuk melihat apakah variabel terdistribusi secara normal atau tidak. *Skewness* mengukur kemencengan dari variabel dan *kurtosis* mengukur puncak dari distribusi variabel. Variabel yang terdistribusi secara normal mempunyai nilai *skewness* dan *kurtosis* mendekati nol.

3.5.2 Analisis Regresi

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *Ordinary Least Squares* (OLS). *Ordinary Least Squares* diterapkan karena dalam penelitian hanya terdapat satu variabel dependen yang dipengaruhi oleh lebih dari satu variabel bebas atau variabel independen. Terdapat tujuh asumsi dasar regresi yang harus terpenuhi, diantaranya : model regresi linear dalam parameter-parameternya, nilai X harus *non stochastic* (metrik), tidak ada data *outlier*, jumlah observasi lebih besar dari jumlah parameter yang digunakan dan tidak terdapat multikolinearitas, autokorelasi, maupun heteroskedastisitas (Gujarati, 2010).

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *underpricing*. Sedangkan variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini yaitu jumlah dewan komisaris, independensi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional. Untuk mengontrol faktor-faktor yang dapat berpengaruh terhadap masing-masing variabel, peneliti menggunakan variabel kontrol : ROE, ukuran perusahaan, dan reputasi *underwriter*. Model *Ordinary Least Squares* dapat digambarkan dalam persamaan berikut ini :

$$\begin{aligned}
 UNDR = & \beta_0 + \beta_1 BOC_SIZE + \beta_2 IND_COM + \beta_3 OWN_CON + \\
 & \beta_4 MAN_OWN + \beta_5 INST_OWN + \beta_6 ROE + \beta_7 FIRM_SIZE + \\
 & \beta_8 UNDWR_REP + e \dots\dots\dots(3.6)
 \end{aligned}$$

Keterangan:

UNDR	=	<i>underpricing</i>
β_0	=	konstanta
BOC_SIZE	=	jumlah dewan komisaris
IND_COM	=	independensi dewan komisaris
OWN_CON	=	konsentrasi kepemilikan
MAN_OWN	=	kepemilikan manajerial
INST_OWN	=	kepemilikan institusional
ROE	=	<i>return on equity</i>
FIRM_SIZE	=	ukuran perusahaan
UNDWR_REP	=	reputasi <i>underwriter</i>
e	=	<i>error</i>

3.5.3 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik adalah persyaratan utama yang harus dipenuhi pada analisis regresi linear yang berbasis model *Ordinary Least Square* (OLS). Asumsi dalam regresi mengenai normalitas data, tidak terjadinya multikolinearitas, autokorelasi serta homokedastisitas harus terpenuhi agar persamaan regresi tersebut valid untuk digunakan dalam penelitian.

3.5.3.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal atau kah tidak (Ghozali, 2011). Ada dua cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak yaitu:

1. Analisis Grafik

Salah satu cara dengan analisis ini adalah melihat normalitas residual dengan melihat grafik histogram yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal. Cara lainnya adalah dengan melihat normal *probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal. Jika distribusi data residual normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya (Ghozali, 2011).

2. Analisis Statistik

Uji statistik yang digunakan untuk menguji normalitas residual dalam penelitian ini adalah uji statistik nonparametrik *Kolmogorov Smirnov*. Apabila *asymptotic significance* dalam Uji *Kolmogorov Smirnov* lebih besar dari 5 persen, maka data terdistribusi normal (Ghozali, 2011).

Pada penelitian ini uji normalitas akan dilakukan dengan menggunakan analisis statistik yaitu uji statistik *Kolmogorov Smirnov* karena uji normalitas dengan grafik dapat menyesatkan, jika tidak hati-hati secara visual akan terlihat normal.

3.5.3.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antara variabel-variabel independen (Ghozali, 2011). Uji statistik yang sering digunakan untuk menguji gangguan multikolinearitas adalah dengan *Variance Inflation Factor* (VIF) atau korelasi pearson antara variabel-variabel independen. Pada uji multikolinearitas, diharapkan nilai $VIF \geq 10$ atau korelasi pearson antara variabel-variabel independen signifikan ($P\text{-value (Sig.)} < \alpha = 1\%$ atau 5%), sehingga asumsi multikolinearitas tidak terpenuhi (Ghozali, 2011).

3.5.3.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas adalah alat uji asumsi klasik yang bertujuan untuk melihat apakah terdapat ketidaksamaan varians dari residual satu ke pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali, 2011). Model regresi yang memenuhi persyaratan adalah dimana terdapat kesamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap atau disebut homoskedastisitas.

Deteksi heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan metode *scatter plot* dengan memplotkan nilai ZPRED (nilai prediksi) dengan SRESID (nilai residualnya). Model yang baik didapatkan jika tidak terdapat pola tertentu pada grafik, seperti mengumpul di tengah, menyempit kemudian melebar atau sebaliknya melebar kemudian menyempit (Ghozali, 2011). Pemeriksaan heteroskedastisitas juga dapat dilakukan dengan menggunakan Uji *Park* dan Uji *Glejser* untuk regresi linier sederhana, Uji *White* dan Uji *Koenker-Bassett* untuk regresi linier berganda.

3.5.3.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi adalah untuk melihat apakah terjadi korelasi antara suatu periode t dengan periode sebelumnya ($t - 1$) (Ghozali, 2011). Model regresi linier diharapkan memiliki residual yang bersifat *white noise* (tidak ada autokorelasi). Dalam penelitian ini pendeteksian autokorelasi dilakukan dengan *Runs Test*. *Runs Test* digunakan untuk mengetahui apakah data residual terjadi secara random atau tidak (sistematis). Jika nilai *Asymp.Sig.(2-tailed)* lebih besar dari nilai α maka dapat

disimpulkan bahwa data residual penelitian random atau tidak terjadi autokorelasi antar nilai residual (Ghozali, 2011).

3.5.4 Uji Model (*Goodness of Fit*)

Model regresi dalam penelitian ini adalah:

$$\begin{aligned}
 UNDR &= \beta_0 + \beta_1 \text{BOC_SIZE} + \beta_2 \text{IND_COM} + \beta_3 \text{OWN_CON} + \\
 &\beta_4 \text{MAN_OWN} + \beta_5 \text{INST_OWN} + \beta_6 \text{ROE} + \beta_7 \text{FIRM_SIZE} \\
 &+ \beta_8 \text{UNDWR_REP} + e \dots\dots\dots(3.6)
 \end{aligned}$$

Ketepatan fungsi model regresi dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dari *Goodness of Fit* nya. Secara statistik, setidaknya ini dapat diukur dari nilai koefisien determinasi (R^2), nilai statistik F dan nilai statistik t. Perhitungan statistik disebut signifikan secara statistik apabila nilai uji statistiknya berada dalam daerah kritis (daerah dimana H_0 ditolak). Sebaliknya disebut tidak signifikan bila nilai uji statistiknya berada dalam daerah dimana H_0 diterima (Ghozali, 2011).

3.5.4.1 Koefisien Determinasi (*R Square*)

Koefisien determinasi (*R Square*) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independen (Ghozali, 2011). Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Penggunaan koefisien determinasi (R^2) tidak sepenuhnya dijadikan alat untuk menentukan kriteria model yang baik, karena terdapat kelemahan ketika terjadi penambahan variabel independen dalam penelitian (Ghozali, 2011). Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan nilai

adjusted R square yang berkisar antara nol (0) sampai dengan satu untuk menguji model. Jika nilai *adjusted R square* semakin mendekati satu (1) maka semakin baik kemampuan model tersebut dalam menjelaskan variabel dependen.

3.5.4.2 Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen (Ghozali, 2011). Hipotesis yang hendak diuji adalah sebagai berikut:

Ho : suatu variabel bebas bukan merupakan penjelasan yang signifikan terhadap variabel terikat.

Ha : suatu variabel bebas merupakan penjelasan yang signifikan terhadap variabel terikat.

Pengujian dilakukan dengan cara menggunakan signifikan level 0,05 dan 0,10 atau $\alpha = 5\%$ dan $\alpha = 10\%$. Jika nilai signifikansi $<0,05$ atau $<0,10$ maka Ha diterima, yang berarti koefisien regresi signifikan. Ini berarti bahwa secara simultan kedua variabel independen tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen dan sebaliknya.

3.5.4.3 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2011). Pengujian dengan uji *t-test* dilakukan dengan ketentuan:

1. Jika nilai signifikansi $t < 0,05$ atau $t < 0,10$,maka H_0 ditolak dan H_1 diterima, artinya terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen.
2. Jika nilai signifikansi $t > 0,05$ atau $t > 0,10$,maka H_0 diterima dan H_1 ditolak, artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen.