

## **Margin Of Share Sebagai Variabel Pemediasi Pengaruh Kepemilikan Entrepreneur Terhadap Nilai Pasar Saham Perdana**

*Margin of Share as a Moderating Variable Effect of Entrepreneur Ownership on the Market Value of the Initial Stock*

**Maximus Leonardo Taolin<sup>1</sup>**

**Natalia Lily Babulu<sup>2</sup>**

[maxtaolin@yahoo.com](mailto:maxtaolin@yahoo.com)<sup>1</sup>

[natalialilly4@gmail.com](mailto:natalialilly4@gmail.com)<sup>2</sup>

*Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Timor<sup>12</sup>*

### **Abstract.**

*The Aims of study is find the impact of Margin of Share is an mediate variable for impact of Ownership Entrepreneurship to Market value of share. This Study was conducted at the Indonesia Stock Exchange during the period 2008-2017 with a population of 228 companies and 177 samples. Data were analyzed using warpPLS 5.0 software. The results of the study state that first. Impact of Entrepreneurship Ownership to Market Value is mediated by Margin of Share. Ownership Entrepreneurship and Margin of Share affect Market Value. Estimation of Risk has a Negative effect and IHSG has a positive effect on Market Value. Margin of Share can provide certainty for investors to make purchasing decisions, and affect the performance of the initial stock price. The results of this study confirm the valuation theory and signaling theory and have implications for managers, investors and company owners regarding the use of information from the prospectus at the time of the initial public offering.*

**Keywords:** *Entrepreneurship Ownership; Estimation of Risk; IHSG; Margin of Share; Market Value*

### **Abstrak.**

Tujuan penelitian ini adalah mencari pengaruh *margin of share* sebagai pemediasi kepemilikan *entrepreneur* terhadap Nilai pasar saham perdana di Bursa efek Indonesia selama periode 2008-2017 dengan populasi 228 perusahaan dan 177 sampel. Data dianalisis dengan memanfaatkan *software* warpPLS 5.0. Hasil penelitian menyatakan bahwa pertama. *Ownership Entrepreneur* terhadap *Nilai Pasar* dimediasi oleh *Margin of Share*. *Ownership Entrepreneur* dan *Margin of Share* berpengaruh terhadap *Nilai Pasar*. Estimasi Resiko berpengaruh negatif dan IHSG berpengaruh positif terhadap *Nilai Pasar*. *Margin of Share* dapat memberikan kepastian kepada investor untuk melakukan keputusan pembelian, dan berpengaruh terhadap kinerja harga saham perdana. Capaian hasil penelitian ini mengkonfirmasi teori valuasi dan teori signaling serta memberikan implikasi kepada manajer, investor dan pemilik perusahaan tentang pemanfaatan informasi dari prospektus pada saat penawaran saham perdana.

**Kata Kunci:** *Kepemilikan Entrepreneur, Margin saham, Estimasi Resiko, IHSG, Nilai Pasar*

### **Pendahuluan**

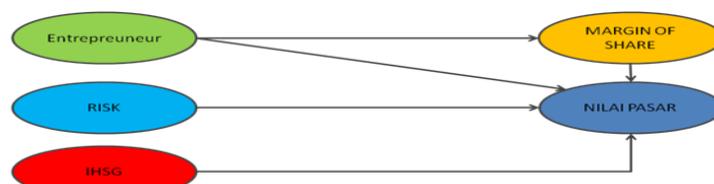
Dalam momentum perdagangan saham investor selalu memperhatikan kepemilikan perusahaan pada saat penawaran perdana. Investor menilai harga saham sejak penetapan melalui nilai buku dan nilai pasarnya. Melalui pernyataan ini terlihat proses penilaian IPO diharapkan dapat menjadi prediksi masa depan perusahaan pada kekuatan dan kelemahannya. Ketika permintaan akan saham dari perusahaan tersebut tinggi, maka harga saham perusahaan akan meningkat, dengan meningkatnya harga saham maka nilai perusahaan juga akan meningkat, (Roosenboom 2012). Demikian juga pada kepemilikannya, pendapat Zhijian Xu Libo Xu (2012) bahwa komposisi pemilik perusahaan dalam perusahaan memiliki korelasi positif dengan nilai saham perdana dan berpengaruh signifikan. Adanya kesenjangan antara hasil penelitian terdahulu menjadi penuntun dalam penelitian ini untuk menemukan arah pada tujuan penelitian ini yang diharapkan mampu menjelaskan kesenjangan yang ada, (*research gap*). Hal ini terlihat dari hasil penelitian Howton et al. (2001), dan Su (2004), bahwa kepemilikan *entrepreneur* berpengaruh positif terhadap tingkat harga saham pada penjualan saham perdana dipasar sekunder. Pada penelitian lain oleh Tian (2011) bahwa kepemilikan

pemilik lama berhubungan positif dan signifikan terhadap harga saham. Sebelumnya Nikbakht et al. (2007), menyatakan bahwa kepemilikan saham yang besar oleh CEO berpengaruh positif terhadap harganya. Sedangkan (Hull et al. 2013), mengatakan bahwa perusahaan dengan *insider retention* yang besar akan mendapatkan nilai IPO yang tinggi sesuai proses penetapan *offerings price*, yang mana tingginya nilai IPO bukan saja keuntungan bagi *insider* melainkan juga keuntungan bagi level kepemilikan yang besar.

Informasi mengenai besarnya proporsi saham yang dipertahankan perusahaan akan menjadi sinyal utama untuk menilai kredibilitas suatu perusahaan (He et al. 2015). Perusahaan dengan kualitas IPO yang lebih rendah cenderung berupaya menjual sebanyak mungkin saham IPO untuk memperkecil risiko yang ada. Berbeda dengan perusahaan dengan kualitas IPO yang baik, akan berusaha mempertahankan proporsi sahamnya dari kemungkinan dikuasai oleh pihak lain, (Yong Wang dan Zhang. 2015). Perbedaan lain adalah hasil penelitian Darmadi dan Gunawan (2013) bahwa terdapat hubungan negatif antara kepemilikan lama dan nilai saham perusahaan perdana dan (Carey et al. 2016) *retention ownership* oleh pemilik lama dalam perusahaan berpengaruh positif terhadap harga sahamnya.

Penelitian ini dilakukan dengan metode *cross section* di antara emiten-emiten yang menjadi sampel untuk meneliti signal-signal, terutama yang terdapat pada prospektus, yang mempengaruhi nilai pasar ekuitas emiten yang melakukan emisi perdana. (Jensen dan Meckling 1976) berargumentasi bahwa motivasi memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan adalah karena besarnya tingkat kepemilikan pemilik (entrepreneur). Dari pendapat ini oleh (Li et al. 2005) mengindikasikan tingginya kepemilikan pemilik (entrepreneur) akan memberikan pengaruh kepada pemilik modal untuk menentang dan bertahan terhadap pengambil-alihan oleh pihak luar yang berakibat meningkatnya nilai saham. Dalam penelitian Ritter (1991), ditemukan bahwa komposisi penawaran saham yang kecil akan menjadi sangat spekulatif. Hal ini kemudian oleh Aggarwal (2003), yang menyatakan bahwa besaran harga saham dipasar selalu berhubungan positif dengan rendahnya ratio saham yang akan dilepas pada saat IPO, serta ketika ratio kepemilikan saham pemilik lama yang semakin tinggi. Mendukung hasil penelitian Aggarwal, penelitian Cirillo et al. (2015) menemukan bahwa semakin tinggi *initial return* yang cenderung sejalan dengan semakin tingginya prosentase kepemilikan pemegang saham lama yang dikuasainya. Kelebihan Penelitian ini adalah pada variabel *Margin of share* (capital Gain) yang memediasi proporsi kepemilikan oleh entrepreneur terhadap Nilai pasar saham perdana. Harapan dari Variabel *Margin of share* (capital Gain) ini adalah dapat memperkuat arah hipotesis penelitian terdahulu, bahwa semakin besar *Capital gain* dari saham perdana akan menyebabkan peningkatan nilai pasar saham perdana. Terdapat beberapa variabel lain yang menjadi bagian dalam penelitian ini yakni resiko dan IHSG pada perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana yang dipercaya dapat meningkatkan nilai pasar saham. Berikut adalah model penelitian yang dipergunakan adalah sebagai berikut

Gambar Model Penelitian



Sumber: dikembangkan untuk penelitian ini

### Logical Connection Antar Variabel & Hipotesis

Dalam penelitiannya (Leland dan Pyle 1977) menyatakan nilai pasar ekuitas merupakan fungsi positif dari proporsi kepemilikan saham oleh pemilik lama (*entrepreneur*) yang membawa perusahaan tersebut *listing*. Semakin besar proporsi saham yang dipertahankan (*entrepreneur*) menjadi sinyal utama kredibilitas suatu perusahaan (He et al. 2015), dan berpengaruh positif terhadap harga sahamnya (Carey et al. 2016) Dengan demikian hakikat teori ini adalah bahwa *entrepreneur* mau memegang proporsi kepemilikan yang besar, ketika yakin akan prospek perusahaan tersebut cukup bagus. Oleh karena itu hipotesisnya adalah bahwa proporsi kepemilikan saham oleh *entrepreneur* merupakan sinyal yang berpengaruh positif terhadap nilai IPO.

Menurut Guinness (1993) dalam (Michel et al. 2014) diharapkan estimasi resiko berpengaruh negatif terhadap nilai pasar. Selain itu, menurut teori *bird in the hand*, investor lebih menyukai dividend yang sudah pasti, karena resiko dividend lebih kecil dari pada resiko laba ditahan dalam menghasilkan *capital gain*. Karena menurut (Chahine dan Goergen 2013) dalam teori ini, investor cenderung tidak suka dengan resiko, maka hipotesisnya adalah bahwa estimasi resiko merupakan sinyal yang berpengaruh negatif terhadap nilai pasar ekuitas. Sehingga semakin rendah estimasi resiko, diduga semakin tinggi nilai IPO.

Perkembangan selanjutnya Loughran et al. (1994) dalam (Chahine et al. 2018) waktu yang tepat untuk *listing* perdana adalah setelah bursa saham meningkat dengan kuat, sehingga diharapkan ada hubungan positif antara IHSG dengan nilai pasar ekuitas. IHSG diprosikan oleh persentase perubahan Indeks Harga Saham Gabungan selama 3 bulan sebelum *listing*.

Dalam penelitian (Siriwattanakul 2016) memanfaatkan pengukuran *initial return* yang merupakan perbedaan antara harga penutupan (*closing price*) pada hari pertama perdagangan dengan harga awal penjualan (*offer price*) yang dibagi dengan harga awal penjualan (*offer price*). Ratio dari perhitungan ini memberikan pengembalian modal (*capital gain*) kepada investor. Semakin besar *capital gain* didapatkan oleh pemegang saham, akan berdampak pada apresiasi harpa pasar saham yang meningkat positif. Sehingga Hipotesis yang di bangun adalah *capital gain* berpengaruh positif terhadap nilai pasar saham perdana.

Adanya peningkatan proporsi saham oleh *entrepreneur* pada saat IPO menyebabkan pergeseran penilaian investor yang menyebabkan aksi beli pada saham yang dianggap memberikan *capital gain* tinggi, (Michel et al. 2014). Ketika permintaan akan saham dari investor tinggi, maka harga saham perusahaan akan meningkat, dengan meningkatnya harga saham maka nilai perusahaan juga akan meningkat, (Roosenboom 2012). Demikian juga pada kepemilikannya, pendapat Zhijian Xu Libo Xu (2012) bahwa komposisi pemilik perusahaan dalam perusahaan memiliki korelasi positif dengan nilai saham perdana dan berpengaruh signifikan. Sehingga semakin besar *capital gain* adalah sinyal meningkatnya Nilai saham perdana tersebut. Dengan demikian margin dari saham yang diperoleh pada sesi pembukaan dapat memediasi nilai pasar sahamnya.

### Metode

Penelitian ini meliputi seluruh perusahaan yang melakukan pendaftaran perdana di Bursa Efek Indonesia pada rentang waktu tahun 2008 sampai dengan 2017 terdapat 228 perusahaan yang kemudian didasarkan kriteria rutin menyajikan dan mempublikasikan laporan keuangan, tidak *delisting*, konsisten tidak masuk dalam *black list* Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan diperoleh 177 perusahaan sampel. Pengumpulan data dilakukan dengan mengambil data sekunder yang tersedia dalam prospektus perusahaan emiten yang melakukan penawaran saham perdana, laporan keuangan, laporan tahunan dan laporan jenis lain yang diterbitkan perusahaan baik lewat Pusat Referensi Pasar Modal

(PRPM), *bloomberg*, *yahoo finance*, *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), dan *IDX statistic*, *situs Dunia investasi.com* serta lewat media publikasi yang relevan.

Penelitian ini menggunakan *path analisis* dengan memanfaatkan *software warpPLS 5.0* yang dikembangkan oleh Ned Kock pada tahun 2010. *Partial Least Square* (PLS) merupakan metode SEM berbasis varian yang didesain untuk menyelesaikan persoalan yang tidak dapat dilakukan oleh CB SEM seperti jumlah sampel yang kecil dan data tidak terdistribusi normal, (Latan dan Ghozali 2016). Pertimbangan dalam memilih alat analisis *WarpPLS* yang merupakan keunggulan dari program ini antara lain.

- a) Dapat mengestimasi nilai  $\rho$  untuk koefisien jalur secara otomatis,
- b) Memberikan beberapa indikator fit model antara lain *Avarage R-Squared* (ARS), *Avarage Path Coefficient* (APC), dan *Avarage variance inflation factor* (AFIF),
- c) Memberikan nilai *effect size* yaitu *F-Squared effect size*,
- d) *WarpPLS* dapat memberikan nilai *full collinearity test* yang dapat digunakan untuk menganalisis masalah multikolinearitas vertikal dan lateral
- e) *WarpPLS* dapat memberikan output nilai pengaruh tidak langsung (*indirect effect*) dan *total effect* beserta nilai  $\rho$ , *standard error*, *effect size*. Output ini sangat membantu untuk pengujian hipotesis variabel perantara (*mediating/intervening variable*).

### Defenisi Operasional Variabel

Nilai perusahaan merupakan variabel dependent yang merupakan nilai pasar total saham ditempatkan dan disetor, yang didasarkan pada harga penutupan hari pertama listing di BEI. Nilai pasar perusahaan (V) harus dibagi dengan nilai buku dari net assets perusahaan (NK), karena harus disesuaikan dengan ukuran perusahaan (*firm size*). Formula untuk mengukur nilai perusahaan adalah

$$\frac{\text{total saham x harga penutupan hari I listing}}{\text{Nilai Buku dari aset bersih perusahaan}} = V/NK$$

Proporsi kepemilikan saham adalah proporsi jumlah saham yang dimiliki oleh *entrepreneur* (pemilik perusahaan yang mengantarkan perusahaan go public) setelah listing di BEI. *Entrepreneur* mempunyai informasi kondisi perusahaan yang lebih banyak dari pada investor publik yang hanya tahu lewat prospektus yang diterbitkan oleh perusahaan. Merujuk pada penelitian terdahulu, Djerbi dan Anis (2015) mengukur proporsi kepemilikan saham (*entrepreneur*) sebagai proporsi saham oleh pihak insider (manajemen dan direktur) setelah IPO. Sedangkan dalam penelitian (Fan 2007), pengukuran jumlah saham (*ownership retention / alfa* ( $\alpha$ )) adalah total jumlah saham yang ditahan pemilik lama sebelum periode *offerings*, dikurangi jumlah saham pada periode *offerings* kemudian dibagi dengan total jumlah saham setelah periode *offerings* seperti yang dilakukan, (Downes, dan Heinkel, 1982; Feltham, et al., (1991), dalam (Fan 2007) Rumus kepemilikan *entrepreneur* oleh pemilik lama (*ownership retention*) oleh, (Li et al. 2005) dan (Yong Wang dan Zhang. 2015) Selanjutnya dapat dijelaskan dengan rumus sebagai berikut :

$$\frac{\text{Jumlah saham yg ditahan Pemilik lama (pre IPO)}}{\text{Total saham (post IPO)}}$$

Tingkat resiko saham yang akan listing juga sulit dikuantitatifkan. Oleh karena itu variabel tingkat resiko menggunakan data *post-ante* untuk mengestimasi data *ex ante*, yang diprosikan oleh varian residual *return* saham selama 60 hari diperdagangkan di BEI, (Banerjee et al. 2011). Varian residual ditentukan dengan rumus

$$RISK = \frac{\sum(R - E(R))^2}{N - 1}$$

Dimana, RISK : Tingkat resiko

R : Return saham harian selama 60 hari perdagangan :  $\ln(R_{t+1}/R_t)$

N : Jumlah data return (60)

Kondisi pasar diprosikan oleh rata-rata *geometri return* harian Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), selama 3 bulan sebelum saham emiten diperdagangkan di BEI. Rata-rata geometri digunakan untuk menentukan rata-rata return harian yang mempertimbangkan tingkat pertumbuhan kumulatif dari waktu ke waktu (Jones, 1998) dalam (Bonaventura et al. 2017). Rata-rata geometri IHSG ditentukan dengan formulasi sebagai berikut:

$$\sqrt[N]{[(1 + R_1)(1 + R_2) \dots (1 + R_n)]} - 1$$

Dimana : RG : rata-rata Geometri

R : Return Harian IHSG

N :Jumlah Data return IHSG

*Margin of share* diukur dengan memanfaatkan nilai *capital gain* dari penjualan saham perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana. Dalam hal ini,(Siriwattanukul 2016) memanfaatkan pengukuran *initial return* yang merupakan perbedaan antara harga penutupan (*closing price*) pada hari pertama perdagangan dengan harga awal penjualan (*offer price*) yang dibagi dengan harga awal penjualan (*offer price*). Lebih lanjut dapat dijelaskan dengan rumus :

$$IR_i = \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{i0}},$$

Dalam hal ini,

- $IR_i$  adalah *Initial return*
- $P_{i1}$  adalah harga penutupan (*closing price*) pada hari pertama
- $P_{i0}$  adalah harga awal penjualan (*offer price*)

## Pembahasan

Hasil estimasi hubungan antar konstruk disajikan untuk melihat hubungan signifikansi antar variabel. Pada bagian ini diuraikan secara deskriptif untuk menjawab pertanyaan penelitian dan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini. Selanjutnya hasil estimasi signifikansi hubungan antar variabel disajikan dalam berikut:

**Table 1 uji signifikansi antar variabel**

| Deskripsi Jalur    | Path Coefisien | Sig. (p-value) |
|--------------------|----------------|----------------|
| ER→NP              | 0.289          | 0.009**        |
| RISK→ NP           | -0.072         | 0.092*         |
| Margin Of Share→NP | 0.237          | 0.015**        |
| IHSG→NP            | 0.237          | 0.015**        |

Sumber hasil olah data WarpPLS 5.0

## Hipotesis 1.

Leland dan Pyle (1977) menyatakan dalam konteks *signaling hypothesis* nilai perusahaan (*firm value*) bisa dihubungkan dengan besarnya tingkat saham yang ditahan oleh pemilik lama, (*ownership retention*). Perusahaan dengan kepemilikan perorangan yang besar tersebut memiliki daya *monitoring* yang kuat untuk mengendalikan perilaku *opportunistic*

manajer. Penelitian Wang dan Iqbal (2006), dijelaskan bahwa kepemilikan saham dalam jumlah besar (*large ownership*) memberikan *signal* rendahnya tingkat kebangkrutan perusahaan. Dimana proporsi kepemilikan oleh pemilik lama yang besar pada perusahaan IPO, merupakan sinyal yang baik bagi investor, yang mengindikasikan bahwa pemilik lama *entrepreneur* memiliki informasi yang lebih baik, sehingga dapat menambah kredibilitas perusahaan berdasarkan isi dalam prospektus (Sehgal dan Singh 2007).

Melalui data penelitian ini terlihat rata-rata ratio saham *ownership retention* adalah 0.768 atau hampir 77% saham masih dikuasi oleh pemilik lama. Hal ini makin memberikan penjelasan terhadap penelitian Leland dan Pyle (1977) bahwa semakin besar kepemilikan saham oleh *old ownership* akan menyebabkan proses penentuan harga perdana akan memiliki informasi-informasi fundamental disekitar harga perdana itu sendiri, (Wang dan Judge 2012). Dominannya kepemilikan oleh pemilik lama dalam perusahaan yang baru melakukan IPO akan menjadi nilai tawar tersendiri kepada underwriter dalam menentukan harga perdana. Sinyal positif ini bagi investor adalah suatu informasi *inside* dari perusahaan tentang keberlanjutan dan masa depan dari investasinya (Zhijian Xu Libo Xu 2012). Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan pemerintah maupun perusahaan swasta nasional, dengan struktur kepemilikan oleh pemegang saham besar memiliki motivasi untuk mempertahankan kinerja perusahaan agar tetap sehat dan berkelanjutan. Hipotesis “*entrepreneur* (ER) berpengaruh positif terhadap Nilai Pasar IPO. Dalam pengujian hipotesis ini didapatkan hasil sesuai *output* WarpPls 5.0. bahwa variabel *entrepreneur* (ER) berpengaruh positif terhadap Nilai Saham dengan nilai koefisien 0.289 dan signifikan 0.009\*\* sehingga hasil ini mendukung hipotesis.

### Hipotesis 2

Menyatakan bahwa “Estimasi Resiko (RISK) berpengaruh negatif terhadap nilai Saham IPO (Nilai Pasar)”. Dalam penelitian Dalton et al. (1999), mengatakan bahwa salah satu faktor penting dalam pelaksanaan *corporate governance* yang efektif adalah ukuran resiko. Dimana semakin besar resiko perusahaan akan berakibat Investor akan menurunkan perhatiannya yang berakibat menurunnya Nilai saham IPO. Sehingga akan mengurangi *konfiden level* investor. Dengan demikian bertambahnya resiko perusahaan yang semakin tinggi, akan merugikan perusahaan sendiri. Dalam pengujian hipotesis penelitian ini didapatkan hasil sesuai *output* WarpPls 5.0. bahwa variabel Resiko (RISK) berpengaruh negatif terhadap Nilai pasar (NP) dengan nilai koefisien -0.072 dan signifikan 0.092\* sehingga hasil ini mendukung hipotesis.

Investor meyakini bahwa pembentukan harga perdana telah melewati berbagai proses yang ditentukan oleh underwriter dan pemilik perusahaan, (Meoli et al. 2015). Investor kemudian memanfaatkan informasi tentang kondisi perusahaan emiten dengan melihat nilai perusahaannya, (Ritter 1991). Hal inilah yang menyebabkan *offering price* berhubungan positif dengan harga pasar sahamnya, (Kun Wang 2008). Dalam penelitian terdahulu latar belakang informasi akuntansi dengan nilai perusahaan, dimana momentum meningkatnya IHSG merupakan gambaran dan kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan dipasar. Sedangkan menurut, Koop dan Li (2001) tingginya nilai perusahaan yang terlihat dari besarnya potensi *earning* akan menyebabkan harga saham perusahaan menjadi meningkat harga pasar saham perdana.

Resiko saham mempunyai hubungan positif terhadap nilai pasar ekuitas saham, berarti investor kebanyakan menyukai resiko, karena juga menghendaki *return* yang tinggi pula. Hasil ini tidak mendukung teori *bird in the hand* dari Myron Gordon dan John Lintner, yang mengatakan bahwa investor lebih menyukai dividend dari pada laba ditahan, karena resiko laba ditahan dalam meningkatkan *capital gain* lebih besar. Pada beberapa penelitian di

BEI, menunjukkan bahwa pengumuman dividend di BEI tidak berdampak pada return saham, yang berarti investor lebih menyukai *capital gain* meskipun resiko laba ditahan lebih besar.

### Hipotesis 3

Semakin meningkat IHSG maka semakin meningkatkan Nilai Saham (Nilai Saham). Dimana harga perdana suatu saham menunjukkan informasi tentang nilai perusahaan itu sendiri. Dalam pengujian hipotesis ini didapatkan hasil sesuai *output* WarpPls 5.0 bahwa variabel IHSG berpengaruh positif terhadap Nilai Saham (Nilai Saham) dengan nilai koefisien 0.237 dan signifikan 0.015\*\*\* sehingga hasil ini mendukung hipotesis.

### Hipotesis 4 dan 5

Dalam penelitian (Siriwattanakul 2016) memanfaatkan pengukuran *initial return* yang merupakan perbedaan antara harga penutupan (*closing price*) pada hari pertama perdagangan dengan harga awal penjualan (*offer price*) yang dibagi dengan harga awal penjualan (*offer price*). Ratio dari perhitungan ini memberikan pengembalian modal (*capital gain*) kepada investor. Semakin besar *capital gain* didapatkan oleh pemegang saham, akan berdampak pada apresiasi harpa pasar saham yang meningkat positif. Adanya peningkatan profit dari *initial return* dalam kinerja perusahaan akan semakin meningkatkan kepercayaan investor akan tatakelola dan masa depan perusahaan, maka pemegang saham akan lebih berani membeli saham baru dengan maksud dapat memperoleh *capital gain*, Dalam pengujian hipotesis ini didapatkan hasil sesuai *output* WarpPls 5.0. bahwa variabel *Margin of Share* berpengaruh positif terhadap Nilai Pasar (NP) dengan nilai koefisien 0.237 dan signifikan 0.015\*\* sehingga hipotesis yang di bangun adalah *capital gain* berpengaruh positif terhadap nilai pasar saham perdana dapat diterima.

### Hipotesis 6

Leland dan Pyle (1977) berpendapat bahwa perilaku manajemen menahan saham pada saat IPO merupakan sinyal baik tentang kualitas perusahaan. Demikian pula oleh Keasey dan McGuinness (1992) *ownership entrepreneur* oleh pemilik perusahaan pada saat IPO berpengaruh positif terhadap nilai Saham perusahaan. Dimana tingkat retensi yang tinggi akan menarik perhatian investor dan memberikan jaminan kualitas yang meningkatkan nilai IPO dan likuiditasnya dimasa yang akan datang, (Li et al. 2005).

Pada hasil penelitian Ahmed S. Alanazi et al. (2011) ditemukan kepemilikan oleh pemilik terdahulu berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan yang melakukan peawaran saham perdana (IPO). Dalam contoh kasus lain Jain dan Kini (1994) dalam Ahmed S. Alanazi et al. (2011) menemukan bahwa ketika pemilik mayoritas me-retain saham pada saat IPO maka saham tersebut akan menampilkan kinerja yang terapresiasi melalui pandangan investor terhadap nilai sahamnya. Hipotesis 5 menyatakan bahwa "Margin of Share (Capital Gain) memediasi pengaruh *ownership entrepreneur* (ER) terhadap nilai Saham (Nilai Pasar). Dalam penelitian ini pengujian hipotesis mendapatkan hasil bahwa *ownership entrepreneur* (ER) berpengaruh langsung positif terhadap nilai Saham (Nilai Saham). dengan nilai koefisien 0.082 dan signifikan 0.006 selanjutnya *ownership entrepreneur* (ER) berpengaruh tidak langsung (*indirect effect*) terhadap nilai Saham (Nilai Saham). melalui Margin of Share dengan nilai koefisien jalur 0.069 dan *p-value* 0.044 sehingga hasil ini mendukung hipotesis.

Dalam penelitian ini mengikuti prosedur sebagaimana formulasi dan tahapan pengujian mediasi yang dikemukakan oleh Sobel (1986), Baron Kenny (1986), Preacher dan Hayes (2004) dalam (Ghozali. 2005) Pengujian hubungan tidak langsung (*indirect effect*) *ownership entrepreneur* (ER) terhadap Nilai Pasar (NP) melalui Margin of Share sebagai

pemediasi. Hasil pengujian tidak langsung (*indirect effect*) dan total effect dapat disajikan pada table dibawah ini.

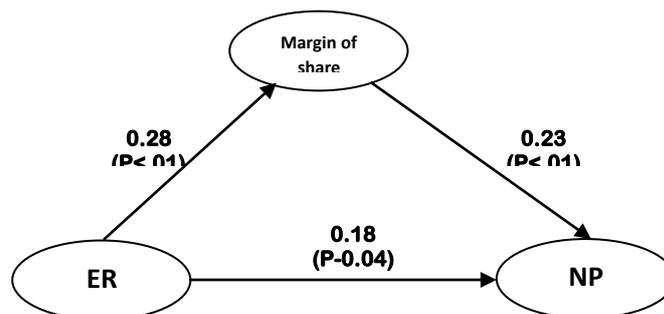
**Tabel.2 Indirect effect dan Total effect ER, terhadap NP melalui Margin of share**

| Indirect effect       | Path Coefisien | Sig. (P value) |
|-----------------------|----------------|----------------|
| ER→Margin of share→NP | 0.069          | 0.044*         |
| Total effect          | Path Coefisien | Sig. (P value) |
| ER→Margin of share→NP | 0.250          | 0.005          |

Sumber: hasil output WarpPLS 5.0 untuk penelitian ini  
\*(sig.10%), \*\*(sig.5%)\*\*\* (sig.1%)

Berdasarkan hasil pengujian efek mediasi pada tabel diatas koefisien *indirect effect* untuk pengujian hipotesis mediasi koefisien *indirect effect* untuk pengujian hipotesis mediasi ER→Margin of share→NP adalah sebesar 0.069 dengan *p-value* 0.044 (< 5%)\*. hasil ini menjelaskan bahwa Margin of share secara parsial mampu memediasi pengaruh *ownership entrepreneur* (ER) terhadap Nilai Pasar (NP) saham perdana. Selanjutnya pada hasil pengujian hubungan jalur/path langsung *ownership entrepreneur* (ER) terhadap Nilai Pasar (NP) saham perdana adalah signifikan pada (0.046 < 5%)\*. Sedangkan jalur/path hubungan langsung *Ownership Entrepreneur* (ER) terhadap *Margin Of Share* adalah signifikan pada (0.009 < 1%)\* (Ghozali. 2005). Demikian pula jalur/path hubungan langsung *Margin Of Share* terhadap Nilai Pasar (NP) saham perdana adalah (0.002 < 1%)\*. Melalui hasil pengujian warpPLS 5.0 ini dapatlah disimpulkan terjadi mediasi partial pada hubungan *Ownership Entrepreneur* (ER) terhadap Nilai Pasar (NP) saham perdana melalui *Margin Of Share* sebagai variabel pemediasi partial atau *partial mediation*. Untuk lebih jelas dapat dilihat pada gambar berikut.

**Gambar Mediasi Partial**



Sumber: hasil output WarpPLS 5.0 di olah untuk penelitian ini

### Simpulan Implikasi terhadap teori Pasar Efisien

Pasar modal merupakan suatu permainan yang fair (*fair game*) dimana informasi tidak dapat digunakan untuk memperoleh keuntungan, (Fama 1970). Dimana terjadi efisiensi pasar apabila tidak ada seorangpun baik investor individu maupun investor institusi mampu memperoleh keuntungan (*return*) tidak normal (*abnormal return*) dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada setelah disesuaikan dengan resiko, (Beechey et al. 2000). *Efficient market hypothesis* terjadi merupakan cerminan dari informasi yang ada, (*stock price reflect all available information*). Walau pada kenyataannya tidak ada pasar yang efisien secara sempurna dan tidak ada pasar yang tidak efisien sama sekali, (Hartono 2008). Semakin sederhana informasi yang tersedia dalam suatu pasar, maka pasar modal akan semakin tidak efisien, dan semakin lengkap, kompleks serta banyak informasi yang tersedia dan tercermin dalam harga sahamnya, maka pasar modal akan semakin efisien.

Hasil penelitian ini memperlihatkan adanya asimetri informasi dalam penawaran saham perdana dipasar modal Indonesia selama 1(satu) dekade terakhir. Bahwa penetapan harga perdana dari emiten tidak serta -merta menjadikan pasar mengikuti harga tersebut, melainkan mengikuti pergerakan dari informasi kepemilikan pemilik lama *Ownership Entrepreneur (ER)*. Terlihat perubahan harga yang independen dan tidak terpengaruh dengan harga yang lain dimana harga bergerak dalam bentuk acak (*random walk*) artinya harga hari ini tidak terpengaruh harga kemarin, karena harga yang terbentuk hari ini terjadi berdasarkan pada informasi baru yang masuk dan diterima pasar, (Erdős dan Ormos 2010). Terjadinya peningkatan Harga Pasar pada harga saham perusahaan dipasar, disebabkan investor menilai harga yang sebenarnya adalah harga yang terjadi dipasar. Dalam hal ini harga terbentuk sesuai implikasi terjadinya permintaan dan penawaran. Apabila suatu saham mengalami permintaan yang tinggi maka harga saham tersebut akan naik demikian juga sebaliknya harga saham cenderung turun apabila mengalami kelebihan penawaran. Hal ini mengkonfirmasi pendapat, Naseer dan Tariq (2015) bahwa harga saham mengalami pola tidak menentu (*random walk*) yang tak bisa diprediksi, sehingga pemodal memang terpaksa hanya menikmati *return* dengan tingkat keuntungan yang diberikan sesuai mekanisme pasar.

### **Simpulan Implikasi terhadap teori Signaling**

Momentum penawaran saham perdana menampilkan signal bagi pelaku pasar. Melalui informasi kepada publik dalam laporan keuangan dan laporan non keuangan, sangat berarti bagi calon investor yang ingin melakukan investasi bersama perusahaan. Investor yang rasional akan memperhitungkan bagian kepemilikan para pemilik lama atas saham menjadi suatu signal berharga yang dapat mencerminkan nilai perusahaan, (Leland dan Pyle 1977).

Investor berpersepsi bahwa kepemilikan saham dalam jumlah besar (*large ownership*) memberikan *signal* rendahnya tingkat kebangkrutan perusahaan, sehingga mereka lebih berani melakukan investasi dipasar perdana. Dalam teori *signaling* dikatakan bahwa setiap tindakan pelaku pasar mengandung informasi. Hasil penelitian mengkonfirmasi bahwa tindakan menahan saham oleh pemilik lama pada saat IPO merupakan informasi atau pertanda akan adanya prospek perusahaan dimasa datang. Adanya *Margin of Share* yang menarik pada perusahaan baru yang melakukan penawaran perdana menyebabkan pengaruh kepemilikan menjadi semakin memberi makna bahwa terdapat informasi-informasi disekitar harga saham-saham perdana. Kepemilikan pemilik lama merupakan berita baik (*good news*) investor dipasar yang tentu akan memberikan dampak positif bagi kenaikan harga saham. Dampak lain dari adanya kepemilikan pemilik lama adalah rendahnya biaya dan efektifitas monitoring terhadap manajemen, disamping terjadi kemudahan dalam pengambilan keputusan yang singkat karena mayoritas kepemilikan saham dalam perusahaan.

### **Daftar Pustaka**

- Aggarwal, Reena. 2003. "Allocation of initial public offerings and flipping activity." *Journal of Financial Economics* no. 68:111–135.
- Ahmed S. Alanazi, et al. 2011. "The financial performance of Saudi Arabian IPOs." *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* no. 4 (2):146-157,. doi: 10.1108/17538391111144533 10.1108/00021461311321311.
- Banerjee, Suman, et al. 2011. "Cross-country IPOs: What explains differences in underpricing." *Journal of Corporate Finance* no. 17:1289–1305. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2011.06.004.

- Beechey, Meredith, et al. 2000. "The Efficient Market Hypothesis: A Survey." *Economic Research Department Reserve Bank of Australia* no. 1 (1):1-30.
- Bonaventura, Matteo, et al. 2017. "Valuation and performance of reallocated IPO shares." *J. Int. Financ. Markets Inst. Money* no. xxx:xxx-xxx. doi: 10.1016/j.intfin.2017.05.005.
- Carey, Peter, et al. 2016. "The role of optimistic news stories in IPO pricing." *Int. Fin. Markets, Inst. and Money* no. 41: 16–29. doi: 10.1016/j.intfin.2015.12.002.
- Chahine, Salim, dan Marc Goergen. 2013. "The effects of management-board ties on IPO performance." *Journal of Corporate Finance* no. 21:153-179. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2013.02.001.
- Chahine, Salim, et al. 2018. "Foreign Business Activities, Foreignness of the VC Syndicate, and IPO Value." *Entrepreneurship Theory and Practice*:104225871875750. doi: 10.1177/1042258718757503.
- Cirillo, Alessandro, et al. 2015. "Does family involvement foster IPO value? Empirical analysis on Italian stock market." *Management Decision* no. 53 (5): 1125 -1154.
- Dalton, Dan R., et al. 1999. "Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis." *Academy of Management Journal* no. 42 (6):674-686.
- Darmadi, Salim, dan Randy Gunawan. 2013. "Underpricing, board structure, and ownership." *Managerial Finance* no. 39 (2):181 - 200.
- Djerbi, Chiraz, dan Jarboui Anis. 2015. "Boards retained ownership and failure risk of French IPO firms." *Corporate Governance* no. 15 (1):108 - 121.
- Erdős, Péter, dan Mihály Ormos. 2010. "Random walk theory and the weak-form efficiency of the US art auction prices." *Journal of Banking & Finance* no. 34 (5):1062-1076. doi: 10.1016/j.jbankfin.2009.11.001.
- Fama, Eugene F. 1970. "Efficient capital Markets a review of theory and empirical work." *the Journal of finance* no. 25 (2):383-417.
- Fan, Qintao. 2007. "Earnings Management and Ownership Retention for Initial Public Offering Firms theory and Evidence." *THE ACCOUNTING REVIEW* no. 82 (1):27–64.
- Ghozali., Imam. 2005. *Model Persamaan Struktural, Konsep dan Aplikasi dengan Program Amos Ver.5.0:* . Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hartono, Jogiyanto. 2008. *Teori Portofolio dan analisis investasi*. cetakan kelima vols. Jogyakarta: BPF fakultas ekonomika dan Bisnis UGM.
- He, Lerong, et al. 2015. "CEO power, equity ownership and underwriter reputation as determinants of lockup period length." *Management Research Review*, no. 35 (5):438 - 458.
- Howton, Shawn D., et al. 2001. "Board Ownership and IPO Returns." *Journal of Economics and Finance* no. 9.
- Hull, Robert, et al. 2013. ""IPO valuation and insider manipulation of R&D"." *Managerial Finance* no. 39 (10):888 - 914.
- Jensen, Michael C., dan William H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In *Journal of Financial Economics*.
- Keasey, Kevin, dan Paul McGuinness. 1992. "An Empirical Investigation of the Role of Signalling in the Valuation of Unseasoned Equity Issues." *Accounting and Business Research* no. 22 (86):133-142. doi: 10.1080/00014788.1992.9729428.
- Koop, Gary, dan Kai Li. 2001. "The valuation of IPO and SEO firms." *Journal of Empirical Finance* no. 8: 375–401.
- Kun Wang. 2008. "Does pre-deal research reduce IPO underpricing?" *Pacific Accounting Review* no. 20 (3): 234 - 253.

- Latan, Hengky, dan Imam Ghozali. 2016. *Partial Least Square -konsep Teknik dan aplikasi menggunakan Warp Pls 5.0* Vol. 3. Semarang: Penerbit Universitas Diponegoro.
- Leland, Hayne E., dan David H. Pyle. 1977. "Informational Asymmetries, Financial Structure, And Financial Intermediation." *The Journal Of Finance* no. XXXII 2 (2 May):371-387.
- Li, Mingsheng, et al. 2005. "Underpricing, share retention, and the IPO aftermarket liquidity." *International Journal of Managerial Finance*, no. 1 (2):76 - 94.
- Meoli, Michele, et al. 2015. "Are IPO underwriters paid for the services they provide?" *International Journal of Managerial Finance* no. 11 (4):414 - 437.
- Michel, Allen, et al. 2014. "Ownership structure and performance: Evidence from the public float in IPOs." *Journal of Banking & Finance* no. 40:54–61. doi: 10.1016/j.jbankfin.2013.11.018.
- Naseer, Mehwish, dan Yasir bin Tariq. 2015. "The Efficient Market Hypothesis: A Critical Review of the Literature." *The IUP Journal of Financial Risk Management* no. XII (4):28-63.
- Nikbakht, Ehsan, et al. 2007. "IPO Pricing and Executive Compensation." *International Journal Of Business* no. 12 (3):321-324.
- Ritter, Jay R. 1991. "The Long-Run Performance Of Initial Public Offerings." *The Journal Of Finance* no. Xlvi (1 March):3-26.
- Roosenboom, Peter. 2012. "Valuing and pricing IPOs." *Journal of Banking & Finance* no. 36:1653–1664. doi: 10.1016/j.jbankfin.2012.01.009.
- Sehgal, Shikha, dan Balwinder Singh. 2007. "The Initial and Aftermarket Performance of Indian IPOs." *The Icfai Journal of Applied Finance* no. 13 (11):16-36.
- Siriwattanakul, Kulabutr Komenkul Dhanawat. 2016. "How the unremunerated reserve requirement by the Bank of Thailand affects IPO underpricing and the long-run performance of IPOs." *Journal of Financial Regulation and Compliance*, no. 24 (3):1-32.
- Su, Dongwei. 2004. "Leverage, insider ownership, and the underpricing of IPOs in China." *Int. Fin. Markets, Inst. and Money* no. 14:37–54. doi: 10.1016/S1042-4431(03)00043-X.
- Tian, Lihui. 2011. "Regulatory underpricing: Determinants of Chinese extreme IPO returns." *Journal of Empirical Finance* no. 18 (1):78-90. doi: 10.1016/j.jempfin.2010.10.004.
- Wang, Kun, dan Zahid Iqbal. 2006. "Auditor choice, retained ownership, and earnings disclosure for IPO firms." *International Journal of Managerial Finance* no. 2 (3):220 - 240.
- Wang, Liu, dan William Q. Judge. 2012. "Managerial ownership and the role of privatization in transition economies: The case of China." *Asia Pac J Manag* no. 29:479–498. doi: 10.1007/s10490-010-9205-9.
- Yong Wang, dan Xiaotian (Tina) Zhang. 2015. "Strategic IPO Underpricing: The Role of Chinese State Ownership" In *Value Creation in Multinational Enterprise*. . " *Published online* no. 09 (Maret):475-495.
- Zhijian Xu Libo Xu. 2012. "IPO valuation of entrepreneurial firms in China's new growth enterprise market." *Journal of Chinese Entrepreneurship* no. 4 (3):206 - 220.