

**ANALISIS PENGARUH ATRIBUT *CORPORATE
GOVERNANCE* TERHADAP *UNDERPRICING*
PADA *INITIAL PUBLIC OFFERINGS* (IPO) DI
BURSA EFEK INDONESIA**



SKRIPSI

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

Disusun oleh:

ISTI NAZILAH HIDAYATI

NIM. 12030111130050

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2015**

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Isti Nazilah Hidayati

Nomor Induk Mahasiswa : 12030111130050

Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi

Judul Usulan Penelitian Skripsi : **ANALISIS PENGARUH ATRIBUT
CORPORATE GOVERNANCE
TERHADAP UNDERPRICING PADA
INITIAL PUBLIC OFFERINGS (IPO) DI
BURSA EFEK INDONESIA**

Dosen Pembimbing : Dr. Etna Nur Afri Yuyetta, S.E, M.Si., Akt.

Semarang, 19 Mei 2015

Dosen Pembimbing,

Dr. Etna Nur Afri Yuyetta, S.E, M.Si., Akt.

NIP. 197204212000122001

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Isti Nazilah Hidayati

Nomor Induk Mahasiswa : 12030111130050

Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi

Judul Usulan Penelitian Skripsi : **ANALISIS PENGARUH ATRIBUT
CORPORATE GOVERNANCE
TERHADAP UNDERPRICING PADA
INITIAL PUBLIC OFFERINGS (IPO) DI
BURSA EFEK INDONESIA**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 5 Juni 2015

Tim Penguji :

1. Dr. Etna Nur Afri Yuyetta, S.E, M.Si., Akt. (.....)
2. Aditya Septiani, S.E, M.Si., Akt. (.....)
3. Faisal, S.E, M.Si., Akt., Ph.D (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Isti Nazilah Hidayati, menyatakan bahwa skripsi yang berjudul : **Analisis Pengaruh Atribut *Corporate Governance* terhadap *Underpricing* pada *Initial Public Offerings (IPO)* 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 salin itu, 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 disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 18 Mei 2015

Yang membuat pernyataan,

Isti Nazilah Hidayati

NIM. 12030111130050

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari atribut *corporate governance* seperti ukuran dewan komisaris, independensi dewan komisaris, reputasi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan institusional terhadap tingkat *underpricing*. Penelitian ini menggunakan ukuran perusahaan, profitabilitas, umur perusahaan, reputasi auditor dan reputasi *underwriter* sebagai variabel kontrol.

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia pada periode 2006-2013. Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Jumlah total sampel dalam penelitian ini adalah 114 perusahaan yang mengalami *underpricing* pada saat IPO. Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda untuk menguji hipotesis.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semua atribut *corporate governance* yang diteliti, yaitu ukuran dewan komisaris, independensi dewan komisaris, reputasi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan institusional tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

Kata kunci : *underpricing*, tata kelola perusahaan, penawaran umum perdana

ABSTRACT

The aim of this study is to examine the influence of corporate governance attributes like non-executive board size, non-executive board independent, non-executive board reputation, ownership concentration, and institutional ownership on the level of underpricing. This study used firm size, profitability, firm age, auditor reputation and underwriter reputation as control variable.

The population in this study consists of all IPO firm in Indonesia Stock Exchange for the period 2006-2013. Sampling is done by using purposive sampling method. Total sample of this research is 114 companies that was underpriced on the IPO. This study used multiple regression analysis for hypotheses testing.

The result of this study showed that all of the corporate governance attributes which was studied like non executive board size, non-executive board independent, non-executive board reputation, ownership concentration, and institutional ownership not proven significant effects on the level of underpricing.

Keywords : *underpricing, corporate governance, initial public offerings*

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTTO

“Dan (ingatlah) ketika Tuhanmu memaklumkan, sesungguhnya jika kamu bersyukur, niscaya Aku akan menambah (nikmat) kepadamu, tetapi jika kamu mengingkari (nikmat-Ku), maka pasti azab-Ku sangat berat.”

(QS. Ibrahim ayat 7)

Kalau cuma bicara mimpi, kita tak akan bisa melihat kenyataan

-Conan Edogawa-

Skripsi ini kupersembahkan
untuk :

~ Kedua orang tuaku tercinta,
Mama Neni dan Bapak Adun

~ Keluarga Akuntansi UNDIP
angkatan 2011

KATA PENGANTAR

Assalaamu'alaikum Wr. Wb.

Puji syukur penulis panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Kuasa yang senantiasa melimpahkan rahmat-Nya sehingga penelitian dan penulisan skripsi ini dapat diselesaikan untuk memenuhi salah satu syarat untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1) Jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa penulisan skripsi ini dapat terselesaikan karena adanya bantuan, bimbingan, dan motivasi dari berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis mengucapkan terimakasih kepada :

1. Dr. Suharnomo, S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
2. Prof. Dr. H. Muchamad Syafruddin, M.Si., Akt. selaku Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
3. Dr. Etna Nur Afri Yuyetta, SE, M.Si., Akt. selaku dosen pembimbing yang telah memberikan bimbingan, arahan, dan nasihat kepada penulis selama proses pembuatan skripsi, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan lancar.
4. Adityawarman S.E., M.Acc., Akt. selaku dosen wali.
5. Semua dosen dan staff tata usaha yang telah membantu kelancaran penulis selama menuntut ilmu di Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.

6. Orang tua tercinta, Bapak Adun dan Ibu Neni Suherni yang selalu memberikan doa, semangat, dan motivasi kepada penulis.
7. Ummi Siti Hajar dan keluarga besar Abah H. Abdusy Syukur Sarhindi (Alm.) & Bapak Jaih yang selalu mendoakan penulis agar menjadi orang yang shalehah dan sukses.
8. Dede Firmansyah yang selalu menemani dan memberikan perhatiannya kepada penulis selama mengerjakan skripsi, serta sabar menunggu penulis menyelesaikan skripsi.
9. Ibu H. Neneng, Pak Harry Suharna AS, Pak H. Zaenal Qusoy, Pak Agus, dan semua pegawai PLN Cabang Sukabumi yang selalu mendoakan dan mendukung penulis.
10. Sahabat-sahabatku tercinta, Afina Fauziyyah, Alisia Misitama S, Anisa Dyah I, Aristya Kartikasari, Aryani Intan, Bhekti Dian A, Faridha Aripanti, Intan Bias Papeke, Ika Fiana, Iwana Shabahati, Kharisma Nissa R, Netti Juita, Nonie Dewinta, Rumaisah Azizah A, Shofwa Fathina, Tsara Nafisha, Wenny Adelia Agasi, dan Zeliria Martasari yang sudah mengisi hari-hari penulis menjadi lebih berwarna, dan bersedia menjadi tempat *sharing* penulis.
11. Keluarga KKN Desa Pulodarat : Dian, Liese, Grace, Dila, Mas Ardi, Mas Ali, Mas Ferry, Choe dan Edu atas kebersamaan dan pengalaman dalam kegiatan mengabdikan di masyarakat.
12. Keluarga Liqo Ceria, Murabbiku Mbak Ummu Kultsum dan saudara-saudaraku : Anis, Dewi Mulia, Dewi Okta, Fina, Intan Kh, Nindi, Niar,

Nurhay, dan Uthie yang selalu mengingatkan dalam kebaikan dan menegur ketika penulis berbuat salah.

13. Wisma Aulia Family (WAFers) dan keluarga kosan baru saat ini : Mima, Idut, Putri, Dhani, Nurin, RJ, Rumi, Uswah, Rifa, Ana, Ain, Mbak Zizah, Kiki, Nurul, Siti, Cici, Risfa, Intan, Zakiyyah, Linda, Tias, Nur, Naim, Iswati, Siska, Umi, Erma, Tiara, Dessy, Nunung, Rita, Arini.
14. Teman-teman seperjuangan bimbingan, Julietta, Erpan, Iput, Ade Affi, Rusdan, Iis, Andrian, Cahyo, Nidza, Fajar, Alex, Nanang, Brahma, dan Prapanca yang menjadi tempat *sharing* penulis dalam pengerjaan skripsi ini.
15. Teman-teman di Kelompok Studi Pasar Modal (KSPM), Kelompok Studi Ekonomi Islam (KSEI), dan Peduli Dhuafa (PD) Mizan FEB UNDIP, terutama Mbak Fierda, Mas Maul , Mas Febi, Mbak Devi, Mas Bangkit, Mas Dipta, Mbak Iga, Mbak Alfi, dan Mbak Nisa, atas pengalaman dan wawasan yang diberikan kepada penulis.
16. Seluruh kerabat, teman, pihak-pihak yang sudah membantu namun tidak bisa penulis sebutkan satu per satu. Terima kasih atas bantuan dan doanya.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini terdapat banyak kekurangan karena keterbatasan pengetahuan dan pengalaman. Oleh karena itu, kritik dan saran sangat diharapkan sebagai input bagi penulis agar dapat menjadi

lebih baik. Semoga skripsi ini bermanfaat dan dapat digunakan sebagai tambahan informasi bagi semua pihak yang membutuhkan.

Wassalaamu'alaikum Wr.Wb

Semarang, 18 Mei 2015

Penulis

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
PERSETUJUAN SKRIPSI	ii
PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
ABSTRAK	v
<i>ABSTRACT</i>	vi
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI	xii
DAFTAR TABEL	xv
DAFTAR GAMBAR	xvi
DAFTAR LAMPIRAN	xvii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Masalah.....	9
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	10
1.3.1 Tujuan Penelitian	10
1.3.2 Kegunaan Penelitian	10
1.4 Sistematika Penulisan	11
BAB II TELAAH PUSTAKA.....	13
2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu	13
2.1.1 Teori Keagenan (<i>Agency Theory</i>).....	13
2.1.2 Asimetri Informasi (<i>Information Asymmetry</i>).....	15
2.1.3 Teori Sinyal (<i>Signaling Theory</i>)	15
2.1.4 <i>Initial Public Offering</i> (IPO)	18
2.1.5 <i>Underpricing</i>	18
2.1.6 <i>Corporate Governance</i>	19
2.1.6.1 Struktur Dewan	20

2.1.6.2 Struktur Kepemilikan	21
2.1.7 Penelitian Terdahulu	22
2.2 Rerangka Pemikiran.....	27
2.3 Pengembangan Hipotesis	30
2.3.1 Atribut <i>Corporate Governance</i>	30
2.3.1.1 Ukuran Dewan Komisaris	30
2.3.1.2 Independensi Dewan Komisaris	31
2.3.1.3 Reputasi Dewan Komisaris	33
2.3.1.4 Konsentrasi Kepemilikan	34
2.3.1.5 Kepemilikan Institusional.....	35
BAB III METODE PENELITIAN	37
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel	37
3.1.1 Variabel Dependen.....	37
3.1.2 Variabel Independen	38
3.1.2.1 Ukuran Dewan Komisaris	38
3.1.2.2 Independensi Dewan Komisaris	39
3.1.2.3 Reputasi Dewan Komisaris	39
3.1.2.4 Konsentrasi Kepemilikan	40
3.1.2.5 Kepemilikan Institusional.....	40
3.1.3 Variabel Kontrol	40
3.1.2.1 Ukuran Perusahaan	40
3.1.2.2 Profitabilitas.....	41
3.1.2.3 Umur Perusahaan	41
3.1.2.4 Reputasi Auditor	41
3.1.2.5 Reputasi <i>Underwriter</i>	42
3.2 Populasi dan Sampel.....	42
3.3 Jenis dan Sumber Data.....	43
3.4 Metode Pengumpulan Data	43
3.5 Metode Analisis.....	44
3.5.1 Uji Asumsi Klasik.....	44
3.5.1.1 Uji Normalitas.....	44

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Penelitian Terdahulu.....	25
Tabel 3.1	Deskripsi Operasional Variabel Independen	38
Tabel 3.2	Deskripsi Operasional Variabel Kontrol	40
Tabel 4.1	Prosedur Kriteria Pemilihan Sampel	52
Tabel 4.2	Statistik Deskriptif.....	54
Tabel 4.3	Hasil Uji Statistik Kolmogorov-Smirnov	62
Tabel 4.4	Hasil Uji Multikolonieritas	63
Tabel 4.5	Hasil Uji Autokorelasi	64
Tabel 4.6	Hasil Uji Glejser	66
Tabel 4.7	Hasil Uji Statistik Kolmogorov-Smirnov Setelah Transform.....	69
Tabel 4.8	Hasil Uji Multikolonieritas Setelah Transform.....	69
Tabel 4.9	Hasil Uji Autokorelasi Setelah Transform.....	70
Tabel 4.10	Hasil Uji Glejser Setelah Transform	72
Tabel 4.11	Hasil Uji Koefisien determinasi (R^2).....	74
Tabel 4.12	Hasil Uji Statistik F	75
Tabel 4.13	Hasil Uji Statistik t	75
Tabel 4.14	Ringkasan Hasil Uji Regresi	81

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Rerangka Pemikiran.....	29
Gambar 4.1 <i>Normal Probability Plot</i> Model Regresi UND.....	61
Gambar 4.2 <i>Scatter Plot</i> UND.....	66
Gambar 4.3 <i>Normal Probability Plot</i> Model Regresi LnUND	68
Gambar 4.4 <i>Scatter Plot</i> LnUND	71

DAFTAR LAMPIRAN

LAMPIRAN A Hasil Ouput SPSS	96
LAMPIRAN B Daftar Sampel Penelitian	105

BAB I

PENDAHULUAN

Bagian pendahuluan menjelaskan beberapa sub bagian yang meliputi latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian, serta sistematika penulisan penelitian. Pada bagian latar belakang masalah akan dijelaskan beberapa alasan mengapa penelitian mengenai pengaruh atribut *corporate governance* terhadap *underpricing* pada saat penawaran umum perdana (IPO) di Bursa Efek Indonesia perlu dilakukan. Sedangkan pada bagian rumusan masalah akan dijelaskan fokus utama penelitian yaitu mengenai *underpricing* dan atribut *corporate governance* serta pengaruhnya terhadap *underpricing*.

Pada bagian selanjutnya akan dijelaskan tujuan dan kegunaan, serta sistematika penulisan penelitian. Pada bagian tujuan dan kegunaan penelitian dijelaskan tujuan dan manfaat yang terdapat dalam penelitian ini. Bagian terakhir membahas sistematika penulisan. Berikut penjelasan secara rinci mengenai latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian, serta sistematika penulisan.

1.1 Latar Belakang Masalah

Suatu perusahaan yang ingin mengembangkan perusahaannya menjadi lebih besar pasti menghadapi berbagai kendala. Salah satu kendala utama yang dihadapi perusahaan tersebut adalah kebutuhan modal atau pendanaan. Kebutuhan

modal perusahaan dapat dipenuhi dengan beberapa alternatif sumber pendanaan, baik yang berasal dari internal maupun eksternal perusahaan. Sumber pendanaan internal perusahaan dapat berasal dari laba ditahan (Purbarangga, 2013). Sumber pendanaan eksternal perusahaan dapat dilakukan dengan cara utang atau dengan cara menerbitkan saham dan menawarkannya kepada publik, atau menjadi perusahaan yang *go public*.

Perusahaan yang memutuskan untuk menjadi *go public*, pada umumnya akan melakukan penawaran umum perdana yang disebut IPO (*Initial Public Offering*). Pada penawaran umum perdana (IPO), perusahaan menawarkan sebagian porsi sahamnya kepada publik atau investor potensial. Seperti yang dijelaskan oleh Certo *et al.* (2001), IPO menunjukkan sebuah titik transisi penting dalam perkembangan suatu perusahaan. Suatu perusahaan yang pada awalnya dikuasai secara privat bergerak menuju penguasaan secara publik.

Perusahaan menikmati sejumlah keuntungan dari *go public*, di antaranya memungkinkan perusahaan untuk memperoleh dana tambahan tanpa terkena risiko yang mungkin timbul dari utang yang mendorong transparansi dan akuntabilitas yang lebih besar, serta memanfaatkan visibilitas dan reputasinya di pasar (Caselli, 2010). Selain itu, perusahaan dapat memperoleh dana dalam jumlah yang besar dan diterima sekaligus dengan *cost of fund* yang relatif lebih rendah dibandingkan perolehan dana melalui perbankan. Di sisi lain, IPO juga membuat perusahaan menanggung biaya tambahan, termasuk kehilangan pengendalian, jasa profesional, kewajiban untuk memenuhi peraturan pasar modal, dan *underpricing* (Ibbotson dan Ritter, 1995).

Fenomena umum yang terjadi pada saat IPO di pasar modal berbagai negara, terlepas dari apakah pasar tersebut berada di negara maju atau negara berkembang adalah *underpricing* (Ritter, *et al.* dalam Islam, 2010). *Underpricing* mengacu pada *return* saham yang dialami selama hari perdagangan awal di pasar sekunder, yang dapat menurunkan modal yang diterima oleh perusahaan yang melakukan IPO (Lin dan Chuang, 2011). *Underpricing* dapat dikatakan sebagai biaya tidak langsung dalam proses IPO. Semakin tinggi tingkat *underpricing*, menunjukkan semakin tinggi pula biaya tidak langsung yang harus ditanggung oleh perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan harus mampu menetapkan harga penawaran yang tepat (Alkaf dan Tatang, 2008). Pandangan umum mengenai *underpricing* pada saat IPO adalah bahwa *underpricing* bertentangan dengan pasar efisien, serta dapat memperburuk nilai perusahaan dalam upaya meningkatkan modal untuk mengembangkan usahanya.

Rock (1986) menjelaskan bahwa *underpricing* terjadi karena adanya asimetri informasi antara emiten dan investor potensial, sehingga harga saham yang rendah ditawarkan oleh perusahaan untuk menarik investor. Beatty dan Ritter (1986) menunjukkan bahwa tingkat *underpricing* yang lebih tinggi dimiliki oleh perusahaan yang mempunyai tingkat ketidakpastian yang lebih banyak. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan IPO yang memiliki asimetri informasi lebih banyak akan menyebabkan tingkat *underpricing* yang lebih besar (Johnston dan Madura, 2009). Selain itu, Leland dan Pyle (1977) berpendapat bahwa *underpricing* digunakan oleh perusahaan untuk memberi sinyal atas kualitas penerbitan sahamnya.

Penelitian lain terhadap *underpricing*, banyak didasarkan pada teori sinyal (*signaling theory*), yang membahas berbagai aspek yang digunakan oleh perusahaan-perusahaan IPO dalam memberikan sinyal atas kualitas penerbitannya, sehingga dapat mengurangi asimetri informasi. Kualitas penerbitan saham perusahaan dapat dilihat dari berbagai sinyal yang ditunjukkan yang meliputi proporsi saham yang ditahan oleh perusahaan, reputasi *underwriter*, reputasi auditor, dan kinerja keuangan. Namun, hubungan antara *underpricing* dan atribut *corporate governance* atau tata kelola perusahaan menerima perhatian yang relatif sedikit di dalam literatur, terutama yang menggunakan konteks negara Asia (Yong, 2007). Penelitian mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap *underpricing* sebagian besar dilakukan dalam konteks negara maju. Bukti dari pasar negara berkembang cukup langka. Beberapa penelitian yang dilakukan di Asia antara lain penelitian Chen dan Strange (2004), Lin dan Chuang (2011), dan Yatim (2011), yang masing-masing menggunakan sampel dari perusahaan-perusahaan IPO di Cina, Taiwan, dan Malaysia.

Corporate governance meliputi berbagai mekanisme internal dan eksternal untuk mengurangi konflik agen, yang mungkin timbul antara manajer dan pemegang saham minoritas yang kepemilikannya tersebar di antara sejumlah besar pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976), atau antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas dalam perusahaan-perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi (Shleifer dan Vishny, 1997). Lins dan Warnocks (2004) menjelaskan bahwa mekanisme *corporate governance* secara umum dapat diklasifikasikan ke dalam dua kategori yang saling berhubungan.

Kategori pertama adalah mekanisme internal spesifik perusahaan yang terdiri dari kepemilikan dan struktur pengendalian perusahaan. Kategori *corporate governance* yang kedua adalah mekanisme eksternal spesifik negara yang terdiri dari hak pemegang saham asing, aturan hukum dan pasar pengendalian perusahaan.

Ukuran dewan (komisaris) adalah penentu penting dari tata kelola perusahaan yang efektif (Pearce dan Zahra, 1992, Dalton *et al.*, 1999). Jensen (1993) menemukan bahwa besarnya ukuran dewan berhubungan dengan rendahnya nilai perusahaan, sehingga dewan dengan jumlah anggota yang lebih sedikit akan lebih efektif. Ukuran dewan yang lebih sedikit akan menyediakan pengawasan yang lebih baik dan menurunkan biaya koordinasi.

Atribut *corporate governance* yang lain adalah dewan komisaris yang independen. Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa dewan (komisaris) yang independen dapat membantu mengurangi masalah agensi karena adanya pengawasan manajemen yang lebih efektif. Filatotchev dan Bishop (2002) melakukan penelitian mengenai dampak dari karakteristik dewan dan kepemilikan saham pada perusahaan yang mengalami *underpricing* pada saat IPO. Mereka menemukan bahwa tingginya proporsi dewan komisaris yang independen dapat menurunkan tingkat *underpricing* pada saat penerbitan saham.

Fama dan Jensen (1983) di dalam Yatim (2011) menyatakan bahwa dewan (komisaris) yang memiliki keanggotaan dewan berganda dapat memberikan sinyal atas kualitas dari dewan tersebut. Dewan yang juga memegang keanggotaan

dewan komisaris di luar perusahaan memiliki dampak negatif dalam penilaian investor terhadap kualitas perusahaan.

Kepemilikan saham yang terkonsentrasi dapat menyebabkan perilaku pemegang saham pengendali berusaha memperoleh keuntungan pribadi, yang menyebabkan biaya untuk pemegang saham minoritas (Shleifer dan Vishny, 1997). Demsetz dan Lehn (1985) juga menunjukkan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi dapat menyebabkan kinerja buruk perusahaan karena adanya wewenang pengambilan keputusan yang besar. Pemegang saham pengendali dapat memilih untuk merendahkan harga saham pada saat IPO guna menghindari kepemilikan saham baru.

Selain konsentrasi kepemilikan, dalam perusahaan juga dianggap sebagai sinyal atas kualitas dewan. Kepemilikan institusional diyakini menyebabkan peningkatan nilai perusahaan karena pengawasan yang lebih efektif (Shleifer dan Vishny, 1986). Kiyamaz (2000) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *underpricing* pada saat IPO di Turki.

Seperti yang ditemukan juga di negara-negara berkembang lainnya, pasar modal Indonesia dicirikan oleh lingkungan institusional yang lemah, tingkat perlindungan investor yang lebih rendah, dan ketidakaktifan pasar untuk mengendalikan perusahaan (Claessens dan Fan, 2003), serta tingkat konsentrasi kepemilikan dan pengendalian keluarga yang lebih tinggi terhadap perusahaan yang telah terdaftar (Claessens *et al.*, 2000). Selanjutnya, sistem hukum Indonesia mewarisi banyak aspek dari hukum perdata Belanda. Sebagai contoh, perusahaan

diharuskan untuk memiliki dua dewan di dalam struktur organisasinya, yaitu dewan pengawas (komisaris) dan dewan manajemen (direksi).

Mengingat lingkungan institusional yang berbeda di negara berkembang seperti Indonesia, pengaruh variabel-variabel *corporate governance* atau tata kelola perusahaan terhadap *underpricing* mungkin berbeda dari yang dikembangkan oleh para peneliti di negara maju. Selain itu, tingkat *underpricing* pada perusahaan-perusahaan IPO di negara berkembang pada umumnya lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat *underpricing* di negara maju (Venkates dan Neupane, 2005). Pendapat Venkates dan Neupane (2005) dapat dibuktikan dari data yang dimiliki oleh Yolana dan Dwi (2005) yang mencatat bahwa tingkat *underpricing* di Indonesia sebagai salah satu negara berkembang cukup tinggi, yaitu 38% dalam kurun waktu 1994-2001. Untuk periode waktu yang sama, tingkat *underpricing* di Amerika Serikat adalah sebesar 22% (Lowry *et al.* dalam Islam *et al.*, 2010).

Tingkat *underpricing* yang terjadi di Indonesia pada periode penelitian juga menunjukkan angka yang cukup tinggi. Pada tahun 2006, semua perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia mengalami *underpricing* (Yahoo! Finance). Pada tahun-tahun berikutnya tingkat *underpricing* di Indonesia rata-rata mencapai lebih dari 60%. Kondisi tersebut menggambarkan bahwa telah terjadi transfer kekayaan dari perusahaan kepada investor yang ditunjukkan dengan *return* saham yang diperoleh investor.

Tingkat *underpricing* di Indonesia yang cukup tinggi mendorong perlunya penelitian kembali guna menyelidiki dan membuktikan secara empiris mengenai pengaruh *corporate governance* atau tata kelola perusahaan, yang ditunjukkan oleh struktur dewan dan kepemilikan perusahaan terhadap *underpricing* pada perusahaan-perusahaan yang IPO di Indonesia. Penelitian ini merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Darmadi dan Randy Gunawan (2013).

Mengikuti penelitian Darmadi dan Randy Gunawan (2013), penelitian ini berfokus pada dua struktur tata kelola perusahaan, yaitu karakteristik dewan dan struktur kepemilikan. Darmadi dan Randy Gunawan (2013) menggunakan empat variabel independen yaitu : ukuran dewan (direksi dan komisaris), independensi dewan, konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan institusional dan satu variabel dependen yaitu *underpricing*. Sampel penelitian yang digunakan adalah 101 perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia dari 1 Januari 2003 sampai 31 Juli 2011. Berbeda dengan penelitian Darmadi dan Randy Gunawan (2013), di dalam penelitian ini ditambahkan variabel reputasi dewan komisaris sebagai variabel independen untuk membantu menjelaskan variabel dependen.

Reputasi dewan komisaris yang ditunjukkan dengan jumlah jabatan dewan komisaris yang juga dimilikinya di perusahaan lain penting dimasukkan dalam penelitian karena reputasi dewan komisaris dapat dijadikan sinyal atas kualitas dari dewan suatu perusahaan. Dewan komisaris yang juga memegang keanggotaan di perusahaan lain cenderung memiliki keefektifan pengawasan yang lebih rendah. Selain menambahkan variabel reputasi dewan komisaris, variabel ukuran dewan yang digunakan dalam penelitian ini hanya berfokus pada ukuran dewan

komisaris. Besar kecilnya ukuran dewan komisaris yang berfungsi sebagai pengawas sangat penting untuk diketahui oleh pemangku kepentingan karena dapat mempengaruhi keefektifan pengendalian perusahaan, sehingga dapat mengurangi timbulnya masalah agensi antara pemegang saham dengan manajer, atau antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Sampel yang digunakan pada penelitian ini juga berbeda dari penelitian sebelumnya, yaitu menggunakan periode 2006-2013.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan pada latar belakang permasalahan yang telah diuraikan diatas, maka rumusan masalah yang diajukan oleh peneliti adalah sebagai berikut :

1. Apakah ukuran dewan komisaris berpengaruh terhadap *underpricing* pada saat IPO?
2. Apakah independensi dewan komisaris berpengaruh terhadap *underpricing* pada saat IPO?
3. Apakah reputasi dewan komisaris berpengaruh terhadap *underpricing* pada saat IPO?
4. Apakah konsentrasi kepemilikan berpengaruh terhadap *underpricing* pada saat IPO?
5. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *underpricing* pada saat IPO?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah penelitian yang telah diuraikan, maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Menganalisis pengaruh ukuran dewan komisaris terhadap *underpricing* pada saat IPO.
2. Menganalisis pengaruh independensi dewan komisaris terhadap *underpricing* pada saat IPO.
3. Menganalisis pengaruh reputasi dewan komisaris terhadap *underpricing* pada saat IPO.
4. Menganalisis pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap *underpricing* pada saat IPO.
5. Menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap *underpricing* pada saat IPO.

1.3.2 Kegunaan Penelitian

Dengan dilakukan penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Kegunaan Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat menambah referensi informasi dan wawasan teoritis di bidang keuangan, khususnya bagi penelitian selanjutnya yang terkait dan sejenis.

2. Kegunaan Praktis

a. Bagi Investor

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan informasi kepada investor dan calon investor untuk memilih perusahaan dalam melakukan investasi dengan melihat atribut *corporate governance* yang dapat mempengaruhi tingkat *underpricing*, sehingga investor dapat memperoleh *return* dari investasinya.

b. Bagi Emiten

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan informasi kepada emiten, khususnya yang berkaitan dengan pemberian sinyal dan informasi atas kualitas perusahaan pada saat IPO sehingga dapat mengurangi asimetri informasi pada saat penawaran umum perdana (IPO).

1.4 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

BAB I PENDAHULUAN

Bab pendahuluan berisi latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian, manfaat penelitian, serta sistematika penulisan.

BAB II TELAAH PUSTAKA

Bab telaah pustaka berisi tentang uraian dari teori-teori yang akan digunakan sebagai dasar untuk mendukung penelitian dari masalah yang dibahas, penelitian terdahulu, kerangka pemikiran dan hipotesis.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

Bab metodologi penelitian berisi variabel penelitian dan definisi operasional variabel, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, metode analisis, serta teknik pengujian hipotesis.

BAB IV HASIL DAN ANALISIS

Bab hasil dan analisis berisi deskripsi objek penelitian, analisis data, dan interpretasi data.

BAB V PENUTUP

Bab penutup berisi kesimpulan, keterbatasan penelitian dan saran penelitian yang akan datang.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

Bagian telaah pustaka berisi landasan teori penelitian terdahulu, kerangka pemikiran, dan hipotesis dalam penelitian. Pada bagian landasan teori akan dibahas mengenai konsep mengenai *underpricing* dan atribut *corporate governance*, serta penelitian terdahulu yang sejenis yang telah dilakukan sebelumnya. Pada bagian kerangka penelitian akan digambarkan model dari penelitian ini, dan bagian selanjutnya akan dibahas mengenai pengembangan hipotesis dalam penelitian.

2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu

Pada bagian landasan teori dan penelitian terdahulu akan diuraikan mengenai teori agensi (*agency theory*), konsep asimetri informasi (*information asymmetry*) dan teori sinyal (*signaling theory*) yang menjadi dasar teori penelitian. Selanjutnya akan diuraikan penelitian-penelitian terdahulu yang berkaitan dengan pengaruh atribut *corporate governance* terhadap *underpricing*.

2.1.1 Teori Agensi (*Agency Theory*)

Salah satu teori yang dapat menjelaskan penyebab fenomena *underpricing* yang terjadi pada saat IPO adalah teori agensi (*agency theory*). Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan agensi sebagai kontrak di mana satu orang atau lebih (prinsipal) melibatkan orang lain (agen) untuk melakukan jasa

tertentu atas nama mereka yang meliputi pendelegasian beberapa wewenang pengambilan keputusan oleh agen. Jika kedua belah pihak bertujuan memaksimalkan kepentingan mereka, maka hal tersebut merupakan alasan yang baik untuk percaya bahwa agen tidak akan selalu bertindak sesuai dengan kepentingan prinsipal. Hubungan agensi yang dapat digambarkan dari kondisi tersebut adalah antara pemilik perusahaan (pemegang saham) sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen. Ketika pemegang saham memberikan kepercayaan kepada manajer dalam membuat keputusan, timbul masalah yang disebabkan oleh perilaku manajer yang tidak selaras dengan pemegang saham.

Konsep umum dari masalah agensi menyatakan bahwa terdapat kurangnya keselarasan antara manajer dan pemegang saham, di mana manajer mungkin mengejar kepentingan mereka sendiri, sehingga secara negatif berdampak pada maksimalisasi kekayaan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Selain itu, masalah agensi mungkin juga timbul karena kurangnya keselarasan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas (Shleifer dan Vishny, 1997).

Mekanisme *corporate governance* atau tata kelola perusahaan memainkan peran penting dalam mengurangi masalah agensi, baik antara manajer dengan pemegang saham atau antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas sehingga dapat menurunkan asimetri informasi yang dapat menyebabkan terjadinya *underpricing*. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa mekanisme corporate dapat digunakan untuk mengurangi masalah agensi dengan cara melakukan pengawasan baik secara internal maupun eksternal.

2.1.2 Asimetri Informasi (*Information Asymmetry*)

Salah satu penjelasan teoritis yang diusulkan untuk menjelaskan *underpricing* pada saat IPO adalah adanya asimetri informasi. Asimetri informasi merupakan bagian dari teori agensi yang berfokus pada masalah ketidaklengkapan informasi. Asimetri informasi terjadi ketika tidak semua keadaan diketahui oleh kedua belah pihak. Hal tersebut menyebabkan konsekuensi tertentu tidak dipertimbangkan oleh masing-masing pihak.

Rock (1986) berpendapat bahwa *underpricing* terjadi karena asimetri informasi yang ada di dalam IPO antara investor yang memiliki informasi dan yang kurang memiliki informasi. Selain itu, Rock (1986) juga menjelaskan tentang model teoritis untuk pasar IPO dimana investor yang memiliki informasi dan investor yang tidak memiliki informasi memiliki kesenjangan informasi mengenai nilai perusahaan yang sebenarnya. Oleh karena itu, Rock menunjukkan bahwa perusahaan yang IPO menawarkan harga saham yang rendah untuk menarik investor. Namun, seperti yang dijelaskan Chen dan Strange dalam Islam, (2010), model seleksi merugikan milik Rock menghadapi tantangan yang disebabkan pembagian *return* yang tidak jelas antara investor yang memiliki informasi dan yang kurang memiliki informasi, serta kegunaan dari kelebihan pemesanan IPO di pasar.

2.1.3 Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Menurut teori sinyal (Leland dan Pyle, 1977), karena asimetri informasi yang ada di antara emiten dan calon investor, perusahaan-perusahaan mengirim

sinyal untuk menunjukkan kualitas unggul. Sinyal lain digunakan oleh perusahaan yang melakukan IPO untuk menyampaikan informasi mengenai kualitas yang tinggi dari perusahaan mereka termasuk reputasi auditor eksternal (Titman dan Trueman, 1986) dan reputasi *underwriter* (Carter *et al.*, 1998b).

Selanjutnya, Allen dan Faulhaber (1989) memperluas penelitian Leland dan Pyle dan mengusulkan bahwa perusahaan cenderung melakukan *underpricing* saham mereka pada saat IPO sebagai sinyal dari kualitas unggul perusahaan kepada investor potensial. Melalui penetapan harga penawaran yang rendah saat IPO, emiten menunjukkan sinyal bahwa posisi keuangannya terdengar atau diketahui publik dan kerugian yang timbul dari *underpricing* dapat dipulihkan. Seperti yang dikemukakan oleh Garfinkel dalam Darmadi dan Randy Gunawan (2013), IPO perusahaan yang berkualitas tinggi umumnya memiliki informasi pribadi yang menguntungkan mengenai prospek mereka, yang dapat terungkap di masa depan. Untuk mengkomunikasikan tingginya kualitas mereka kepada investor potensial, mereka dapat melakukan strategi tertentu, termasuk menetapkan harga penawaran yang rendah. Yatim (2011) juga menjelaskan bahwa perusahaan yang melakukan IPO menetapkan harga saham yang rendah untuk menunjukkan sinyal bahwa perusahaannya berkualitas tinggi.

Filatotchev dan Bishop (2002) menjelaskan bahwa *underpricing* menunjukkan pemindahan kekayaan langsung dari emiten kepada investor, namun selain dengan penetapan harga saham yang rendah, kondisi tersebut juga dapat dicegah dengan sejumlah sinyal dari atribut tata kelola perusahaan yang dapat menunjukkan nilai perusahaan yang potensial seperti kepemilikan saham yang

ditahan oleh perusahaan (McBain dan Krause, Mikkelson *et al.*, dalam Darmadi dan Randy Gunawan (2013) dan struktur dewan (Certo *et al.*, 2001, Higgins dan Gulati, 1999). Sinyal atas nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan struktur dewan dan kepemilikan perusahaan tersebut dapat menurunkan asimetri informasi antara perusahaan yang melakukan IPO, *underwriter*, dan investor (Certo *et al.*, 2001).

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, atribut *corporate governance* seperti struktur dewan dan kepemilikan saham perusahaan juga dapat menjadi sinyal atas potensi pertumbuhan dan nilai perusahaan yang melakukan IPO. Potensi pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang dapat diketahui dengan cara melihat keefektifan pengawasannya saat ini berdasarkan independensi dewan atau jumlah dewan komisaris yang ada di dalam perusahaan. Perusahaan yang memiliki nilai yang tinggi (berkualitas) cenderung memiliki struktur dewan yang independen dan nilai tersebut akan tercermin pada saat IPO dalam harga penawarannya (Afza *et al.*, 2013). Berdasarkan pada teori sinyal, jika perusahaan memberi sinyal dengan tepat atas kualitas perusahaannya pada saat IPO, nilai sebenarnya atas perusahaan akan tercermin dalam harga penawaran dan tidak akan membutuhkan penyesuaian harga di pasar sekunder. Karena perusahaan telah menunjukkan sinyal atas kualitas perusahaannya melalui struktur dewan dan kepemilikan saham, maka perusahaan tidak perlu memberikan sinyal dengan menetapkan harga yang rendah. Oleh sebab itu, kondisi tersebut menyebabkan menurunnya tingkat *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO.

2.1.4 Initial Public Offering (IPO)

Undang-undang Republik Indonesia No. 8 Tahun 1995 mendefinisikan *Initial Public Offering* (IPO) atau penawaran umum perdana sebagai kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten (perusahaan yang akan *go-public*) untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur oleh UU Pasar Modal dan Peraturan Pelaksanaannya.

Pada dasarnya, perusahaan melakukan IPO dengan dua alasan utama (Rock, 1986), yaitu pendiri perusahaan mungkin ingin melakukan diversifikasi portofolio mereka atau perusahaan tidak memiliki sumber alternatif dana untuk membiayai proyek investasinya. Pagano *et al.* dalam Islam *et al.* (2010) mendokumentasikan bahwa perusahaan melakukan IPO karena berbagai alasan, termasuk mengatasi kendala pinjaman, daya tawar yang lebih besar dengan bank, likuiditas dan diversifikasi portofolio, pemantauan pengakuan investor, perubahan kontrol dan peluang.

2.1.5 Underpricing

Underpricing pada saat IPO, mengacu pada *return* saham yang dialami selama hari perdagangan awal di pasar sekunder, menurunkan modal yang diterima oleh perusahaan yang melakukan IPO melalui proses IPO (Lin dan Chuang, 2011). Rock (1986) mengusulkan bahwa *underpricing* terjadi karena asimetri informasi antara emiten dan investor potensial, sehingga harga diskon ditawarkan untuk menarik investor. Beatty dan Ritter (1986) menunjukkan bahwa tingkat *underpricing* yang lebih tinggi yang dimiliki oleh perusahaan mempunyai

ketidakpastian yang lebih banyak. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan IPO yang memiliki asimetri informasi lebih banyak akan membutuhkan tingkat *underpricing* yang lebih besar (Johnston dan Madura, 2009). Selain itu, Leland dan Pyle (1977) berpendapat bahwa *underpricing* digunakan oleh emiten untuk memberi sinyal atas kualitas penerbitan.

2.1.4 Corporate Governance

Corporate governance meliputi berbagai mekanisme internal dan eksternal untuk mengurangi konflik agen, yang mungkin timbul antara manajer dan pemegang saham minoritas yang kepemilikannya tersebar di antara sejumlah besar pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976), atau antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas dalam perusahaan-perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi (Shleifer dan Vishny, 1997). Lins dan Warnocks (2004) juga menjelaskan bahwa mekanisme *corporate governance* secara umum dapat diklasifikasikan ke dalam dua kategori yang saling berhubungan. Pertama, mekanisme internal spesifik perusahaan yang terdiri dari kepemilikan dan struktur pengendalian perusahaan. Kategori *corporate governance* yang kedua adalah mekanisme eksternal spesifik negara yang terdiri dari hak pemegang saham asing, aturan hukum dan pasar pengendalian perusahaan. Penelitian ini berfokus pada mekanisme internal yang terdiri dari dua struktur tata kelola perusahaan, yaitu struktur dewan (pengendalian) dan struktur kepemilikan perusahaan.

2.1.6.1 Struktur Dewan

Pada perusahaan modern, di mana terdapat pemisahan antara kepemilikan dan pengawasan (Berle dan Means, 1932), masalah keagenan dapat terjadi karena kurangnya keselarasan antara manajer dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Dalam perusahaan-perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi di tangan pemegang saham tunggal yang besar, kondisinya mungkin menjadi berbeda. Di satu sisi, kepemilikan yang terkonsentrasi dapat menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham. Namun di sisi lain, struktur kepemilikan tersebut dapat mengaktifkan pemegang saham pengendali untuk mengambil alih kekayaan perusahaan dengan mengorbankan pemegang saham minoritas (Shleifer dan Vishny, 1997). Mengingat kondisi ini, berbagai mekanisme tata kelola perusahaan, termasuk dewan direksi, memainkan peran penting dalam mengurangi konflik antara manajer dan pemegang saham atau antara pemegang saham pengendali dan minoritas. Para peneliti secara umum mempertimbangkan tiga karakteristik dewan, yaitu ukuran dewan, independensi dewan, dan peran ganda. Namun, karena Indonesia mengadopsi struktur dewan dua tingkat (*two-tier*), peran ganda tampaknya tidak menjadi masalah karena terdapat pemisahan keanggotaan antara dewan pengawas dan manajemen.

Selain ukuran dan independensi dewan komisaris, *prestige* dan reputasi anggota dewan memperoleh perhatian yang sedikit dalam konteks IPO. *Prestige* dan reputasi dewan dapat diperoleh melalui akumulasi keterampilan, pengalaman, koneksi sosial, dan jaringan perusahaan (Certo, 2003). Lebih lanjut, Certo (2003) mengembangkan proporsi dalam konteks pengaruh dari reputasi dewan terhadap

proses pembuatan keputusan investor dan menyimpulkan bahwa konsep reputasi dewan merupakan subjek penting untuk lebih lanjut diteliti secara empiris.

2.1.6.2 Struktur Kepemilikan

Lemmon dan Lins (2003) berpendapat bahwa struktur kepemilikan adalah penentu mendasar atas tingkat dari masalah keagenan antara pihak dalam dan pihak luar, yang pada gilirannya mempengaruhi penilaian perusahaan. Konsep umum dari masalah keagenan menyatakan bahwa terdapat kurangnya keselarasan antara manajer dan pemegang saham, di mana manajer mungkin mengejar kepentingan mereka sendiri, secara negatif berdampak pada maksimalisasi kekayaan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Kondisi ini disebut sebagai Masalah Keagenan I. Namun, kondisi tersebut ditemukan di dalam perusahaan-perusahaan dengan struktur kepemilikan yang menyebar, di mana saham terdistribusi di antara sejumlah pemegang saham besar. Seperti yang didokumentasikan oleh La Porta *et al.* (1999), struktur kepemilikan yang menyebar pada perusahaan yang terdaftar adalah fenomena umum yang hanya ditemukan di beberapa pasar modal, seperti Kanada, Irlandia, Jepang, Inggris, dan Amerika Serikat. Selain dari beberapa negara tersebut, struktur kepemilikan dari perusahaan yang terdaftar cenderung lebih terkonsentrasi, di mana pemegang saham pengendali memiliki pengendalian yang efektif dari perusahaan. Mengingat struktur kepemilikan yang terkonsentrasi, masalah keagenan mungkin timbul karena kurangnya keselarasan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas (Shleifer dan Vishny, 1997), yang kemudian disebut sebagai Masalah Keagenan II. Penemuan La Porta *et al.* didukung oleh penelitian regional

yang dilakukan kemudian, seperti Claessens *et al.* (2000) di Asia Timur dan Faccio dan Lang (2002) di Eropa Barat. Penelitian tersebut telah mendokumentasikan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi tampaknya menjadi norma dari tata kelola perusahaan di seluruh dunia.

Kepemilikan institusional dalam perusahaan diyakini menyebabkan peningkatan nilai perusahaan karena pengawasan yang lebih efektif (Shleifer dan Vishny, 1986). Dengan sumber daya dan keahlian yang mereka miliki, investor institusional memiliki insentif yang lebih kuat untuk mengawasi manajemen, mencegah manajer membuat keputusan kurang optimal dan memanfaatkan peluang (Tihanyi *et al.*, 2003, Velury dan Jenkins, 2006). Gillan dan Starks dalam Darmadi dan Randy Gunawan (2013) menggaris bawahi bahwa investor institusional asing memainkan peran penting dalam meningkatkan tata kelola perusahaan di seluruh dunia. Demikian pula, Claessens dan Fan (2003) yang berpendapat bahwa partisipasi investor institusional dapat meningkatkan praktik tata kelola perusahaan pada perusahaan-perusahaan di Asia Timur, karena perannya dalam mengurangi masalah keagenan antara investor pengendali dan investor lain yang muncul dari konsentrasi kepemilikan yang tinggi.

2.1.7 Penelitian Terdahulu

Pada bab ini, peneliti akan menguraikan penelitian terdahulu yang menguji pengaruh *corporate governance* terhadap *underpricing* pada saat IPO. Penelitian Salim Darmadi dan Randy Gunawan (2013) menggunakan ukuran dewan, independensi dewan, konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan institusional

sebagai variabel independen dan *underpricing* sebagai variabel dependen. Penelitian ini menggunakan tiga model persamaan regresi di mana pada model pertama variabel yang dimasukkan dalam pengujian hanya variabel independen, pada model kedua variabel yang dimasukkan dalam pengujian terdiri dari variabel independen dan dua variabel kontrol yang tidak berpotensi memiliki masalah multikolinearitas, dan pada model ketiga semua variabel independen dan variabel kontrol dimasukkan dalam penelitian. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa ukuran dewan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *underpricing* dalam model persamaan pertama dan kedua, sedangkan pada model ketiga ditemukan hasil yang tidak signifikan. Proporsi dari komisaris independen (independensi dewan) menunjukkan hasil yang positif dan signifikan pada tingkat 5% dalam ketiga model persamaan. Fraksi saham yang dikuasai oleh pemegang saham terbesar (konsentrasi kepemilikan) ditemukan tidak signifikan dalam ketiga model persamaan. Terakhir, proporsi saham yang dikuasai oleh investor institusional (kepemilikan institusional) menunjukkan hasil yang negatif dan signifikan dalam ketiga model persamaan.

Puan Yatim (2011) melakukan penelitian menggunakan sampel 385 perusahaan yang IPO di Bursa Malaysia dari tahun 1999 sampai 2008. Penelitian ini menggunakan variabel independensi dewan, struktur kepemimpinan ganda, reputasi dewan, dan ukuran dewan sebagai variabel independen dan *underpricing* sebagai variabel dependen. Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda yang hasilnya menunjukkan bahwa independensi dewan dan ukuran dewan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *underpricing*. Struktur

kepemimpinan ganda dan reputasi dewan menunjukkan adanya pengaruh positif yang signifikan terhadap *underpricing*.

Lin dan Chuang (2011) melakukan penelitian menggunakan sampel 525 perusahaan yang IPO di Taiwan. Kepemilikan manajer puncak, kepemilikan keluarga, kepemilikan institusional, dualitas CEO, dan direksi independen luar digunakan sebagai variabel independen dan *underpricing* sebagai variabel dependen. Penelitian ini menggunakan analisis regresi dengan hasil pengujian yang menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh signifikan dari kepemilikan manajer puncak terhadap *underpricing*. Kepemilikan keluarga menunjukkan hasil yang signifikan. Kepemilikan institusional dan dualitas CEO menunjukkan pengaruh positif yang signifikan terhadap *underpricing*, dan terakhir direksi independen luar memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *underpricing*.

Filatotchev dan Bishop (2002) melakukan penelitian menggunakan sampel 251 perusahaan yang IPO di Inggris. Keragaman dewan, kepemilikan saham direksi non-eksekutif, dan kepemilikan saham direksi digunakan sebagai variabel independen dan pengalaman dewan direksi, kepemilikan saham direksi, dan *underpricing* digunakan sebagai variabel dependen. Pengujian hipotesis dilakukan secara bertahap, tahap pertama menggunakan analisis regresi OLS dengan hasil pengujian yang menunjukkan keragaman dewan dan kepemilikan saham direksi non-eksekutif berpengaruh negatif terhadap pengalaman dewan direksi (variabel dependen ke-1), kemudian keragaman dewan secara signifikan berpengaruh negatif terhadap kepemilikan saham direksi (variabel dependen ke-2). Tahap kedua menggunakan analisis regresi berganda dengan hasil pengujian yang

menunjukkan kepemilikan saham direksi dan keragaman dewan (jabatan dewan di luar perusahaan) secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Kepemilikan saham direksi non-eksekutif ditemukan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*.

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

Peneliti dan Tahun Penelitian	Variabel Penelitian	Metodologi	Hasil Penelitian
Salim Darmadi dan Randy Gunawan (2013)	Dependen : <i>underpricing</i> Independen : ukuran dewan, independensi dewan, konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan institusional	<i>Cross-sectional regression</i> s	Ukuran dewan dan kepemilikan institusional secara signifikan berpengaruh negatif, independensi dewan secara signifikan berpengaruh positif, dan konsentrasi kepemilikan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap <i>underpricing</i> .
Puan Yatim (2011)	Dependen : <i>underpricing</i> Independen : independensi dewan, struktur kepemimpinan ganda, reputasi dewan, dan ukuran dewan	Analisis regresi berganda	Struktur kepemimpinan ganda dan reputasi dewan secara signifikan berpengaruh positif, independensi dewan dan ukuran dewan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap <i>underpricing</i> .
Lin dan Chuang (2011)	Dependen : <i>underpricing</i> Independen : kepemilikan manajer puncak, kepemilikan keluarga, kepemilikan institusional, dualitas CEO, dan direksi independen luar	Analisis regresi berganda	Kepemilikan institusional dan dualitas CEO secara signifikan berpengaruh positif, dewan independen luar secara signifikan berpengaruh negatif, kepemilikan keluarga secara signifikan berpengaruh, dan kepemilikan manajer puncak tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>underpricing</i> .

Lanjutan Tabel 2.1

Igor Filatotchev dan Kate Bishop (2002)	Dependen: <i>underpricing</i> pengalaman dewan direksi, kepemilikan saham direksi, Independen: Keragaman dewan, kepemilikan saham direksi non-eksekutif, kepemilikan saham direksi	Analisis regresi berganda secara hierarki	“Tahap 1” Keragaman dewan dan kepemilikan saham direksi non-eksekutif berpengaruh negatif terhadap pengalaman dewan direksi, keragaman dewan secara signifikan berpengaruh negatif terhadap kepemilikan saham direksi “Tahap 2” Kepemilikan saham direksi dan keragaman dewan (jabatan dewan di luar perusahaan) secara signifikan berpengaruh negatif terhadap <i>underpricing</i> , kepemilikan saham direksi non-eksekutif tidak berpengaruh secara signifikan terhadap <i>underpricing</i> .
---	--	---	--

Sumber : Diringkas dari beberapa literatur tahun 2002-2013.

Penelitian ini merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Darmadi dan Randy Gunawan (2013). Berbeda dari penelitian sebelumnya, di dalam penelitian ini, ditambahkan variabel reputasi dewan sebagai variabel independen untuk membantu menjelaskan variabel dependen. Selain itu, ukuran dewan yang digunakan dalam penelitian ini hanya berfokus pada ukuran dewan komisaris. Besar kecilnya ukuran dewan komisaris yang berfungsi sebagai pengawas dapat mempengaruhi keefektifan pengendalian perusahaan, sehingga dapat mengurangi timbulnya masalah agensi antara pemegang saham dengan manajer, atau antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Sampel yang

digunakan pada penelitian ini juga berbeda dari penelitian sebelumnya, yaitu menggunakan periode 2006-2013.

2.2 Rerangka Pemikiran

Berdasarkan teori yang telah dijelaskan, terdapat atribut *corporate governance* yang diduga mempengaruhi *underpricing* di antaranya ukuran dewan komisaris, independensi dewan komisaris, reputasi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan institusional. Penelitian ini akan mencoba menjelaskan apakah ukuran dewan komisaris, independensi dewan komisaris, reputasi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan institusional dapat mempengaruhi tingkat *underpricing* pada perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana atau IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2006-2013.

Sebagaimana dikemukakan Lipton dan Lorsch (1992) dan Jensen (1993), kecilnya ukuran dewan akan lebih efektif, karena dewan yang lebih besar cenderung menyebabkan masalah koordinasi dan pengambilan keputusan. Jensen (1993) juga menemukan bahwa besarnya ukuran dewan berhubungan dengan rendahnya nilai perusahaan. Ukuran dewan komisaris yang lebih kecil akan lebih efektif dalam memberikan pengawasan yang lebih baik, dan menurunkan biaya koordinasi sehingga dapat menurunkan asimetri informasi yang berdampak pada menurunnya tingkat *underpricing* pada saat IPO.

Jensen dan Meckling (1976) dan Williamson (1985) berpendapat bahwa dewan yang dikuasai oleh orang asing (independen) dapat membantu mengurangi

masalah agensi dengan pengawasan manajemen yang lebih efektif, sehingga kekayaan perusahaan tidak diambil alih dengan mengorbankan para pemegang saham.

Fama dan Jensen (1983) di dalam Yatim (2011) menyatakan bahwa dewan (komisaris) yang memiliki keanggotaan dewan berganda dapat memberikan sinyal atas kualitas dari dewan tersebut. Dewan yang juga memegang keanggotaan dewan komisaris di luar perusahaan memiliki dampak negatif dalam penilaian investor terhadap kualitas perusahaan.

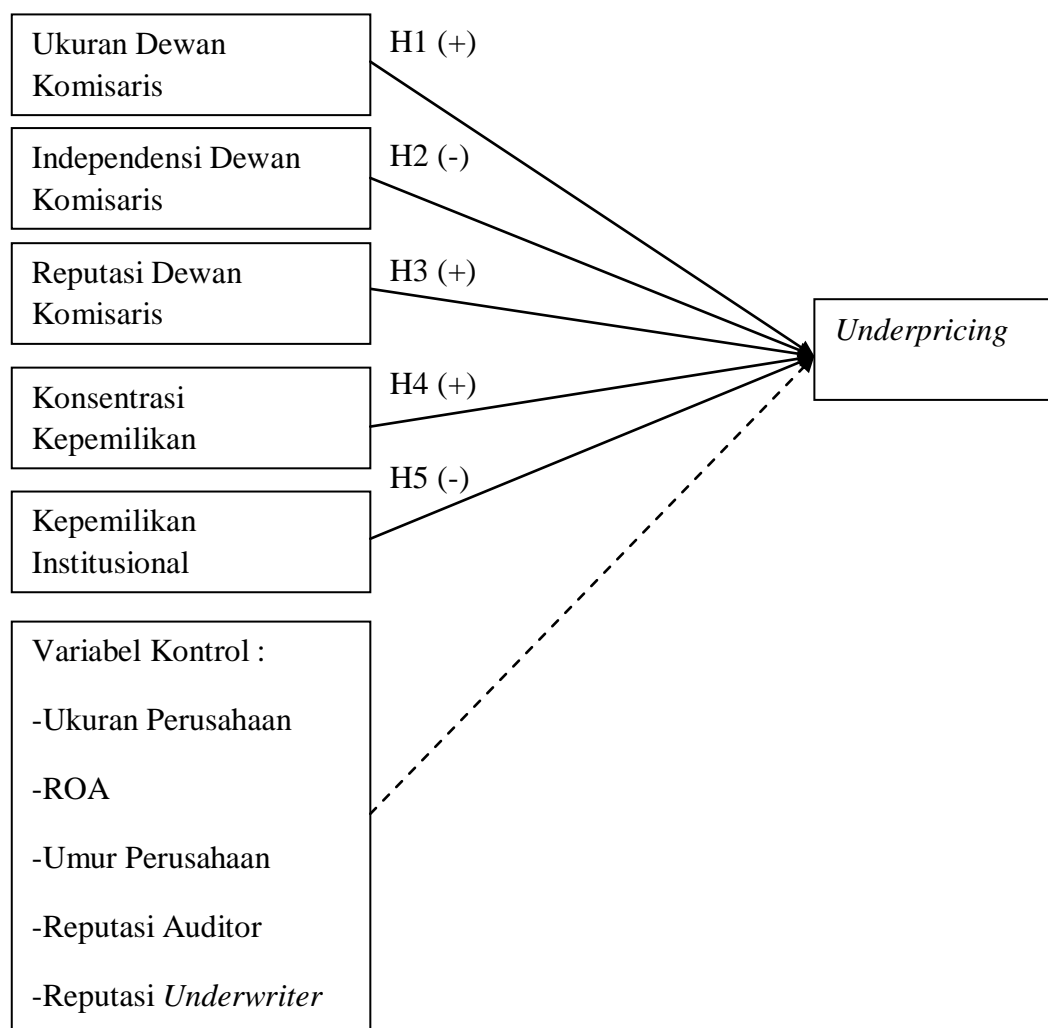
Kepemilikan saham yang terkonsentrasi dapat menyebabkan perilaku pemegang saham pengendali berusaha memperoleh keuntungan pribadi, yang menyebabkan biaya untuk pemegang saham minoritas (Shleifer dan Vishny, 1997). Demsetz dan Lehn (1985) juga menunjukkan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi dapat menyebabkan kinerja buruk perusahaan karena adanya wewenang pengambilan keputusan yang besar. Pemegang saham pengendali dapat memilih untuk merendahkan harga saham pada saat IPO guna menghindari kepemilikan saham baru.

Kepemilikan institusional dalam perusahaan diyakini menyebabkan peningkatan nilai perusahaan karena pengawasan yang lebih efektif (Shleifer dan Vishny, 1986). Gillan dan Starks (2003) menggaris bawahi bahwa investor institusional, terutama investor institusional asing, memainkan peran penting dalam meningkatkan tata kelola perusahaan di seluruh dunia. Demikian pula, Claessens dan Fan (2003) yang berpendapat bahwa partisipasi investor

institusional dapat meningkatkan praktik tata kelola perusahaan di perusahaan-perusahaan Asia Timur, karena perannya dalam mengurangi masalah agensi antara investor pengendali dan investor luar yang muncul dari konsentrasi kepemilikan yang tinggi.

Berdasarkan uraian di atas, maka skematis kerangka berpikir dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran



2.3 Pengembangan Hipotesis

Pada bagian ini, peneliti akan menguraikan pengembangan hipotesis dalam penelitian yang berkaitan dengan pengaruh dari atribut *corporate governance* yang terdiri dari ukuran dewan komisaris, independensi dewan komisaris, reputasi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan institusional terhadap *underpricing*.

2.3.1 Atribut *Corporate Governance*

Penelitian ini berfokus pada dua struktur tata kelola perusahaan, yaitu karakteristik dewan yang terdiri dari ukuran dewan komisaris, independensi dewan komisaris dan reputasi dewan komisaris, serta struktur kepemilikan yang terdiri dari konsentrasi kepemilikan dan kepemilikan institusional.

2.3.1.1 Ukuran Dewan Komisaris

Pearce dan Zahra (1992) dan Dalton *et al.* (1999) menyatakan bahwa ukuran dewan adalah salah satu penentu penting dari tata kelola perusahaan yang efektif. Sebagaimana dikemukakan Lipton dan Lorsch (1992) dan Jensen (1993), kecilnya ukuran dewan akan lebih efektif, karena dewan yang lebih besar cenderung menyebabkan masalah koordinasi dan pengambilan keputusan. Jensen (1993) juga menemukan bahwa besarnya ukuran dewan berhubungan dengan rendahnya nilai perusahaan, dan kecilnya ukuran dewan komisaris lebih efektif dalam memberikan pemantauan yang lebih baik, dan menurunkan biaya koordinasi. Ketika ukuran dewan menjadi terlalu besar, dewan akan lebih simbolis

dan kecil kemungkinannya untuk menjadi bagian dari proses pengambilan keputusan (Hermalin dan Weisbach, 2003).

Pada konteks IPO, penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang beragam. Carter *et al.* (1998) dan Certo *et al.* (2001) menunjukkan bahwa ukuran dewan berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Hearn (2011) memperkirakan bahwa dewan yang lebih besar berhubungan positif dengan tingkat *underpricing*, mencerminkan biaya asimetri informasi yang timbul dari masalah koordinasi dan pengambilan keputusan. Penelitian lain, bagaimanapun juga gagal menemukan hubungan signifikan di antara keduanya, termasuk Hawton *et al.* (2001) dan Lin dan Chuang (2011). Berdasarkan teori sinyal, jika ukuran dewan yang digunakan sebagai sinyal kualitas suatu perusahaan, maka tingkat *underpricing* harus berhubungan positif dengan ukuran dewan. Oleh karena itu, hipotesis pertama dinyatakan sebagai berikut:

H1 : Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap *underpricing* pada saat IPO.

2.3.1.2 Independensi Dewan Komisaris

Sehubungan dengan ruang dewan, mekanisme tata kelola yang lain secara luas yang dibahas dalam literatur adalah independensi dewan. Jensen dan Meckling (1976) dan Williamson (1985) berpendapat bahwa dewan yang dikuasai oleh orang asing dapat membantu mengurangi masalah keagenan dengan pengawasan manajemen yang lebih efektif, sehingga kekayaan perusahaan tidak diambil alih dengan mengorbankan para pemegang saham. Dalam perusahaan-

perusahaan dengan struktur kepemilikan yang lebih terkonsentrasi, pihak asing di dalam ruang dewan juga diharapkan dapat mengendalikan peluang perilaku dari pemegang saham pengendali dengan mengorbankan pemegang saham lainnya (Shleifer dan Vishny, 1997).

Pada konteks IPO, Lin dan Chuang (2011) menunjukkan bahwa proporsi dewan yang independen secara negatif dan signifikan berhubungan dengan *underpricing* pada perusahaan-perusahaan IPO di Taiwan. Bukti dari Inggris yang disajikan oleh Filatotchev dan Bishop (2002), yang mempertimbangkan independensi dewan sebagai variabel dikotomis, memberi nilai sama dengan 1 jika proporsi direksi non-eksekutif (dewan komisaris) di dewan lebih besar dari 33 persen. Mereka menemukan bukti yang sama, yaitu bahwa variabel independensi dewan komisaris secara negatif memengaruhi *underpricing* pada saat IPO. Namun, Yatim (2011) gagal menemukan hubungan yang signifikan di Malaysia. Pada lingkungan institusional yang lemah seperti Indonesia, komisaris independen diharapkan dapat berperan dalam melakukan pengawasan yang efektif dan melindungi kepentingan pemegang saham minoritas.

Pada konteks IPO, dewan komisaris yang independen diharapkan dapat mengurangi masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham lainnya (Lin dan Chuang, 2011), juga untuk menyampaikan informasi kepada calon investor baru, sehingga mengurangi asimetri informasi (Espanlaub dan Tonks, 1998). Harapan ini kemudian dirumuskan dalam hipotesis kedua, yang dinyatakan sebagai berikut :

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

2.3.1.3 Reputasi Dewan Komisaris

Fama dan Jensen (1983) di dalam Yatim (2011) menyatakan bahwa dewan (komisaris) yang memiliki keanggotaan dewan berganda dapat memberikan sinyal atas kualitas dari dewan tersebut. Dewan yang juga memegang keanggotaan dewan komisaris di luar perusahaan memiliki dampak negatif dalam penilaian investor terhadap kualitas perusahaan. Investor potensial merasa bahwa dewan yang memiliki jabatan dewan yang banyak cenderung menjadi terganggu dalam hal intensitas dari pengawasan yang cenderung lebih sulit dan jarang.

Pada konteks IPO, Filatotchev dan Bishop (2002) menyatakan bahwa keanggotaan dewan komisaris yang dipegang oleh dewan komisaris pada perusahaan lain menghasilkan dampak negatif pada penilaian investor mengenai kualitas perusahaan. Hal tersebut terjadi karena dewan (komisaris) yang bekerja dalam keanggotaan dewan yang banyak menjadi sangat sibuk sehingga menyebabkan mereka tidak dapat memberikan pengawasan yang cukup. Konsekuensi yang diperoleh dari keanggotaan dewan berganda adalah menurunnya kinerja dan nilai perusahaan di mata investor (Yatim, 2011). Selain itu, reputasi dewan yang ditunjukkan dengan keanggotaan dewan komisaris pada perusahaan lain dapat dapat menjadi sinyal bagi calon investor mengenai nilai perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan yang IPO tidak perlu memberikan sinyal

lagi dengan menetapkan harga penawaran yang lebih rendah pada saat IPO. Berdasarkan prediksi tersebut, maka hipotesis ketiga dinyatakan sebagai berikut :

H3 : Reputasi dewan komisaris berpengaruh positif terhadap *underpricing* pada saat IPO.

2.3.1.4 Konsentrasi Kepemilikan

Kepemilikan saham yang terkonsentrasi dapat menyebabkan perilaku pemegang saham pengendali berusaha memperoleh keuntungan pribadi, yang menyebabkan biaya untuk pemegang saham minoritas (Shleifer dan Vishny, 1997). Demsetz dan Lehn (1985) juga menunjukkan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi dapat menyebabkan kinerja buruk perusahaan karena adanya wewenang pengambilan keputusan yang besar. Pemegang saham pengendali dapat memilih untuk merendahkan harga saham pada saat IPO guna menghindari kepemilikan saham baru. Berdasarkan sampel perusahaan-perusahaan yang IPO di Australia, Pham *et al.* (2003) menemukan hubungan negatif antara kepemilikan saham 20 investor terkemuka. Di Cina, proporsi saham yang dimiliki oleh pemegang saham terbesar juga ditemukan secara negatif memengaruhi *underpricing* pada saat IPO (Chen dan Strange, 2004). Sebaliknya, Venkatesh dan Neupane (2005) gagal menemukan hubungan yang signifikan antara konsentrasi kepemilikan dan *underpricing* dalam konteks perusahaan-perusahaan yang IPO di Thailand.

Penelitian ini mencoba memperhitungkan dua hal dalam merumuskan hipotesis keempat. Pertama, retensi ekuitas mungkin digunakan sebagai sinyal

dari kualitas perusahaan yang baik (Leland dan Pyle, 1977). Oleh karena itu, tingginya fraksi saham yang dipertahankan oleh pihak dalam perusahaan berhubungan dengan tingginya *return* pada saat IPO. Kedua, pemegang saham pengendali pada perusahaan-perusahaan yang IPO di Indonesia umumnya cenderung melakukan perbaikan atas keefektifan pengendalian perusahaan. Seperti yang dinyatakan oleh Chandler (1980) dan Brennan & Frank (1997), emiten dapat memilih untuk merendahkan harga sahamnya pada saat IPO, yang memperkenankan kelebihan pemesanan dan memungkinkan pemegang saham pengendali untuk menghindari kepemilikan saham baru yang besar. Berdasarkan pertimbangan tersebut, maka hipotesis keempat dinyatakan sebagai berikut :

H4 : Konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap *underpricing* pada saat IPO.

2.3.1.5 Kepemilikan Institusional

Partisipasi dari investor institusional dalam kepemilikan perusahaan diyakini menyebabkan peningkatan nilai perusahaan karena pengawasan yang lebih efektif (Shleifer dan Vishny, 1986). Dengan sumber daya dan keahlian yang mereka miliki, investor institusional memiliki insentif yang lebih kuat untuk mengawasi manajemen, mencegah manajer membuat keputusan yang kurang optimal dan berperilaku memanfaatkan peluang (Tihanyi *et al.*, 2003, Velury dan Jenkins, 2006). Gillan dan Starks (2003) menggaris bawahi bahwa investor institusional, terutama investor institusional asing, memainkan peran penting dalam meningkatkan tata kelola perusahaan di seluruh dunia. Demikian pula,

Claessens dan Fan (2003) yang berpendapat bahwa kepemilikan institusional dapat meningkatkan praktik tata kelola perusahaan di perusahaan-perusahaan Asia Timur, karena perannya dalam mengurangi masalah keagenan antara investor pengendali dan investor luar yang muncul dari konsentrasi kepemilikan yang tinggi.

Di antara perusahaan-perusahaan yang IPO, Kiyamaz (2000) menunjukkan hubungan negatif berdasarkan sampel dari perusahaan-perusahaan yang IPO di Turki. Untuk kasus Indonesia, investor institusional umumnya hanya sebagian kecil dari saham perusahaan terdaftar. Dalam perusahaan-perusahaan swasta (termasuk perusahaan-perusahaan yang IPO), kehadiran investor institusional jarang diamati. Oleh karena itu, investor institusional dalam perusahaan-perusahaan yang IPO diperkirakan akan memberikan kontribusi dalam mengurangi masalah agensi antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas, sehingga meningkatkan praktik tata kelola perusahaan. Selain itu, kehadiran investor institusional dapat mengurangi asimetri informasi antara emiten dan calon investor baru, sehingga emiten tidak perlu menetapkan harga penawaran yang lebih rendah secara signifikan untuk mencapai keberhasilan IPO. Berdasarkan prediksi tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H5 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *underpricing* pada saat IPO.

BAB III

METODE PENELITIAN

Bagian metode penelitian akan menjelaskan mengenai bagaimana penelitian ini akan dilaksanakan secara operasional. Oleh karena itu, pada bagian ini akan diuraikan mengenai variabel penelitian dan definisi operasionalnya, populasi dan sampel penelitian, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, serta metode analisis dalam penelitian.

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

Bagian variabel penelitian dan definisi operasional akan menjelaskan variabel-variabel dalam penelitian dan definisinya secara operasional. Variabel di dalam penelitian ini terdiri dari satu variabel dependen, lima variabel independen, dan lima variabel kontrol yang akan dijelaskan sebagai berikut.

3.1.1 Variabel Dependen

Variabel dependen adalah fokus utama dalam penelitian. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *underpricing* yang diukur menggunakan *initial return* saham yaitu perhitungan harga penutupan pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder dikurangi harga penawaran dan dibagi dengan harga penawaran (Certo *et al.*, 2001, Arthurs *et al.*, 2008).

$$\text{Initial Return} = \frac{\text{Closing Price} - \text{Offering Price}}{\text{Offering Price}} \times 100\%$$

Di mana *Closing Price* adalah harga penutupan hari pertama saham di pasar sekunder dan *Offering Price* adalah harga penawaran saham.

3.1.2 Variabel Independen

Variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi variabel dependen dalam penelitian. Variabel independen dalam penelitian ini terdiri dari ukuran dewan komisaris, independensi dewan komisaris, reputasi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan institusional. Selanjutnya, deskripsi operasional dari variabel independen akan ditunjukkan pada tabel berikut :

Tabel 3.1
Deskripsi Operasional Variabel Independen

Variabel Independen	Deskripsi Operasional
Ukuran Dewan Komisaris	Jumlah dewan komisaris
Independensi Dewan Komisaris	Jumlah dari komisaris independen dibagi dengan jumlah anggota Dewan Komisaris
Reputasi Dewan Komisaris	Jumlah dewan komisaris yang memiliki keanggotaan dewan pada perusahaan lain
Konsentrasi Kepemilikan	Proporsi dari jumlah saham yang dikuasai oleh pemegang saham terbesar
Kepemilikan Institusional	Proporsi dari jumlah saham yang dikuasai oleh investor institusional

3.1.2.1 Ukuran Dewan Komisaris

Ukuran dewan komisaris menunjukkan besar atau kecilnya jumlah anggota dewan komisaris di dalam suatu perusahaan. Variabel ukuran dewan komisaris diukur dengan menghitung jumlah orang (anggota) yang ada di dalam dewan

komisaris suatu perusahaan pada saat IPO. Variabel ini dilambangkan dengan B_SIZE.

3.1.2.2 Independensi Dewan Komisaris

Independensi dewan komisaris menunjukkan proporsi dewan komisaris yang independen di dalam suatu perusahaan. Variabel independensi dewan diukur berdasarkan banyaknya jumlah dewan komisaris yang independen kemudian membaginya dengan total anggota dewan komisaris pada perusahaan yang IPO. Variabel ini dilambangkan dengan B_IND.

3.1.2.3 Reputasi Dewan Komisaris

Reputasi dewan komisaris menunjukkan keahlian dan pengalaman yang dimiliki oleh dewan komisaris yang ditunjukkan dengan keanggotaan dewan komisaris yang dimilikinya di perusahaan lain. Variabel reputasi dewan diukur dengan menjumlahkan jabatan atau keanggotaan dewan komisaris yang juga dimilikinya di perusahaan lain pada saat IPO. Variabel ini dilambangkan dengan B_REP.

3.1.2.4 Konsentrasi Kepemilikan

Konsentrasi kepemilikan menunjukkan jumlah saham yang dikuasai oleh pemegang saham terbesar di dalam suatu perusahaan. Variabel konsentrasi kepemilikan diukur dengan proporsi saham yang dikuasai pemegang saham terbesar pada saat IPO. Variabel ini dilambangkan dengan OWN_CON.

3.1.2.4 Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional menunjukkan jumlah saham yang dikuasai oleh investor institusional di dalam suatu perusahaan. Variabel konsentrasi kepemilikan diukur dengan proporsi saham yang dikuasai investor institusional pada saat IPO. Variabel ini dilambangkan dengan INST_OWN.

3.1.3 Variabel Kontrol

Penelitian ini memasukkan sejumlah variabel kontrol yang terdiri dari ukuran perusahaan, profitabilitas, umur perusahaan, reputasi auditor, dan reputasi *underwriter*. Selanjutnya, deskripsi operasional dari variabel kontrol akan ditunjukkan pada tabel berikut :

Tabel 3.2
Deskripsi Operasional Variabel Kontrol

Variabel Independen	Deskripsi Operasional
Ukuran Perusahaan	Nilai buku dari total aset
Profitabilitas	Laba bersih dibagi nilai buku dari total aset
Umur Perusahaan	Jumlah tahun sejak perusahaan berdiri
Reputasi Auditor	Dikotomis dengan nilai 1 jika perusahaan diaudit oleh KAP Big 4, 0 jika sebaliknya
Reputasi <i>Underwriter</i>	Dikotomis dengan nilai 1 jika perusahaan dijamin oleh 5 <i>underwriter</i> terbaik, 0 jika sebaliknya

3.1.3.1 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan ditunjukkan dengan jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin besar jumlah aset yang dimiliki suatu perusahaan, menunjukkan semakin besar ukuran perusahaan tersebut. Secara teoritis, perusahaan yang besar mempunyai kepastian (*certainty*) yang lebih besar dari dari

pada perusahaan kecil, sehingga akan mengurangi tingkat ketidakpastian mengenai prospek perusahaan ke depan (Yolana dan Dwi Martani, 2005). Variabel ukuran perusahaan diukur berdasarkan jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan pada saat IPO. Variabel ini dilambangkan dengan F_SIZE.

3.1.3.2 Profitabilitas

Profitabilitas suatu perusahaan dapat diukur dengan menggunakan ROA (Return On Asset). Variabel profitabilitas diukur dengan membandingkan jumlah laba bersih perusahaan dengan nilai buku dari total aset yang dimilikinya pada saat IPO. Variabel ini dilambangkan dengan ROA.

3.1.3.3 Umur Perusahaan

Umur perusahaan menunjukkan berapa lama perusahaan perusahaan tersebut dapat bertahan dalam persaingan bisnis (Purbarangga, 2013). Perusahaan yang sudah lama berdiri akan dinilai baik oleh investor dibandingkan dengan perusahaan yang belum lama berdiri. Variabel umur perusahaan dihitung sejak tanggal penggabungan (perusahaan didirikan) hingga tanggal IPO (David dalam Islam *et al.*, 2010). Variabel ini dilambangkan dengan F_AGE.

3.1.3.4 Reputasi Auditor

Reputasi auditor menggambarkan kantor akuntan publik yang digunakan oleh perusahaan untuk mengaudit laporan keuangannya. Variabel reputasi auditor diukur dengan menggunakan variabel dikotomis (dummy), di mana nilai 1 diberikan jika perusahaan menggunakan KAP yang termasuk The Big Four (Ernst

& Young, PricewaterhouseCoopers, KPMG, dan Deloitte) pada saat IPO, dan diberi nilai 0 jika sebaliknya. Variabel ini dilambangkan dengan REP_AUD.

3.1.3.5 Reputasi *Underwriter*

Reputasi *underwriter* (penjamin emisi) dapat digunakan sebagai sinyal untuk mengurangi tingkat ketidakpastian yang tidak dapat diungkapkan oleh informasi yang terdapat dalam prospektus (Yolana dan Dwi, 2005). Variabel reputasi *underwriter* diukur dengan menggunakan variabel dikotomis (dummy), di mana nilai 1 diberikan jika perusahaan menggunakan *top 5 underwriter* yang diberi ranking berdasarkan nilai sekuritas yang diterbitkan hingga periode sampel, dan diberi nilai 0 jika sebaliknya. *Top 5 Underwriter* dalam penelitian ini diperoleh dari *Bloomberg* dan terdiri dari Danatama Makmur, Danareksa Sekuritas, Bahana Securities, Mandiri Sekuritas, dan Credit Suisse. Variabel ini dilambangkan dengan REP_UNDW.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2013. Sampel dalam penelitian ditentukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu penentuan sampel dari populasi yang ada berdasarkan kriteria tertentu. Kriteria penentuan sampel yang digunakan dalam penelitian adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan telah melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia sejak Januari 2006 hingga Desember 2013 dan mengalami *underpricing*.

2. Tersedia data mengenai harga penawaran dan harga penutupan pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder.
3. Data mengenai tata kelola perusahaan yang dibutuhkan dalam penelitian tersedia dalam prospektus secara lengkap dan memenuhi kriteria pengujian.
4. Tersedia data keuangan perusahaan sebelum perusahaan tersebut melakukan IPO serta tidak memiliki laba negatif.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber dari :

1. Prospektus perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2013.
2. *IDX Fact Book* tahun 2006-2013.
3. Yahoo! *Finance* (<http://finance.yahoo.com>).

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan jenis data sekunder, sehingga pengumpulan data dilakukan dengan cara mengumpulkan setiap data yang dibutuhkan yang berasal dari prospektus, laporan keuangan, dan data lain yang mendukung, kemudian dilanjutkan dengan pencatatan dan pengukuran.

3.5 Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah analisis regresi berganda yang digunakan untuk mengetahui variabel-variabel tata kelola perusahaan yang secara signifikan mempengaruhi *underpricing* di pasar modal Indonesia. Sebelum dilakukan pengujian hipotesis dengan menggunakan regresi berganda, variabel-variabel yang ada diuji terlebih dulu apakah telah memenuhi asumsi klasik persamaan regresi berganda.

3.5.1 Uji Asumsi Klasik

3.5.1.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2012). Ghozali (2012) menjelaskan bahwa ada beberapa cara yang dapat digunakan untuk mendeteksi normalitas dari suatu variabel, yaitu dengan menggunakan analisis grafik dan uji statistik. Selain itu, uji statistik Kolmogorov-Smirnov juga dapat dilakukan untuk mendeteksi normalitas dari data.

Penelitian ini menggunakan uji statistik Kolmogorov-Smirnov (K-S) untuk menguji normalitas dari data. Uji K-S dilakukan dengan membuat hipotesis pada tingkat signifikan 0,05 :

$H_0 : p \geq 0,05$ data residual berdistribusi normal

$H_1 : p < 0,05$ data residual tidak berdistribusi normal

3.1.5.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel independen yang nilai korelasi antar sesama variabel independen sama dengan nol (Ghozali, 2012).

Untuk mendeteksi adanya multikolinieritas di dalam model regresi pada penelitian ini dilakukan dengan melihat nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF). Nilai *cutoff* yang digunakan adalah nilai *tolerance* $\leq 0,10$ atau sama dengan nilai $VIF \geq 10$. Apabila hasil analisis menunjukkan nilai *tolerance* di atas 0,10 dan nilai VIF di bawah 10, maka dapat disimpulkan tidak ada multikolinieritas antar variabel di dalam model regresi.

3.5.1.3 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi (Ghozali, 2012).

Menurut Ghozali (2012), model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Untuk mendeteksi adanya autokorelasi, dilakukan Uji Durbin-Watson (DW test). Ghozali (2012) menjelaskan, uji Durbin-Watson hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu (*first order autocorrelation*) dan

mensyaratkan adanya *intercept* (konstanta) dalam model regresi dan tidak ada variabel *lag* di antara variabel independen. Hipotesis yang akan diuji sebagai berikut :

H0 : tidak ada autokorelasi ($r=0$)

H1 : ada autokorelasi ($r\neq 0$)

Hipotesis 0	Keputusan	Jika
Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < dl$
Tidak ada autokorelasi positif	Tidak ada keputusan	$dl \leq d \leq du$
Tidak ada autokorelasi negatif	Tolak	$4 - dl < d < 4$
Tidak ada autokorelasi negatif	Tidak ada keputusan	$4 - du \leq d \leq 4 - dl$
Tidak ada autokorelasi, positif dan negatif	Tidak ditolak	$du < d < 4 - du$

3.5.1.4 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan lain tetap, maka disebut Homoskedastisitas dan jika berbeda disebut Heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang Homoskedastisitas atau tidak terjadi Heteroskedastisitas (Ghozali, 2012).

Untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat Grafik Plot antara nilai prediksi variabel terikat yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID. Dasar analisisnya adalah sebagai berikut :

1. Jika pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
2. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Analisis dengan grafik plots memiliki kelemahan yang cukup signifikan oleh karena jumlah pengamatan mempengaruhi hasil plotting (Gozali, 2012). Oleh karena itu, dalam penelitian ini diperlukan uji statistik yang dapat lebih menjamin keakuratan hasil pengujian. Penelitian ini menggunakan Uji Glejser untuk mendeteksi ada tidaknya Heteroskedastisitas. Jika variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, maka ada indikasi terjadi Heteroskedastisitas.

3.5.2 Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi pada dasarnya adalah studi mengenai ketergantungan variabel dependen (terikat) dengan satu atau lebih variabel independen (variabel penjelas/bebas), dengan tujuan untuk mengestimasi dan/atau memprediksi rata-rata populasi atau nilai rata-rata variabel dependen berdasarkan nilai variabel independen yang diketahui (Gujarati dalam Ghazali, 2012). Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi berganda dengan menggunakan persamaan regresi sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{UND} &= \alpha + \beta_1 \text{B_SIZE} + \beta_2 \text{B_IND} + \beta_3 \text{B_REP} + \beta_4 \text{OWN_CON} \\ &+ \beta_5 \text{INST_OWN} + \beta_6 \text{F_SIZE} + \beta_7 \text{ROA} + \beta_8 \text{F_AGE} + \\ &\beta_9 \text{REP_AUD} + \beta_{10} \text{REP_UNDW} + \varepsilon \end{aligned}$$

Dimana :

UND = *underpricing*

α = konstanta

B_SIZE = ukuran dewan komisaris

B_IND = independensi dewan komisaris

B_REP = reputasi dewan komisaris

OWN_CON = konsentrasi kepemilikan

INST_OWN = kepemilikan institusional

F_SIZE = ukuran perusahaan

ROA = profitabilitas perusahaan

F_AGE = umur perusahaan

REP_AUD = reputasi auditor

REP_UNDW = reputasi *underwriter*

β_1 = koefisien regresi ukuran dewan komisaris

β_2 = koefisien regresi independensi dewan komisaris

β_3 = koefisien regresi reputasi dewan komisaris

β_4 = koefisien regresi konsentrasi kepemilikan

β_5 = koefisien regresi kepemilikan institusional

β_6 = koefisien regresi ukuran perusahaan

β_7 = koefisien regresi profitabilitas perusahaan

β_8 = koefisien regresi umur perusahaan

β_9	= koefisien regresi reputasi auditor
β_{10}	= koefisien regresi reputasi <i>underwriter</i>
ε	= <i>error term</i>

Selain mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih, analisis regresi juga menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen, sehingga analisis ini digunakan dalam penelitian untuk mengukur seberapa besar pengaruh ukuran dewan komisaris, independensi dewan komisaris, reputasi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan institusional terhadap tingkat *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2013.

3.5.3 Teknik Pengujian Hipotesis

Teknik pengujian yang dilakukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

3.5.3.1 Pengujian Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien Determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independen (Ghozali, 2012). Nilai R^2 yang kecil menunjukkan terbatasnya kemampuan variabel-variabel independen untuk menjelaskan variabel dependennya. Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui besarnya kemampuan variabel ukuran dewan komisaris, independensi dewan komisaris, reputasi dewan komisaris, konsentrasi

kepemilikan, dan kepemilikan institusional dalam menjelaskan tingkat *underpricing*.

3.5.3.2 Pengujian Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen atau bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen/terikat (Ghozali, 2012). Pengujian ini akan dilakukan untuk mengetahui apakah variabel ukuran dewan komisaris, independensi dewan komisaris, reputasi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan institusional mempunyai pengaruh secara simultan terhadap *underpricing* pada derajat kepercayaan 5%.

3.5.3.3 Pengujian Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas/independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah masing-masing dari variabel independen (ukuran dewan komisaris, independensi dewan komisaris, reputasi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan institusional) secara individual mempunyai pengaruh terhadap *underpricing* pada derajat kepercayaan 10%.