

BUKTI EMPIRIS FENOMENA *UNDERPRICING* DAN PENGARUH MEKANISME *CORPORATE GOVERNANCE*

Lulus Kurniasih
Arif Lukman Santoso

Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta

ABSTRACT

This research is based on the phenomenon underlying initial public offering (IPO), underpricing. The purpose of this study is to investigate the existence of underpricing phenomena and the affect of corporate governance mechanism on underpricing. Corporate governance has three areas, which are ownership structure, board structure, and transparency. Managerial ownership and institutional ownership are used as proxy of ownership structure, board of commissioner size is used as proxy of board structure, and audit quality is used as proxy of transparency. It is hypothesized that corporate governance mechanism has influence on underpricing.

Independent sample t-test and multiple regression is used to test hypothesis developed in this study. The evidence shows there is significant underpricing phenomena following IPO. Corporate governance mechanism is found not significantly influence underpricing phenomena.

Keywords: *IPO, underpricing, corporate governance.*

PENDAHULUAN

Salah satu fenomena yang menyertai penawaran saham perdana atau *Initial Public Offering* (IPO), yaitu *underpricing* (Ibbotson, 1975). *Underpricing* adalah suatu fenomena yang menunjukkan pada saat perusahaan melakukan *go public* harga saham di pasar sekunder lebih tinggi dibandingkan harga penawaran sehingga diperoleh *initial return* yang positif. *Underpricing* yang terjadi pada saat IPO tersebut tidak berlangsung lama karena kemudian *return* saham menurun, yang dikenal dengan istilah *underperformance*.

Beberapa penelitian mendokumentasikan bukti-bukti empiris yang dapat menjelaskan adanya kedua fenomena tersebut. Penjelasan atas adanya kedua fenomena tersebut dapat dilihat dari ketepatan waktu pelaksanaan IPO dan ‘*window dressing*’ sebelum IPO.

Perusahaan cenderung melakukan IPO pada saat memiliki kinerja yang sangat baik dan diperkirakan hal itu tidak berlangsung lama. Pelaksanaan IPO pada saat kinerja perusahaan sangat baik mendorong timbulnya *underpricing*. Penelitian Dharan dan Ikenberry (1995) menemukan bahwa perusahaan bersikap oportunistik atas pelaksanaan IPO. Perusahaan melakukan IPO pada saat kinerja sangat baik,

yang mungkin tidak terulang lagi. Sehingga setelah IPO kinerja perusahaan akan lebih rendah dibandingkan pada saat IPO.

Salah satu hal yang dilakukan perusahaan agar kinerja-nya terlihat baik adalah '*window dressing*'. Dengan '*window dressing*' laporan keuangan dapat menunjukkan kinerja yang baik sehingga respon pasar atas saham perusahaan yang melakukan IPO juga positif dan dapat menimbulkan *underpricing*. *Earnings management* merupakan alat yang dapat digunakan untuk '*window dressing*'. Teoh dan Wong (1998) dalam penelitiannya mendokumentasikan bahwa perusahaan yang melakukan IPO cenderung melakukan *earnings management* di sekitar pelaksanaan IPO dan menunjukkan *underperformance* setelah IPO.

Penelitian ini ingin melihat apakah mekanisme *corporate governance* pada saat perusahaan melakukan IPO mempengaruhi fenomena *underpricing*. Dalam berbagai penelitian ditemukan *corporate governance* memiliki pengaruh terhadap kinerja saham (antara lain Gompers dkk, 2003; Brown dan Caylor, 2004).

Penelitian *corporate governance* di Indonesia dengan menggunakan *Corporate Governance Perception Index* masih sangat terbatas sehingga diperlukan proxy untuk melihat mekanisme *corporate governance* dalam perusahaan. *Corporate governance* memiliki tiga area yaitu struktur dewan, struktur kepemilikan dan transparansi. Struktur dewan yang ada dalam perusahaan menarik untuk diteliti karena pasar menilai bagaimana efektifitas dewan yang ada dalam perusahaan. Struktur kepemilikan menjadi hal yang menarik karena dalam suatu perusahaan terdiri atas berbagai kepemilikan dan pemilik sangat berkepentingan terhadap kinerja perusahaan. Transparansi menjadi satu hal yang patut dicermati karena laporan keuangan merupakan salah satu informasi yang digunakan oleh investor. Oleh karena itu laporan keuangan harus dapat dilaporkan secara transparan. Proxy yang digunakan untuk mengukur transparansi yang dilakukan oleh perusahaan adalah kualitas audit. Jumlah dewan komisaris digunakan sebagai proxy untuk mengukur efektifitas struktur dewan. Proxy ini digunakan antara lain oleh Yermack (1996) dan Setyaningrum (2005). Penggunaan struktur kepemilikan sebagai proxy untuk *corporate governance* antara lain dilakukan oleh Shen dkk (2006), Cornett dkk (2007) dan Hsu (2007), sedangkan proxy kualitas audit digunakan diantaranya oleh Siregar (2005) dan Mitton (2007).

Berdasarkan penjelasan di atas menarik untuk dilihat bagaimana pengaruh dari mekanisme *corporate governance* terhadap fenomena *underpricing*.

Masalah Penelitian

Dengan berpijak pada Ibbotson (1975) dan Ritter (1991) yang menemukan adanya *underpricing* pada saat IPO, dalam penelitian ini akan diuji apakah terdapat fenomena *underpricing* dan bagaimana pengaruh dari *corporate governance* terhadap *underpricing*.

1. Apakah terdapat fenomena *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1994 sampai dengan tahun 2002?
2. Bagaimana pengaruh dari *corporate governance* terhadap tingkat *underpricing* pada saat IPO?

Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk memberikan bukti empiris di Indonesia mengenai:

1. Fenomena *underpricing*
2. Pengaruh *corporate governance* terhadap fenomena *underpricing*

PENELITIAN TERDAHULU DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Penelitian ini berpijak pada fenomena yang menyertai *Initial Public Offering* (IPO), yaitu *underpricing*. Kemudian, dalam penelitian ini akan diuji bagaimana pengaruh dari mekanisme *corporate governance* terhadap perusahaan yang mengalami *underpricing* pada saat IPO dan penurunan kinerja saham setelah IPO.

Underpricing

Initial Public Offering (penawaran saham perdana) atau IPO dapat didefinisikan sebagai penjualan surat berharga perusahaan kepada masyarakat melalui pasar modal untuk pertama kalinya. Berbagai penelitian mendokumentasikan bahwa terdapat fenomena *underpricing* pada saat perusahaan melakukan IPO.

Underpricing terjadi karena harga saham perdana lebih rendah dibandingkan harga saham hari pertama di pasar sekunder. Selisih antara harga saham yang ditawarkan dengan harga pasar menghasilkan *return* yang dikenal dengan istilah *initial return*. 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.

Penelitian yang lebih komprehensif atas fenomena *underpricing* dilakukan oleh Ibbotson (1975). Dengan menggunakan data IPO bulanan tahun 1960 – 1969 didapatkan bukti adanya *initial return* yang positif. Namun fenomena ini tidak berlangsung lama. Dari bukti yang ditemukan, baik oleh McDonald dan Fisher (1972), Ibbotson (1975), dan Ritter (1991) diketahui bahwa fenomena *underpricing* ini bersifat jangka pendek (*short term underpricing*). Ritter (1991) mengungkapkan bahwa fenomena *underpricing* tidak berlangsung lama, karena selama tiga tahun setelah IPO *return* saham menurun.

Penjelasan mengenai *underpricing* dikemukakan dalam beberapa hipotesis, yaitu hipotesis asimetri informasi, *risk-averse-underwriter hypothesis*, *speculative bubble hypothesis*, dan *insurance hypothesis*. Model yang dilandasi oleh hipotesis asimetri informasi dikemukakan oleh Baron (1982) dan Rock (1986). Baron (1982) melihat asimetri informasi dari sisi *underwriter* dengan emiten. Baron (1982) mengemukakan bahwa *underwriter* memiliki informasi yang lebih banyak mengenai pasar modal dan kriteria sekuritas yang diinginkan oleh investor dibandingkan penerbit (emiten). Oleh karena itu, penerbit mempercayakan

underwriter dalam menentukan harga yang tepat dari sekuritas yang akan diterbitkannya. *Underwriter* memiliki kecenderungan untuk menetapkan harga lebih rendah dari harga yang berani dibayar oleh pasar, dengan demikian terjadilah *underpricing*.

Rock (1986) melihat asimetri informasi dari sisi investor. Rock (1986) mengasumsikan bahwa investor terdiri atas dua macam, yaitu investor yang memiliki informasi (*informed investor*) dan investor yang tidak memiliki informasi (*uninformed investor*). Investor yang memiliki informasi hanya akan membeli saham perusahaan IPO jika mereka yakin bahwa harga saham setelah IPO akan lebih tinggi, sedangkan investor yang tidak memiliki informasi akan membeli saham perusahaan IPO secara sembarangan. Dalam kondisi seperti ini, investor yang tidak memiliki informasi akan meninggalkan pasar karena mengalami kerugian yang lebih besar. Harga penawaran dibuat *underpriced* agar investor yang tidak memiliki informasi tidak meninggalkan pasar dapat menutup kerugian akibat pembelian saham yang terlalu tinggi

Salah satu penjelasan populer timbulnya *underpricing* adalah *risk-averse-underwriter hypothesis*. *Underwriter* dengan sengaja melakukan underprice terhadap saham yang baru diterbitkan untuk mengurangi risiko dari ketidakberhasilan dalam melakukan penjualan saham baru dan kerugian yang timbul akibat hal tersebut (Tinic, 1988).

Speculative-bubble hypothesis mengemukakan bahwa *underpricing* terjadi karena adanya spekulasi dari investor yang tidak dapat memperoleh saham dari *underwriter* pada harga penawaran (Tinic, 1988). Spekulasi tersebut mendorong kenaikan harga saham perusahaan IPO di pasar secara temporer. *Excess return* yang positif pada saham perusahaan yang melakukan IPO akan diikuti dengan *excess return* yang negatif saat *bubble* menghilang.

Dalam *insurance hypothesis*, *underpricing* merupakan salah satu bentuk untuk menghindari kemungkinan timbulnya tuntutan hukum dan rusaknya reputasi *underwriter* (Tinic, 1988). Dengan adanya regulasi dalam Securities Act 1933 mengenai tuntutan hukum kepada penerbit dan *underwriter* atas kerugian yang dapat diderita investor atas sekuritas yang diterbitkan, *underwriter* melakukan *underpricing*. Reputasi *underwriter* juga dapat terjaga melalui *underpricing*, terutama apabila selanjutnya harga sekuritas di pasar menurun.

Selain dari hipotesis-hipotesis yang dikemukakan di atas, Ritter (1991) menyatakan bahwa *underpricing* merupakan bentuk over-reaksi (*overreaction*). Reaksi berlebihan atau *overreaction* merupakan suatu bentuk reaksi yang lebih besar dari yang seharusnya. *Overreaction* atas saham yang diterbitkan pada saat IPO dapat disebabkan optimisme yang berlebihan (*over optimisme*) dari investor. Penerbit atau *underwriter* menetapkan harga sesuai dengan informasi nilai perusahaan, namun reaksi yang timbul dari pasar atas saham yang ditawarkan lebih besar sehingga mengakibatkan adanya *initial return* yang positif. Ritter (1991) menemukan bahwa investor bersikap *over* optimis atas potensi masa depan industri tertentu. Dengan *over* optimisme investor tersebut, maka harga saham IPO menjadi *underpricing*.

Dari hasil penelitian tersebut secara eksplisit dinyatakan bahwa *underpricing* adalah suatu hal yang disengaja. Penerbit dan atau *underwriter* mengetahui nilai perusahaan yang sesungguhnya di pasar, namun harga ditetapkan lebih rendah. Baik penerbit ataupun *underwriter* memiliki alasan-alasan tersendiri untuk menetapkan harga saham yang ditawarkan pada saat IPO lebih rendah.

Pertama, akan diajukan hipotesis terkait fenomena *underpricing*. Dalam berbagai penelitian, baik di luar negeri ataupun di Indonesia ditemukan adanya fenomena *underpricing*. Ibbotson (1975) dan Ritter (1991) menemukan adanya fenomena *underpricing*, di Indonesia juga sudah banyak didokumentasikan adanya fenomena *underpricing* antara lain oleh Martani (2003) dan Wirjolukito (2003). Dalam penelitian ini, dengan menggunakan sampel yang berbeda akan diuji kembali adanya fenomena *underpricing* tersebut.

H1 : Terdapat fenomena *underpricing* yang menyertai pelaksanaan *Initial Public Offering*

PENGARUH MEKANISME *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP *UNDERPRICING*

Corporate governance terkait dengan transparansi dan bagaimana pengelolaan perusahaan yang dapat melindungi pemegang saham, khususnya pemegang saham minoritas. Secara umum, *Cadbury Committee of United Kingdom* dikutip dari FCGI (2000) mendefinisikan *Corporate Governance* sebagai satu set peraturan yang melihat hubungan antara pemegang saham, manajer, kreditur, pekerja dan *stakeholder* internal dan eksternal dalam kaitannya dengan hak dan kewajiban, atau sistem di mana perusahaan diarahkan dan dikendalikan. *Corporate governance* memiliki pengaruh terhadap kinerja saham (Gompers dkk, 2003; Brown dan Caylor, 2004).

Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing*, dengan mengambil dasar pemikiran pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap kinerja saham, dalam hipotesis 3 ini akan diuji apakah mekanisme *corporate governance* mempengaruhi tingkat *underpricing*. *Corporate governance* dapat dibagi dalam tiga area, yaitu: struktur kepemilikan, transparansi informasi, dan struktur dewan (Shen dkk, 2006).

Kepemilikan manajerial (Jensen dan Meckling, 1976; Jain dan Kini, 1994) dan kepemilikan institusional (Faizal, 2004; Shen, 2006) memiliki pengaruh yang positif terhadap penilaian pasar. Diduga dengan adanya kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional yang tinggi pada saat IPO, reaksi pasar terhadap perusahaan juga akan positif sehingga berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*.

Penelitian Yermack (1996) dan Eisenberg dkk (1998) menemukan adanya pengaruh yang negatif dari banyaknya jumlah dewan komisaris. Diduga, investor yang membeli saham perusahaan yang melakukan IPO melihat bagaimana efektivitas dewan komisaris yang dinilai dari jumlah dewan komisaris. Dalam hipotesis ini diduga jumlah dewan komisaris pada saat perusahaan melakukan IPO berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

Kredibilitas laporan keuangan sangat penting dalam proses penawaran saham perdana. Emiten cenderung memilih auditor yang reputasinya baik agar laporan keuangan yang diaudit oleh auditor bereputasi dapat lebih dipercaya oleh investor. Laporan keuangan yang diaudit oleh auditor bereputasi dipercaya lebih berkualitas sehingga dapat menampilkan nilai perusahaan yang sebenarnya. Oleh karena itu diduga perusahaan yang diaudit oleh KAP Big 5 memiliki tingkat *underpricing* yang lebih rendah daripada perusahaan yang diaudit oleh KAP Non Big 5.

Hipotesis Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap *Underpricing*

- H2a: Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*.
H2b: Kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*.
H2c: Perusahaan yang diaudit oleh KAP Big 5 memiliki tingkat *underpricing* yang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang diaudit KAP Non Big 5.
H2d: Jumlah dewan komisaris memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

METODOLOGI PENELITIAN

Hipotesis 1 yang menguji hipotesis *underpricing* diuji dengan menggunakan metode pengujian *one sample t-test*. Dalam pengujian *one sample t-test*, rata-rata *underpricing* diuji untuk mengetahui apakah rata-rata *underpricing* tersebut berbeda secara signifikan dari 0. Hipotesis statistik untuk hipotesis 1 adalah:

$$H1 : \mu IR \neq 0$$

Di mana:

IR = *Initial Return*

Untuk menguji hipotesis 2 digunakan model regresi sebagai berikut:

$$IR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 MGR_{it} + \alpha_2 INST_{it} + \alpha_3 AUDIT_{it} + \alpha_4 KOM_{it} + \alpha_5 SIZE_{it} + \alpha_6 KRIS_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

Hipotesis-hipotesis penelitian yang telah dikemukakan dapat disajikan dalam bentuk hipotesis statistik sebagai berikut:

$$H2a: \alpha_1 > 0, H2b: \alpha_2 > 0, H2c: \alpha_3 < 0, H2d: \alpha_4 < 0$$

Di mana:

MGR = proporsi kepemilikan manajerial

INST = proporsi kepemilikan institusional

AUDIT = kualitas audit. 1 jika perusahaan diaudit oleh KAP Big 5 dan 0 jika sebaliknya

KOM = jumlah dewan komisaris

SIZE = ukuran perusahaan

KRIS = periode krisis moneter, 1 jika berada dalam periode krisis dan 0 jika sebaliknya.

Variabel *Corporate Governance*

1. Kepemilikan manajerial
Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham dari pihak manajemen yang terlibat secara aktif dalam pengambilan keputusan dalam perusahaan. Variabel ini diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh manajer.
2. Kepemilikan institusional
Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh semua jenis institusi, baik institusi keuangan maupun non keuangan. Variabel ini diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh institusi.
3. Kualitas audit
Kualitas audit diukur dengan menggunakan ukuran KAP. Dari periode IPO 1994–2002 dan periode laporan keuangan yang diuji 1995–2005, terdapat perubahan KAP besar. Pada tahun 1995–1998 terdapat 6 KAP besar (Big 6), kemudian pada tahun 1998-2002 terdapat 5 KAP besar (Big 5), dan sejak tahun 2002 terdapat 4 KAP besar (Big 4). Dalam penelitian ini akan digunakan istilah KAP Big 5 untuk menyederhanakan. Perusahaan yang diaudit oleh KAP Big 5 (KAP besar) merupakan perusahaan dengan kualitas audit tinggi dan jika diaudit oleh KAP yang bukan Big 5 (KAP kecil) merupakan perusahaan dengan kualitas audit rendah.
4. Jumlah dewan komisaris
Dewan komisaris diukur berdasarkan jumlah dewan komisaris yang ada dalam suatu perusahaan. Jumlah dewan komisaris digunakan sebagai alat ukur karena adanya keterbatasan informasi mengenai komisaris independen pada sampel dan belum adanya peraturan yang mewajibkan komisaris independen dalam perusahaan.

Variabel *Underpricing*

Variabel *underpricing* akan diukur dengan proxy *initial return*. *Initial return* adalah *return* pada hari pertama perusahaan melakukan penawaran saham perdana di bursa. *Initial return* dihitung dengan membagi selisih antara harga penutupan dan harga penawaran di hari pertama dengan harga penawaran.

$$IR = \frac{P_{t1} - P_{t0}}{P_{t0}}$$

Di mana:

P_{t1} = harga penutupan di hari pertama

P_{t0} = harga penawaran

Variabel Kontrol

Dalam pengujian hipotesis 3 dimasukkan variabel kontrol ukuran perusahaan (SIZE) dan krisis moneter.

1. Ukuran perusahaan
Ukuran perusahaan dilambangkan dengan SIZE dalam persamaan. Digunakan logaritma jumlah aset pada akhir tahun fiskal sebagai *proxy* ukuran perusahaan.

2. Krisis moneter

Krisis moneter dilambangkan dengan KRIS dalam persamaan dan digunakan variabel dummy. Tahun yang mengalami krisis moneter diberi skala 1 dan untuk tahun yang tidak mengalami krisis moneter diberi skala 0.

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana di Bursa Efek Jakarta. Perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana pada tahun 1994–2002 dijadikan sampel dalam penelitian ini, kecuali perusahaan dalam industri keuangan. Perusahaan dalam industri keuangan tidak dimasukkan dalam sampel karena perusahaan dalam industri tersebut sangat teregulasi sehingga pengaruh terhadap kinerja dapat berbeda dengan industri lain.

Tabel 1: Prosedur Pemilihan sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan yang melakukan IPO di BEJ pada tahun 1994 – 2002	169
Sampel dikeluarkan karena termasuk dalam industri keuangan	(30)
Total sampel yang digunakan dalam pengujian fenomena <i>underpricing</i>	139
Sampel dikeluarkan karena <i>overpriced</i> dan mempunyai <i>initial return</i> nol	(32)
Sampel dikeluarkan karena mempunyai tanggal tutup buku selain 31 Desember	(1)
Sampel dikeluarkan karena data tidak lengkap	(6)
Total sampel yang digunakan dalam pengujian pengaruh <i>corporate governance</i>	100

Untuk menguji hipotesis 1 pengujian *compare means* dengan menggunakan program SPSS 11.5. Sedangkan hipotesis 2 akan dilakukan analisis regresi berganda untuk model (1) yang akan diolah menggunakan paket program E-views 4.1. Dalam penelitian ini akan digunakan data *cross sectional* untuk hipotesis 2.

Analisis regresi memiliki asumsi-asumsi yang harus dipenuhi. Kemudian hasil regresi ini akan diuji untuk melihat bagaimana pengaruh dan signifikansi dari variabel-variabel yang diteliti agar dapat menentukan apakah hipotesis penelitian yang diajukan diterima atau ditolak. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji t dan uji F. Uji t merupakan pengujian variabel-variabel independen secara parsial atau individu yang dilakukan untuk melihat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Sedangkan uji F dilakukan untuk mengetahui pengaruh semua variabel independen yang dimasukkan dalam model regresi secara bersama-sama terhadap variabel dependen.

HASIL PENELITIAN

Pengujian Hipotesis *Underpricing*

Pengujian *underpricing* dilakukan dengan menghitung rata-rata *initial return* pada saat perusahaan melakukan IPO. Ditemukan bahwa rata-rata *initial return* dari sampel adalah 45,87%. Selanjutnya dilakukan pengujian *one sample t-test* untuk melihat apakah rata-rata *initial return* tersebut berbeda secara signifikan dari nol.

Tabel 2: Hasil Pengujian Hipotesis *Underpricing*

	Rata-rata	t-statistic	p-value
IR	0.4587	6.566	0.000 ***

*** Signifikan 1%

Berdasarkan hasil pengujian yang ditunjukkan pada Tabel 2 dapat diketahui bahwa rata-rata *initial return* dari perusahaan sampel berbeda secara signifikan dari 0. Hipotesis 1 diterima pada tingkat signifikansi 1%. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa terdapat fenomena *underpricing* pada saat perusahaan melakukan IPO.

Adanya *underpricing* pada saat IPO menunjukkan bahwa investor di Indonesia cukup optimis terhadap kinerja perusahaan-perusahaan yang melakukan *go-public*. Hasil ini konsisten dengan penelitian Ibbotson (1975), Ritter (1991), dan Yolana dan Martani (2005).

Pengujian Hipotesis Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap *Underpricing*

Sebelum dilakukan pengujian atas hipotesis pengaruh *corporate governance* terhadap *underpricing*, terlebih dahulu disajikan statistik deskriptif dan pengujian asumsi klasik dari model (1).

Statistik Deskriptif dan Korelasi

Tabel 3 dan Tabel 4 menyajikan statistik deskriptif dan korelasi dari variabel-variabel yang digunakan dalam pengujian hipotesis 3. Dari statistik deskriptif di Tabel 5 tersebut dapat dilihat bahwa rata-rata *initial return* adalah 0,4587, yang artinya rata-rata harga saham penutupan pada saat IPO lebih besar 45,87% dari harga penawaran. Rata-rata kepemilikan institusional adalah 84,36%, menunjukkan bahwa pada saat melakukan IPO pemegang saham institusional memiliki porsi yang cukup besar dalam kepemilikan saham. Sebanyak 73% perusahaan menggunakan jasa audit KAP Big 5 pada saat melakukan IPO dan 16% perusahaan melakukan IPO pada saat krisis.

Tabel 3: Statistik Deskriptif – Model (1)

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev
IR	0.4587	0.1821	4.8000	0.0045	0.69863
MGR	0.1023	0.00002	1.0000	0.0000	0.2358
INST	0.8436	0.9956	1.0000	0.0000	0.2947
KOM	3.6800	3.0000	8.0000	2.0000	1.3248
SIZE	25.7617	25.7556	28.2800	22.7100	1.2151

	Proporsi Dummy = 1	Proporsi Dummy = 0
AUDIT	73%	27%
KRIS	16%	84%

IR = *initial return*, MGR = proporsi kepemilikan manajerial, INST = proporsi kepemilikan institusional, KOM = jumlah dewan komisaris, SIZE = ukuran perusahaan, AUDIT = 1 untuk perusahaan yang diaudit oleh KAP Big 5 dan 0 jika sebaliknya, KRIS = 1 jika berada dalam periode krisis dan 0 jika sebaliknya.

Pada Tabel 4 dapat dilihat korelasi dari variabel-variabel yang digunakan dalam pengujian hipotesis 2. Variabel AUDIT, KOM, SIZE dan KRIS berkorelasi signifikan dengan IR. SIZE berkorelasi positif signifikan dengan INST, hal ini menunjukkan bahwa investor institusional lebih banyak melakukan investasi pada perusahaan besar. AUDIT berkorelasi positif dengan SIZE, yang artinya perusahaan besar lebih cenderung menggunakan KAP Big 5 dibandingkan KAP Non Big 5.

Uji Asumsi Klasik

Dari hasil pengujian multikolinearitas ditemukan tidak adanya gejala multikolinearitas. Hal ini ditunjukkan dengan nilai *tolerance* yang mendekati 1, dan nilai AC pada r^2 yang tidak lebih dari 0,5 baik + ataupun –.

Nilai *obs*R-squared* adalah sebesar 6,0076 dengan probabilita 0,8146. Hasil uji White (*no cross term*) tersebut mengindikasikan tidak adanya masalah heteroskedastisitas karena memiliki probabilita lebih besar dari 0,05.

Nilai Durbin Watson menunjukkan angka 1,3415. Nilai yang kecil ini mengindikasikan adanya gejala autokorelasi dalam model. Namun, karena data yang digunakan dalam pengujian model ini adalah *cross sectional* maka dapat diabaikan (Keller dkk, 1990 dikutip dari Daljono, 2000).

Pengujian Hipotesis

Hasil regresi model (1) disajikan pada Tabel 5. Dari hasil regresi tersebut dapat dilakukan analisis berikut. Untuk semua variabel *corporate governance* tidak ada yang menunjukkan hasil yang signifikan. Hanya variabel kontrol SIZE yang signifikan pada tingkat 5%. Sesuai dengan penelitian-penelitian terdahulu (antara lain Yolana dan Martani, 2005), variabel SIZE berhubungan negatif dengan *initial return*.

Dari hasil pengujian pengaruh *corporate governance* terhadap *underpricing* tidak ditemukan satu-pun *proxy* dari *corporate governance* yang signifikan mempengaruhi *underpricing*. Berikut disampaikan beberapa penjelasan yang diambil dari sudut pandang teori agensi terkait hasil dari pengujian hipotesis.

Tabel 4: Korelasi Model (1)

		IR	MGR	INST	AUDIT	KOM	SIZE	KRIS
IR	Pearson correlation	1	.014	.001	-.206**	-.176*	-.340***	-.167*
	Sig (2-tailed)		.892	.994	.040	.079	.001	.097
MGR	Pearson correlation	.014	1	-.795***	-.104	-.212**	-.232**	-.138
	Sig (2-tailed)	.892		.000	.303	.035	.020	.170
INST	Pearson correlation	.001	-.795***	1	.098	.184*	.274***	.173*
	Sig (2-tailed)	.994	.000		.334	.067	.006	.086
AUDIT	Pearson correlation	-.206**	-.104	.098	1	.245**	.484***	.204**
	Sig (2-tailed)	.040	.303	.334		.014	.000	.042
KOM	Pearson correlation	-.176*	-.212**	.184**	.245**	1	.442***	.085
	Sig (2-tailed)	.079	.035	.067	.014		.000	.399
SIZE	Pearson correlation	-.340***	-.232**	.274***	.484***	.442***	1	.295***
	Sig (2-tailed)	.001	.030	.006	.000	.000		.003
KRIS	Pearson correlation	-.167*	-.138	.173**	.204**	.085	.295***	1
	Sig (2-tailed)	.097	.170	.086	.042	.399	.003	

IR = *initial return*, MGR = proporsi kepemilikan manajerial, INST = proporsi kepemilikan institusional, Kom = jumlah dewan komisaris, AUDIT = 1 untuk perusahaan yang diaudit oleh KAP Big 5 dan 0 jika sebaliknya, SIZE = ukuran perusahaan, KRIS = 1 jika berada dalam periode krisis dan 0 jika sebaliknya.

*** signifikan 1% ** signifikan 5% * signifikan 10%

Tabel 5: Hasil Pengujian Hipotesis Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap *Underpricing*

$$IR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 MGR_{it} + \alpha_2 INST_{it} + \alpha_3 AUDIT_{it} + \alpha_4 KOM_{it} + \alpha_5 SIZE_{it} + \alpha_6 KRIS_{it} + \varepsilon (1)$$

Variable	Hipotesis	Coefficient	t-Statistic	p-value.
C		4.9569	3.0002	0.0035
MGR	a. +	0.0560	0.1233	0.9022
INST	b. +	0.2450	0.6657	0.5073
AUDIT	c. -	0.0158	0.0933	0.9259
KOM	d. -	-0.0177	-0.3211	0.7489
SIZE		-0.1807	-2.6164	0.0104 **
KRIS		-0.1414	-0.7614	0.4484
N		98		
Adjusted R-squared		0.0706		
F-statistic		2.2280		
P-value (F-statistic)		0.0473		
Durbin Watson		1,3415		

Variabel dependen: IR = *initial return*.

Variabel independen: MGR = proporsi kepemilikan manajerial, INST = proporsi kepemilikan institusional, AUDIT = 1 untuk perusahaan yang diaudit oleh KAP Big 5 dan 0 jika sebaliknya, KOM = jumlah dewan komisaris, SIZE = ukuran perusahaan, KRIS = 1 jika berada dalam periode krisis dan 0 jika sebaliknya.

Jumlah N setelah data outlier dikeluarkan dengan ± 3 kali standar deviasi.

** signifikan 5

Hipotesis 2a terbukti namun tidak signifikan. Variabel MGR yang positif mengindikasikan bahwa *initial return* meningkat seiring dengan semakin tingginya kepemilikan manajerial pada saat IPO dilakukan. Pengaruh yang positif ini kemungkinan karena pasar menilai perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial tinggi mengelola perusahaan sebaik-baiknya untuk meningkatkan nilai perusahaan karena menyangkut kesejahteraannya sebagai pemilik perusahaan sejak belum dilakukannya IPO. Tidak signifikannya pengaruh tersebut kemungkinan dikarenakan pasar menilai bahwa setelah IPO jumlah kepemilikan manajerial menurun. Pada saat IPO, kepemilikan manajerial memiliki rata-rata sebesar 10,23% (Tabel 5), sedangkan selama tiga tahun setelah IPO rata-rata kepemilikan manajerial menurun menjadi 3,68%.

Hipotesis 2b yang menguji pengaruh kepemilikan institusional terbukti namun tidak signifikan. Dari hasil regresi diketahui bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap *initial return*. Tidak signifikannya pengaruh tersebut dikarenakan pasar menilai investasi oleh institusional tersebut berfokus jangka pendek.

Pemilihan auditor oleh emiten pada saat IPO ditemukan memiliki pengaruh yang tidak signifikan. Kualitas audit yang ditunjukkan oleh suatu emiten pada saat IPO berpengaruh positif terhadap *initial return*-nya. Dengan demikian data tidak mendukung hipotesis 2c. Seperti dalam penelitian ini, pengaruh positif yang tidak signifikan dari kualitas audit terhadap *initial return* ditemukan juga oleh Ardiansyah (2003). Dari sudut teori agensi, penjelasan yang mungkin atas pengaruh positif dari kualitas audit terhadap *initial return* adalah karena pasar menilai emiten menunjukkan sikap transparansinya dengan menggunakan auditor yang memiliki reputasi.

Hipotesis 2d terbukti namun tidak signifikan. Jumlah dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap *initial return*. Artinya, semakin banyak jumlah dewan komisaris maka semakin kecil *initial return*. Banyaknya jumlah dewan komisaris dinilai tidak efektif oleh pasar, oleh karena itu semakin banyak jumlah dewan komisaris maka semakin rendah *initial return*.

Variabel kontrol KRIS berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan. Ini berarti meskipun *initial return* rendah pada saat krisis, tetapi kondisi krisis tidak terlalu mempengaruhi besarnya *initial return*. Variabel kontrol SIZE berpengaruh negatif dan signifikan. Hal ini mengindikasikan informasi ukuran perusahaan adalah informasi yang sangat penting bagi investor dalam menilai perusahaan yang melakukan IPO. Semakin besar ukuran perusahaan, investor semakin mengenal perusahaan tersebut sehingga *initial return* (*underpricing*) menjadi rendah.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Kerangka pemikiran yang melandasi penelitian ini adalah adanya fenomena *underpricing* pada saat IPO. Dalam berbagai penelitian telah banyak didokumentasikan kedua fenomena tersebut. Penelitian ini berangkat dari pengaruh mekanisme *corporate governance* untuk melihat kedua fenomena tersebut. Mekanisme *corporate governance* dalam penelitian ini diproxy-kan dengan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kualitas audit, dan jumlah dewan komisaris.

Dalam penelitian ini dilihat bagaimana pengaruh dari mekanisme *corporate governance* terhadap fenomena *underpricing*. Sebelum melihat pengaruh *corporate governance*, diuji terlebih dahulu apakah terdapat fenomena *underpricing*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat *underpricing* pada saat IPO, di mana rata-rata *initial return* adalah sebesar 45,87%. Hasil uji ini signifikan pada tingkat signifikansi 1%.

Pengujian pengaruh *corporate governance* terhadap *underpricing* menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Artinya, pasar tidak terlalu memperhatikan mekanisme *corporate governance* pada saat IPO. Hanya variabel kontrol ukuran perusahaan (SIZE) saja yang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *initial return*. Dari hasil pengujian ditemukan bahwa tingkat *underpricing* semakin besar seiring dengan proporsi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada saat IPO. Investor juga memberikan respon negatif terhadap banyaknya dewan komisaris dalam perusahaan, yang ditunjukkan dengan semakin kecilnya tingkat *underpricing* jika emiten memiliki jumlah komisaris yang banyak. Penggunaan auditor Big 5 tidak membuat tingkat *underpricing* berkurang, tapi justru meningkatkan *underpricing*.

Keterbatasan dan Saran untuk Penelitian Selanjutnya

Keterbatasan dari penelitian ini adalah penggunaan proxy *corporate governance* yang tidak dapat menangkap mekanisme *corporate governance* sebagai satu kesatuan. Untuk penelitian selanjutnya sebaiknya mengembangkan indeks yang dapat menggambarkan mekanisme *corporate governance* secara keseluruhan, terutama yang terkait dengan adanya *underperformance* pasca IPO.

Keterbatasan lain adalah penggunaan proxy kepemilikan institusional yang mencakup seluruh investor yang bersifat institusi. Untuk penelitian selanjutnya, dapat digunakan proxy kepemilikan institusional yang hanya mencakup institusi keuangan saja. Hal ini dikarenakan terdapat perbedaan antara institusi keuangan dan non keuangan. Institusi keuangan lebih berfokus pada kegiatan investasi dibandingkan dengan institusi non keuangan, sehingga akan lebih melakukan pengawasan terhadap emiten.

DAFTAR PUSTAKA

- Agoes, Sukrisno. 2004. "Good Corporate Governance Practice in Indonesia and Malaysia". *Majalah Usahawan* No.10, Oktober.
- Ardiansyah, Misnen. 2003. " Pengaruh Variabel Keuangan Terhadap Return Awal dan Return 15 Hari Setelah IPO di Bursa Efek Jakarta". *Makalah SNA VI*.
- Brown, Lawrence D, and Marcus L. Caylor. 2004. "Corporate Governance and Firm Performance". <http://www.ssrn.com>
- Bushee, Brian J. 1998. "The Influence of Institutional Investor on Myopic R&D Investment Behavior". *The Accounting Review* 73, 305-333.
- Daljono. 2000. "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Initial Return Saham yang Listing di BEJ Tahun 1990-1997". *Makalah SNA III*.
- Darmawati, Deni, Khomsiyah, dan Rika Gelar Rahayu. 2004. "Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan". *Makalah SNA VII*.
- DeAngelo, L. 1981. "Auditor Size and Audit Quality". *Journal of Accounting and Economics*, 113-127.
- Dharan, Bala G, and David L. Ikenberry. 1995. "The Long-Run Negative Drift of Post-Listing Stock Returns". *Journal of Finance* L, 1547-1574.
- Eisenberg, T, S. Sundgern, dan M. Wells. 1998. "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms". *Journal of Financial Economics* 48, 35-54.
- Faizal. 2004. "Analisis Agency Costs, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance". *Makalah SNA VII*.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia . 2000. *Booklet*.
- Ghosh, Alope, and Doochel Moon. 2005. "Auditor Tenure and Perceptions of Audit Quality". *The Accounting Review* 80, 585-612.
- Gompers, Paul, Joy Ishii, and Andrew Metrick . 2003. "Corporate Governance and Equity Prices". *The Quarterly Journal of Economics*, 107-155.
- Gujarati, Damodar. 1995. *Basic Econometrics*. McGraw-Hill, Inc.
- Hsu, Chung-Cheng. 2007. "The Influence of Dimensions of Corporate Governance on firm Values Using an Applied Structural Equation Model". *Journal of American Academy of Business* 11, 204-213.
- Ibbotson, Roger G. 1975. "Price Performance of Common Stock New Issues". *Journal of Financial Economics* 2, 235-272.
- _____ and J. Jaffe. 1975. " Hot Issue Markets". *The Journal of Finance* 30, 1027-1042.
- Jensen, Michael and W.H Meckling. 1976. "Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Martani, Dwi. 2003. "Pengaruh Informasi Selama Proses Penawaran Terhadap Initial Return Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Jakarta dari Tahun 1990-2000". *Makalah SNA VI*.
- McDonald, J.G, and A.K. Fisher. 1972. "New-Issue Stock Price Behavior". *The Journal of Finance*, 97-102.
- Mitton, Todd. 2007. "A Cross-Firm Analysis of The Impact of Corporate Governance on The East Asian Financial Crisis". <http://www.ssrn.com>.

- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny . 1988. "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis". *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Nachrowi, N. Djalal, dan Hardius Usman. 2006. *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Lembaga Penerbit FE UI.
- Ritter, Jay R. 1984. "The 'Hot Issue' Market of the 1980". *Journal of Business* 57.
- _____. 1991. "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings". *The Journal of Finance* 46.
- Rock, K. 1986. "Why New Issues are Underpriced". *Journal of Financial Economics* 15, 187-212.
- Seifert, Bruce, Halit Gonenc, and Jim Wright. 2005. "The International Evidence on Performance and Equity Ownership by Insiders, Blockholders, and Institutions". *Journal of Multinational Financial Management*, 171-191.
- Setyaningrum, Dyah. 2005. "Pengaruh Mekanisme Corporate Governance Terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan di Indonesia". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 2, 73-102.
- Shen, Ming-Jian, Chung-Cheng Hsu, and Ming-Chia Chen. 2006. "A Study of Ownership Structures and Firm Values Under Corporate Governance – The Case of Listed and OTC Companies in Taiwan's Finance Industry". *Journal of American Academy of Business* 8, 184-191.
- Siregar, Sylvia Veronica. 2005. "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management) dan Kekeliruan Pasar". *Disertasi Pascasarjana FEUI*.
- Teoh, Siew Hong, Ivo Welch, and T. J. Wong. 1998. "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings". *The Journal of Finance* 53, 1935-1974.
- Tinic, Seha M. 1988. "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock". *The Journal of Finance* 43, 789-822.
- Ting, Hsiu-I . 2006. "When Does Corporate Governance Add Value?". *The Business Review*, 196-203.
- Wahidahwati. 2002. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 5, 1-16.
- Watts, R.L and J.L. Zimmerman . 1986. *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Wirjolukito, Aruna. 2003. "Faktor-faktor Penentu Pemilihan Auditor dan Implikasi Skala Auditor beserta Prediktor Lain terhadap Imbal Hasil Saham Awal pada Proses Penawaran Perdana: Studi Empiris Perusahaan Masuk Bursa di Bursa Efek Jakarta". *Disertasi Pascasarjana FEUI*.
- Yermack, David. 1996. "Higher Market Valuation of Companies with A Small Board of Directors". *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.
- Yolana, Chastina, dan Dwi Martani. 2005. "Variabel-variabel yang Mempengaruhi Fenomena Underpricing pada Penawaran Saham Perdana di BEJ Tahun 1994-2001". *Makalah SNA VIII*.