

**INTERACTION OF OWNERSHIP RETENTION AND THE NUMBER OF DIRECTORS
ON THE VALUE OF UNDERPRICING**

**INTERAKSI OWNERSHIP RETENTION DAN JUMLAH DIREKSI TERHADAP
NILAI UNDERPRICING**

¹Maximus Leonardo Taolin

maxtaolin@yahoo.com

²Sarlince Sandy Mauk

sarlincсандi@gmail.com

^{1,2}Prodi. Manajemen FEB_ Universitas Timor

Abstract

This study aims to analyze the interaction of the number of management (board of directors and commissioners) and old ownership (ownership retention) on underpricing at the initial Public offeringse. The company's success in obtaining revenue from the IPO is marked by an increase in the number of shares that are maintained in large numbers as well as the number of commissioners and company designs which have an impact on the initial share price experiencing underpricing. The results of this study support this opinion. So it can be said that the interactions that occur at the beginning of the stock offering period can be used for investors in determining the direction of their investment decisions. The regression results shown from the SPSS 22 software show that the interaction between the number of company management and the old ownership held by the issuer has an effect on underpricing. Thus, the ownership retained by the issuer is a moderating variable that can weaken or strengthen the influence of the Board and commissioners on underpricing.

Keywords: *Underpricing, Ownership retention, Board and commissioners, IPO.*

Abstraksi

Penelitian ini bertujuan menganalisa adanya interaksi Jumlah pengurus manajemen (direksi dan komisaris) dan kepemilikan pemilik lama (ownership retention) terhadap *Underpricing* pada saat penjualan saham perdana. Keberhasilan perusahaan dalam mendapatkan *income* dari IPO ditandai oleh peningkatan *jumlah saham yang di-retain* dalam jumlah yang banyak dan bertambahnya jumlah Dewan komisaris dan dewan direksi dalam perusahaan yang berakibat pada harga saham perdana mengalami *underpricing*. Hasil penelitian ini mendukung pendapat tersebut. Sehingga dapat disimpulkan bahwa interaksi yang terjadi pada periode awal penawaran saham dapat menjadi sinyal bagi investor dalam menentukan arah keputusan investasinya. Hasil output regresi yang ditampilkan dari *software* SPSS 22 diketahui bahwa interaksi *Jumlah pengurus perusahaan dan ownership retained by issuer* memberikan pengaruh kepada *Underpricing*. Dengan demikian *ownership retained by issuer* adalah variabel moderating yang dapat memperlemah ataupun memperkuat pengaruh dari *Dewan direksi dan komisaris* terhadap *Underpricing*

Kata kunci: *Underpricing, Ownership retention, Board and commissioners, IPO.*

Pendahuluan

Dalam melakukan investasi, tujuan utama kebanyakan investor yang rasional adalah memaksimalkan keuntungan. Investor akan jadi penentu harga dan tak seorang pun secara individual akan dapat menentukan harga sekuritas. Keputusan yang akan diambil oleh para investor dalam melakukan investasi sangat tergantung pada informasi yang tersedia dan informasi yang dapat diperolehnya. Informasi tersebut harus dapat diperoleh dengan mudah dan murah serta relevan. Jika pasar modal efisien maka harga saham akan cepat bereaksi terhadap informasi-informasi baru yang tidak terduga, sehingga arah gerakan saham pun tidak bisa diduga. Oleh karena itu para investor harus dapat bereaksi dengan cepat terhadap informasi baru tersebut, karena harga sekuritas pun akan menyesuaikan dengan cepat terhadap informasi baru tersebut. Semakin cepat informasi yang relevan menyebar dan tercermin pada harga sekuritas, maka pasar modal bisa dikatakan makin efisien.

Terdapat problem yang timbul pada saat perusahaan *go public* karena adanya *underpricing* ketika diperdagangkan di pasar sekunder. Ketika *underpricing* terjadi, dana yang diperoleh perusahaan dari *go public* menjadi tidak maksimal. Hal ini bertentangan dengan tujuan pemilik perusahaan yang menginginkan harga sahamnya dapat diterima secara normal, namun dengan adanya *underpricing* menyebabkan mereka kehilangan kemakmuran (*wealth loss*). Sehingga pemilik perusahaan selalu berharap agar dapat meminimalisasi atau bahkan menghilangkan *underpricing*. (Habib and Ljungqvist 2001). Fenomena umum yang terjadi, perusahaan penjual tidak ingin menawarkan sahamnya kepada investor dengan harga yang terlalu rendah, sebaliknya pihak investor menginginkan *capital gain* yang positif dari pembelian saham di pasar perdana tersebut. Selisih antara harga saham pada pasar sekunder dan harga saham pada pasar primer (harga perdana) inilah yang dimaksud dengan *capital gain*. Harga saham di pasar perdana ditentukan berdasarkan kesepakatan antara perusahaan emiten dan *underwriter* (penjamin emisi).

Upaya yang dilakukan adalah bernegosiasi dengan emiten agar harga saham tersebut tidak terlalu tinggi harganya, bahkan cenderung *underpricing*. Selanjutnya harga saham di pasar sekunder ditentukan oleh mekanisme pasar. Apabila penentuan harga di pasar perdana secara signifikan lebih rendah dibandingkan harga sekunder, maka fenomena ini disebut *underpricing*. Sebaliknya jika harga perdana lebih tinggi dari harga sekunder maka dinamakan *overpricing*, dan perusahaan akan dapat mengumpulkan dana secara lebih murah.

Bagi perusahaan yang mengalami *underpricing* maka kehilangan kesempatan mendapatkan dana maksimal, sebaliknya jika *overprice* maka perusahaan akan lebih mudah mendapatkan dana. *Underpricing* ini terjadi karena adanya asimetri informasi yang dimiliki oleh pihak yang terlibat dalam penawaran perdana (investor, emiten, penjamin emisi). Menurut Rahim and Othman Yong (2010) *underpricing* menjadi fenomena universal yang terjadi pada saat penawaran saham perdana. Peter (2007) mengatakan bahwa asimetri informasi yang dimiliki oleh pihak yang terlibat dalam penawaran saham perdana, mengakibatkan terjadinya *underpricing*. Informasi awal bagi investor adalah pada prospektus perusahaan yang melakukan listing (Fan 2007) Investor dapat melihat beberapa item penting dalam isi prospektus sebagai acuan dalam menanamkan modalnya, guna mendapatkan keuntungan (*capital gain*).

Berdasarkan laporan keuangan dalam prospektus yang diterbitkan, investor dapat melihat proporsi kepemilikan saham, juga berbagai hal dalam laporan keuangan dari perusahaan dan rencana investasi yang akan dilakukan perusahaan (Grinblatt and Hwang 1989),(Singh and Zahn 2008). Menurut Leland and Pyle (1977) persentase kepemilikan yang ditahan oleh pemilik lama menunjukkan adanya informasi privat yang dimiliki oleh pemilik/manajer. Kondisi perusahaan merupakan salah satu faktor yang amat menentukan dalam keputusan penetapan IPO, dan merupakan suatu sinyal yang baik bagi investor. Leland and Pyle (1977) menyatakan bahwa nilai perusahaan (*firm value*) yang melakukan IPO dalam konteks *signaling hypothesis* dapat dihubungkan dengan besarnya tingkat saham yang ditahan oleh pemilik lama, (*ownership retention*) dengan besarnya tingkat *underpricing*.

Fan (2007) mengatakan informasi kepemilikan saham oleh pemilik lama saat IPO, memiliki pengaruh pada kinerja saham perusahaan. Pemilik saham lama akan mendukung keputusan IPO, bila mereka yakin bahwa saham perusahaan akan terjual pada harga yang cukup menguntungkan sehingga dapat mengumpulkan dana yang signifikan bagi pembiayaan perusahaan. (Jensen and Meckling 1976) berargumentasi bahwa motivasi memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan adalah karena besarnya tingkat kepemilikan manajerial. Dari pendapat ini oleh (Li et al. 2005) mengindikasikan tingginya kepemilikan manajerial akan memberikan pengaruh kepada pemilik modal untuk menentang dan bertahan terhadap

pengambil-alihan oleh pihak luar. Konsisten dengan penelitian Aggarwal, penelitian Cirillo et al. (2015) mendapati kecenderungan *initial return* yang semakin tinggi sejalan dengan semakin tingginya proporsi kepemilikan pemegang saham lama yang dikuasai oleh keluarga. Namun berbeda dengan Robinson, et. al, (2004) *ownership retention* mengindikasikan isi informasi yang dapat mempengaruhi harga IPO pada pasar perdana dan pasar sekunder, sedangkan *underpricing* lebih disebabkan oleh faktor lain diluar perusahaan yaitu adanya perilaku *underwriter* yang *risk averse*.

Pada sisi lain kenaikan dan penurunan prosentase kepemilikan oleh pemegang saham lama adalah suatu konsekuensi yang harus dipertimbangkan ketika perusahaan memutuskan untuk melakukan IPO, sehingga ada kecenderungan perusahaan mengikuti oportunistik manajemen. Ini berarti pemilik menggunakan sinyal tersebut untuk menunjukkan kepada calon investor tentang kualitas perusahaan tersebut, tetapi pada sisi lain peningkatan jumlah kepemilikan saham oleh *insider* (pihak manajemen atau pemilik lama) akan meningkatkan nilai perusahaan, walaupun dalam waktu tertentu ada penurunan nilai. Nilai perusahaan dapat dilihat dari kinerja saham perusahaan yang melakukan IPO.

Penelitian (Aggarwal 2003) dalam Fan (2007) menyatakan bahwa kinerja IPO dalam jangka pendek cenderung menunjukkan *underpricing*, tetapi dalam jangka panjang menunjukkan *return* yang negatif. Prastiwi dan Kusuma, (2001) meneliti tentang kinerja surat berharga setelah IPO di Indonesia pada periode 1994-1997. Hasilnya menunjukkan bahwa kinerja IPO jangka pendek (3 bulan) adalah positif dan kinerja jangka panjang (24 bulan) adalah negatif, bukti ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang telah terjadi penurunan kinerja atau *underperformance*.

Sebagai bukti adanya fenomena global (Aggarwal 2003) membuat perbandingan tolok ukur (*benchmark*) negara-negara Amerika latin, Finlandia, Prancis, New Zealand dan Jerman, dan ternyata semuanya konsisten dengan bukti empiris yang terjadi di Amerika. Namun penemuan ini bertentangan dengan hasil yang di dapat oleh Hwang dan Jayaraman, (1992) dalam Sehgal and Singh (2007) bahwa kinerja penawaran saham perdana di Jepang, Korea, Spanyol dan Malaysia lebih baik atau sama dengan kinerja saham yang bukan IPO, dalam periode 2 (dua) sampai 3 (tiga) tahun setelah periode penawaran saham perdana. Zahn et al. (2008), memberikan tiga hipotesis yang dapat menjelaskan fenomena *underperformance* setelah penawaran saham perdana yaitu : *window opportunity* (manajer melakukan penjadwalan ketika kinerja perusahaan sementara dalam keadaan baik atau adanya kepercayaan yang berlebihan dari pasar saham). *window dressing* (perusahaan melakukan *earning management* sebelum penawaran saham perdana/IPO). *Change ownership* (masalah keagenan). Namun tidak semua ini dapat menjelaskan secara penuh dalam menjawab *underperformance* jangka panjang dari saham baru.

Terdapat hasil penelitian yang berbeda tentang issue kepemilikan pemilik lama (*ownership retention*) dengan *underpricing*. Hasil penelitian (Fan 2007), menemukan bahwa terdapat hubungan positif signifikan *ownership retention* (pemilikan saham oleh pemilik lama) terhadap *underpricing*. Sedangkan dalam penelitian (Djerbi and Anis 2015b) menemukan hubungan negatif signifikan prosentase saham oleh pemilik lama terhadap *underpricing* dan kinerja jangka panjang perusahaan IPO. Masih dalam konteks yang sama, Li et al. (2005) menemukan hasil yang berbeda bahwa proporsi saham yang ditahan pemilik lama seperti pada penelitian (Leland and Pyle 1977). Adanya beberapa hasil penelitian terdahulu yang menghasilkan perbedaan tentang kepemilikan pemilik lama terhadap tingkat *underpricing*, memberikan suatu konfirmasi bahwa, kepemilikan saham oleh pemilik lama pada masa IPO memiliki pengaruh yang berbeda, dalam konteks nilai *underpricing* nya. Demikian pula dalam hal struktur kepemilikan terhadap *underpricing* IPO terdapat perbedaan

hasil penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan. (Djerbi and Anis 2015b), menemukan bahwa *institutional ownership* ternyata berhubungan negatif terhadap *underpricing*.

Dalam penelitiannya Darmadi and Gunawan (2013), menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara *board structure* dan tingkat *underpricing* pada saat IPO sedangkan direktur independen berpengaruh positif terhadap *underpricing*. Sisi lain (Lin and Chuang 2011) menemukan bahwa komposisi Dewan Direksi itu memiliki potensi meningkatkan *underpricing* dan kinerja saham pada penjualan perdananya. (Hearn 2011) menemukan komposisi Dewan Direksi berhubungan positif terhadap *underpricing*. Perbedaan hasil penelitian tentang pengaruh jumlah Dewan terhadap *underpricing* pada penjualan saham perdana, mengkonfirmasi bahwa dalam hal struktur kepengurusan memiliki peran yang dalam mempengaruhi tingkat *underpricing* saham perdana perusahaan IPO, di pasar modal Indonesia.

Beberapa penelitian terdahulu terlihat bahwa Komposisi Dewan Berpengaruh Negatif terhadap *Underpricing*, (Certo et al. 2001). Kemudian oleh (Darmadi and Gunawan 2013) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara *board structure* dan tingkat *underpricing* pada saat IPO. Sisi lainnya Lin and Chuang (2011) mengatakan komposisi dewan itu memiliki potensi meningkatkan *underpricing* dan kinerja saham pada penjualan perdananya. Hal ini didukung Hearn (2011) bahwa komposisi Dewan berhubungan positif terhadap tingkat *underpricing*. Pada sisi lain oleh Yatim (2011) tidak ditemukan pengaruh yang signifikan Dewan direksi terhadap *underpricing*. Dewan direksi dianggap sebagai eksekutif yang paling penting dalam organisasi bisnis modern dan bertanggung jawab untuk mengartikulasikan arah visi dan masa depan perusahaan serta sebagai tokoh simbolis dalam melayani organisasi (Mintzberg, 1973; Bigley dan Wiersema, 2002), dalam Abebe and Alvarado (2013). Terjadi peningkatan *underpricing* pada pasar perdana tidak luput dari adanya peran Dewan. Hal ini disebabkan gaya pengambilan keputusan pada saat perusahaan sudah bertumbuh besar, (Mousa et al. 2014a). Disamping adanya perubahan teknologi yang mengharuskan manajer pendiri beradaptasi dalam cara pandang dan implementasi strateginya. (Wright et al., 2000) dalam (Mousa et al. 2014a).

Dalam pengelolaan perusahaan para pendiri berkeyakinan bahwa perusahaan harus sukses, yang mana hal ini dikarenakan saham yang mereka miliki dan reputasinya daripada *non founder*. Dalam hal ini pendiri perusahaan lebih menunjukkan pengalamannya serta lebih menunjukkan reputasinya bila perusahaan gagal. Pada intinya pendiri berjuang untuk keberlangsungan (*survive*)nya perusahaan. Namun kehadiran pendiri dalam perusahaan tidak mungkin terus bertahan terhadap kemajuan perusahaan setelah IPO yang akan bertumbuh lebih cepat.

Dalam konteks IPO bagi perusahaan baru, sangat tergantung kepada TMT (*top management team*) dalam hal ini CEO tidak hanya mengelola proses IPO tetapi juga mengarahkan pada pertumbuhan perusahaan, sehingga fokus manajer/direktur juga terbagi pada bagaimana menegosiasikan harga IPO, (Mousa et al. 2014a).

Underpricing merupakan fenomena universal yang terjadi pada penawaran saham perdana, (Escobari and Serrano 2016). Bagi perusahaan emiten adanya *underpricing* akan merugikan mereka, karena gagal mengumpulkan dana secara maksimal, namun menguntungkan bagi investor (Rahim and Othman Yong 2010), karena mendapatkan keuntungan (*capital gain*) dari selisih harga pembukaan dan penutupannya. Di Indonesia sejak dibukanya bursa efek sudah banyak perusahaan yang mendaftarkan diri (*listing*).

Nilai *underpricing* ini diketahui melalui perdagangan hari pertama dilantai bursa. Ritter (1991), Selisih ratio antara harga pembukan dan penutupan merupakan *initial return*.

Sebagai suatu fenomena universal *underpricing* menarik bagi investor namun hal ini merugikan perusahaan emiten. Maheshwari and Agrawal (2015) *underpricing* adalah fenomena universal yang terjadi pada IPO sedangkan *overprice* menjadi perhatian besar tatkala mengurangi kemakmuran investor.

Fenomena ini menjadi menarik, karena tidak hanya kejadian *underpricing* saja yang dapat terjadi, melainkan bisa saja terjadi *overpriced* dalam penawaran sahamnya. Grinblatt and Hwang (1989) menuturkan bahwa kesenjangan *informed investor* dan *uninformed investor* menjadikan harga saham *underpricing*. Akibatnya oleh Escobari and Serrano (2016) kelompok *uninformed investor* memperoleh proporsi yang lebih besar dalam saham IPO yang *overpriced*. *Informed investor* mengetahui informasi lebih banyak mengenai prospek perusahaan emiten, maka mereka akan membeli saham-saham IPO yang diketahui pada pasar sekunder akan melebihi harga perdana atau mengalami *underpricing*.

Berdasarkan latar belakang masalah dalam penelitian ini, serta fenomena bisnis dan kesenjangan diatas, dirumuskan masalah penelitian ini, yakni: **“Ditemukan adanya perbedaan hasil penelitian tentang pengaruh Dewan Direksi dan Kepemilikan terhadap nilai *Underpricing* yang terjadi pada pasar sekunder di Bursa Efek Indonesia”**

Metode

Penelitian ini adalah penelitian pustaka dengan menggunakan data sekunder, teknik analisis data menggunakan teknik analisis statistik inferensial dengan alat analisis SPSS.

Pembahasan

Menurut Jones (2000), definisi pasar modal yang efisien adalah sebagai berikut: “*A market in which prices of securities quickly and fully reflect all available information.*” Menurut Husnan (2000), dalam pasar modal yang efisien tingkat keuntungan abnormal sangat sulit bahkan hampir tidak mungkin diperoleh para investor yang melakukan transaksi perdagangan di bursa efek. Hal ini terjadi karena informasi yang tersedia begitu sempurna, akurat, lengkap, relevan dan mencerminkan keadaan yang sebenarnya.

Teori *signaling* menjelaskan bahwa saham yang terkonsentrasi memberikan *signal* atau *monitoring* terhadap perilaku manajer. Wang and Iqbal (2006), menjelaskan bahwa kepemilikan saham dalam jumlah besar (*large ownership*) memberikan *signal* rendahnya tingkat kebangkrutan perusahaan. Ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan pemerintah maupun perusahaan-perusahaan swasta nasional, perusahaan keluarga dengan struktur kepemilikan oleh pemegang saham besar memiliki motivasi untuk mempertahankan perusahaan tetap sehat. Perusahaan-perusahaan tersebut memiliki daya *monitoring* yang kuat untuk mengendalikan perilaku *opportunistic* manajer. Keputusan pendanaan merupakan bentuk penyampaian informasi melalui sinyal untuk memisahkan antara perusahaan dengan prospek baik dan tidak baik.

Signaling theory menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan dan bagaimana pasaran efeknya. Informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi.

Prinsip *signaling* mengemukakan bahwa setiap tindakan mengandung informasi. (Cao and Shi 2006). Isyarat atau *signal* menurut Brigham and Ehrhardt (2011), adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang

bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Dalam penelitian Cao and Shi (2006), menuturkan bahwa adanya *underpricing* pada saat IPO mungkin merupakan sinyal tentang kemampuan perusahaan, namun pada masa setelahnya harga saham cenderung melemah. *Signaling theory* juga dikemukakan oleh Leland and Pyle (1977) menyatakan bahwa investor yang rasional akan memperhitungkan bagian kepemilikan para pemilik lama atas saham menjadi suatu signal berharga yang dapat mencerminkan nilai perusahaan. Demikian juga ketika kepemilikan lama oleh keluarga (Cirillo et al. 2015) pada saat IPO, memperhitungkan proporsi saham yang akan dijual pada penawaran saham perdana. Penurunan dalam proporsi kepemilikan saham dari pemilik lama yang ditunjukkan oleh penawaran saham baru kepada investor luar adalah signal yang negatif. Sebaliknya semakin tinggi persentase saham yang ditahan oleh pemilik lama, merupakan signal positif bagi pasar, (Fan 2007).

Pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai signal baik (*good news*) atau signal buruk (*bad news*). Jika pengumuman informasi tersebut sebagai sinyal baik bagi investor, maka terjadi perubahan dalam volume perdagangan saham. Media sinyal yang biasa digunakan oleh manajemen yaitu melalui kebijakan-kebijakan keuangan yang ditetapkan perusahaan

Underpricing

Berdasarkan penyampaian teori dan penelitian terdahulu diatas, ketika manajemen menyampaikan suatu informasi ke pasar. Pasar umumnya akan merespon informasi tersebut sebagai suatu sinyal terhadap kejadian tertentu, yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, dan kinerja saham. Hal tercermin dari perubahan harga serta volume perdagangan saham yang terjadi. Penentuan harga saham ini dilakukan karena terjadi kesepakatan antara perusahaan emiten dan *underwriter*, (Meoli et al. 2015). Sedangkan harga saham pada pasar sekunder adalah merupakan hasil dari mekanisme pasar.

Ketika *underpricing* terjadi, dana yang diperoleh perusahaan dari *go public* menjadi tidak maksimal. Hal ini bertentangan dengan tujuan pemilik perusahaan yang menginginkan harga sahamnya dapat diterima secara normal, namun dengan adanya *underpricing* menyebabkan mereka kehilangan kemakmuran (*wealth loss*). Sehingga pemilik perusahaan selalu berharap agar dapat meminimalisasi atau bahkan menghilangkan *underpricing*. (Habib and Ljungqvist 2001). Menurut Leland and Pyle (1977) *underpricing* digunakan sebagai sinyal yang baik dengan memanfaatkan reputasi *underwriter*, reputasi auditor, kepemilikan yang ditahan pemilik lama dan kinerja keuangan. Fenomena *underpricing* dan *overpricing* itu dikarenakan adanya *mispriced* di pasar perdana sebagai akibat adanya ketidakseimbangan informasi antara pihak penjamin emisi dengan pihak emiten maupun adanya ketidakseimbangan informasi antar investor, (Grinblatt and Hwang 1989).

Fenomena *underpricing* disebabkan oleh asimetri informasi dan tindakan rasional partisipan pada saat IPO, (Eugene F. Fama and Jensen 1983) (Ritter 1991) dalam (Fan 2007). *Underpricing* adalah suatu keadaan dimana harga saham pada saat penawaran perdana lebih rendah dibandingkan ketika diperdagangkan di pasar sekunder. *Underpricing* yang dilihat dari *initial return* disepakati sebagai fenomena universal yang terjadi pada penaran saham perdana, (IPO). Rahim and Othman Yong (2010) menyatakan bahwa adanya *underpricing* pada saham IPO karena telah terjadi perbedaan informasi di antara berbagai pihak yang dikenal dengan *asimetris information*.

Kinerja pasar modal di negara maju dan negara sedang berkembang dalam jangka pendek, menunjukkan *underpricing*. *Underpricing* dan *ownership retention* menjadi variabel yang berperan dalam keputusan IPO (Li et al. 2005). Asimetri informasi muncul karena

adanya informasi yang tidak sempurna yang dimiliki antar partisipan di pasar modal. Darmadi and Gunawan (2013), mengatakan adanya asimetri Informasi antara emiten dan calon Investor menyebabkan *underpricing*. Sedangkan Rock, (1986) dan Lewis, (1993), *underpricing* adalah hasil dari sebuah kemenangan bagi investor sebagai akibat adanya asimetri informasi antara grup yang memiliki informasi dan grup investor yang tidak memiliki informasi. Dalam hubungan antara *return* awal dari IPO dan kinerja harga pada jangka panjang sudah merupakan fenomena umum bahwa terdapat suatu hipotesis yang berargumen bahwa *underpricing* pada IPO adalah suatu kreasi yang ditampilkan oleh banker investasi guna mendapatkan permintaan yang besar, (Li et al. 2005).

Hipotesis ini memprediksi bahwa jika perusahaan dengan *return* yang tinggi pada periode setelah IPO akan mendapatkan *return* yang rendah pada jangka panjang. Carter dan Dark, (1993) dalam (Kun Wang 2008) menguji korelasi antara *return* awal dan *return* setelah 18 bulan, dan membuktikan bahwa perusahaan dengan *return* awal yang tinggi akan memberikan *return* yang jangka panjang yang lebih rendah daripada perusahaan yang memiliki *return* awal rendah.

Dewan Komisaris

Dalam undang-undang perseroan terbatas pasal 97 dinyatakan bahwa komisaris bertugas untuk mengawasi kebijaksanaan direksi dalam menjalankan perusahaan serta memberi nasihat kepada direksi. Dewan komisaris sebagai organ perusahaan bertugas dan bertanggung-jawab secara kolektif untuk melakukan pengawasan dan memberikan nasihat kepada dewan direksi serta memastikan bahwa perusahaan melaksanakan *good corporate governance*.

Menurut Komisi Nasional Kebijakan Governance (KNKG, 2006) diartikan sebagai organ perusahaan yang bertugas dan bertanggung jawab secara kolektif untuk melakukan pengawasan dan memberikan nasihat kepada direksi serta memastikan bahwa perusahaan melaksanakan *good corporate governance*. Semakin besar jumlah anggota dewan komisaris akan memberikan banyak masukan dan pengawasan dilakukan dengan lebih baik. Dalam Forum Corporate Governance Indonesia (FGCI, 2001), Ciri perusahaan di pasar modal Indonesia menganut *two tier board system* dimana dalam *board structure* terdapat pemisahan tugas antara fungsi pelaksana (dewan direksi) dan fungsi pengawasan (dewan komisaris). Dewan komisaris berperan penting dalam pelaksanaan kegiatan operasional perusahaan dan mengurangi *agency problem* antara manajer dan pemegang saham. Ukuran dan komposisi dewan direksi sesuai strategi perusahaan, pada saat keputusan IPO, (Badru et al. 2017). Sedangkan menurut Darmadi and Gunawan (2013) karakteristik *corporate governance* dilihat dari struktur dewan dan struktur kepemilikan dalam perusahaan. Hasil penelitian Bennedsen et al. (2008) besarnya ukuran dan komposisi dewan direksi akan berdampak positif terhadap kinerja dan nilai perusahaan yang komposisi didominasi dewan direksi yang berasal dari luar perusahaan dan sebaliknya kinerja serta nilai perusahaan menjadi rendah ketika ukuran dan komposisi dewan direksi berasal dari dalam perusahaan sendiri.

Terdapat perbedaan hasil penelitian Darmadi and Gunawan (2013) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara *board structure* dan tingkat *underpricing* pada saat IPO, yang mana sesuai dengan pendapat (Certo et al. 2001) bahwa komposisi dewan itu tidak memiliki hubungan dengan kinerja saham pada penjualan perdananya. Kontradiksi ini dapat dirunut pada Hermalin and Weisbach (2003) bahwa jumlah direksi yang kecil lebih berperan efektif dari jumlah direksi yang besar karena dapat mereduksi biaya keagenan dimana anggota dapat berperan secara lebih bebas dalam organisasi. Namun apabila jumlah dewan yang terlalu besar justru akan menimbulkan masalah koordinasi dan komunikasi serta beban gaji

yang tinggi. Selama proses IPO berlangsung dewan direksi bekerja dan bertanggung jawab secara bersama guna memperoleh hasil yang baik, (Badru et al. 2017).

Dewan Direksi

Dewan Direksi merupakan salah satu dari mekanisme dalam mengukur *good corporate governance*. Dewan Direksi diberi tugas dan tanggung jawab melakukan pengawasan pengelolaan didalam perusahaan dan melaporkan segala sesuatu yang terkait diperusahaan kepada dewan komisaris. Dewan Direksi sebagai organ perusahaan bertugas dan bertanggung jawab secara kologial dalam mengelola perusahaan. Tugas direktur utama sebagai *primus inter pares* adalah mengkoordinasikan kegiatan direksi dengan kedudukan yang setara dengan masing-masing anggota direksi.

Dewan Direksi melaksanakan tugas dan mengambil keputusan sesuai dengan pembagian tugas wewenangnya, dimana pelaksanaan tugas oleh masing-masing anggota direksi tetap merupakan tanggung jawab bersama kepada pemegang saham (dewan komisaris). Pelaksanaan tugas yang baik oleh Dewan Direksi akan meningkatkan kinerja perusahaan yang berujung pada meningkatnya nilai perusahaan.

Semakin banyak jumlah dewan dalam perusahaan akan memberikan suatu bentuk pengawasan terhadap kinerja perusahaan yang semakin baik, dengan kinerja perusahaan yang baik dan terkontrol maka akan menghasilkan profitabilitas yang baik dan nantinya akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Ukuran dan komposisi dewan direksi dapat mempengaruhi efektif tidaknya aktivitas monitoring.

Dalam penelitian Bennedsen et al. (2008) semakin besar ukuran dan komposisi dewan direksi akan berdampak positif terhadap kinerja dan nilai perusahaan. Catatan (Bennedsen et al. 2008) kinerja dan nilai perusahaan akan meningkat jika komposisi dewan direksi lebih banyak didominasi oleh orang yang berasal dari luar perusahaan, namun sebaliknya akan menurun jika dewan direksi berasal dari perusahaan sendiri. Pendapat ini didukung oleh (Zhijian Xu Libo Xu 2012) bahwa nilai IPO memiliki korelasi positif dengan komposisi dewan direksi perusahaan dan pada nilai IPO berpengaruh signifikan.

Teori Retention

Dasar dari IPO *retention theory* adalah pada teori keagenan, (Jensen and Meckling 1976), dan teori *signaling* (Leland and Pyle 1977). Dimana teori keagenan yang berargumentasi bahwa motivasi memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan adalah karena besarnya tingkat kepemilikan manejerial.

Sedangkan teori *signaling* berargumentasi bahwa retensi kepemilikan sebagai sinyal arus kas dimasa yang akan datang, yang mana kepemilikan saham yang masih dipertahankan persentase penyertaan sahamnya oleh pemilik lama (*ownership retention*) pada penawaran umum perdana, oleh (Shleifer and Vishny 1986) dalam (Fan 2007) mengindikasikan tingginya kepemilikan manejerial akan memberikan pengaruh kepada pemilik modal untuk menentang dan bertahan terhadap pengambil-alihan oleh pihak luar.

Kondisi perusahaan merupakan salah satu faktor yang amat menentukan dalam keputusan penetapan IPO, dan merupakan suatu sinyal yang baik bagi investor. Leland and Pyle (1977) menyatakan bahwa nilai perusahaan (*firm value*) yang melakukan IPO dalam konteks *signaling hypothesis* bisa dihubungkan dengan besarnya tingkat saham yang ditahan oleh pemilik lama, (*ownership retention*) dengan besarnya tingkat *underpricing*. Pemilik saham lama akan mendukung keputusan IPO, bila mereka yakin bahwa saham perusahaan akan terjual pada harga yang cukup menguntungkan sehingga dapat mengumpulkan dana yang signifikan bagi pembiayaan perusahaan. *Ownership retention* merupakan besaran proporsi saham yang dipertahankan oleh perusahaan setelah dilakukannya IPO. Menurut Frith dan Liau-Tan, (1998) dalam (Sehgal and Singh 2007), proporsi kepemilikan oleh pemilik

lama merupakan sinyal yang baik bagi investor, juga sebagai indikasi bahwa pemilik lama memiliki informasi yang lebih baik, sehingga dapat menambah kredibilitas perusahaan berdasarkan isi dalam prospektus perusahaan IPO.

Grinblatt and Hwang (1989), menyatakan bahwa nilai perusahaan yang melakukan IPO dapat dihubungkan dengan volume penawaran dan rencana investasi, sehingga ini akan berarti pemilik menggunakan dua sinyal tersebut untuk menunjukkan kepada calon investor tentang kualitas perusahaan, yang mana peningkatan jumlah kepemilikan saham oleh *insider* (pihak manajemen atau pemilik lama) akan meningkatkan nilai perusahaan pada saat IPO, walaupun dalam waktu tertentu ada penurunan nilai.

Menyikapi keadaan seperti ini pemilik akan berusaha meyakinkan penjamin emisi akan kualitas saham perusahaannya dengan menghadirkan seorang manajer yang bereputasi baik, dalam upaya menghasilkan harga saham perdana yang bermutu. (Handa and Singh 2015). Sehingga diperlukan pengamatan tersendiri pemilik perusahaan pada keadaan pasar dan keadaan internal perusahaannya dalam pengambilan keputusan mengenai proporsi saham yang tetap dipertahankan.

Ownership Retention

Dalam penelitian Fan (2007), ditemukan bahwa ketika pemilik perusahaan yang mengambil keputusan untuk memiliki proporsi saham yang lebih banyak dalam perusahaannya akan menjadi sinyal bahwa perusahaan tersebut memiliki kualitas yang baik, hal ini mendukung pendapat (Leland and Pyle 1977), yang mana jika pemilik lama akan mengeluarkan biaya yang lebih tinggi tetapi hal tersebut akan memberi pengaruh yang baik di masa depan bagi perusahaannya. Menurut Kuntara Pukthuanthong-Le and Walker (2008), bagi para investor proporsi saham diungkapkan dalam prospektus perusahaan IPO, dan penentuan harga saham oleh penjamin emisi tersebut dipandang sebagai suatu sinyal yang menjanjikan dimasa yang akan datang.

Hal ini merupakan memperoleh sinyal yang baik, dimana para investor akan tertarik untuk ikut berinvestasi sehingga memberi keuntungan jangka panjang. Informasi mengenai besarnya proporsi saham yang dipertahankan perusahaan akan menjadi sinyal utama untuk menilai kredibilitas suatu perusahaan (He et al. 2015). Menurut Grinblatt and Hwang (1989), terdapat dua prinsip utama mengenai teori sinyal yaitu harus diketahui dan diamati sebelum dilakukannya IPO serta sulit ditiru oleh perusahaan lain yang memiliki kualitas IPO lebih rendah. 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 and Zhang. 2015).

Li et al. (2005) menemukan bahwa nilai *underpricing* dan *ownership retention* perusahaan berhubungan positif dan menjadi variabel penting dalam keputusan penawaran saham perdana (IPO) demikian juga (Leland and Pyle 1977) berpendapat bahwa besarnya proporsi kepemilikan saham yang ditahan oleh pemilik lama (*retained ownership*) merupakan salah satu faktor utama dalam menilai kinerja IPO. Proporsi kepemilikan saham dapat dijadikan suatu alat untuk menunjukkan atau memprediksi aliran kas di masa datang. Menurut (Leland and Pyle 1977) proporsi kepemilikan saham dapat dijadikan sinyal tentang nilai perusahaan oleh *issuer*.

Hal ini disebabkan oleh adanya anggapan bahwa pemilik perusahaan tidak akan melepas atau mendiversifikasi portofolionya apabila yakin bahwa perusahaannya memiliki prospek yang bagus (Wang and Iqbal 2006). Sehingga pemilik lama akan menjaga tingkat kepemilikannya bila dia yakin aliran kas di masa yang akan datang lebih baik dibandingkan dengan aliran kas saat ini. Terdapat juga teori likuiditas yang menyatakan bahwa

underpricing menyebabkan peningkatan likuiditas setelah pasar perdana (*after market*) dalam penelitian (Li et al. 2005) terdapat bukti langsung bahwa kepemilikan saham pemilik lama dan *underpricing* memiliki pengaruh yang menjadikan harga saham *aftermarket* meningkat. Dengan demikian proporsi kepemilikan saham yang ditahan oleh pemilik saham lama menggambarkan tingkat kepercayaan manajemen dan pemegang saham lama akan keberhasilan IPO, (Fan 2007), (Leland and Pyle 1977).

Pemegang saham lama dan manajemen tidak akan melepaskan proporsi kepemilikan dalam perusahaan bila mereka tidak yakin akan keberhasilan IPO, (Yong Wang and Zhang. 2015) sehingga proporsi kepemilikan yang ditahan oleh pemegang saham lama dapat dipertimbangkan sebagai faktor yang turut membangun keyakinan investor akan keberhasilan IPO perusahaan. Lebih lanjut (Fan 2007) menemukan bahwa hal ini kemudian melahirkan asumsi bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan saham oleh pemilik lama (*ownership retained by issuer*) maka semakin tinggi pula penilaian pasar terhadap nilai perusahaan, yang tercermin pada kinerja saham itu sendiri.

(Leland and Pyle 1977) mengatakan bahwa *ownership retention* dapat mendatangkan *cash flow* yang baik di masa yang akan datang, maka *cash flow* itu hanya terjadi pada saat IPO saja, sedangkan pada jangka panjang *ownership retention* merupakan salah satu sinyal dan salah satu parameter saja, yang mana dalam jangka panjang pasar telah terdapat berbagai faktor (Grinblatt and Hwang 1989). Beberapa alasan yang mendasari perilaku ini bahwa ketika pemilik lama menginginkan kinerja yang baik pada saat IPO maka mereka *me-retain* sahamnya dalam jumlah yang besar, dan ketika pada penawaran perdana berhasil mendatangkan kinerja yang baik, maka mereka turut menikmati keuntungan, (Fan 2007). Selanjutnya setelah berhasil mengumpulkan dana untuk rencana investasinya, kinerja tidak lagi menjadi perhatian dari pemilik lama yang mana harga saham pada pasar sekunder telah terjadi menurut mekanisme pasar, (He et al. 2015).

Logika normal bagi pemilik perusahaan jika prospek investasi pada perusahaannya lebih menjanjikan maka ini akan meningkatkan keyakinan mereka dengan menginvestasikan modalnya pada perusahaan sendiri dari pada perusahaan lain. (Leland and Pyle 1977). Dimana pemilik lama berprinsip semakin besar tingkat kepemilikan yang ditahan akan memperkecil tingkat ketidakpastian pada masa yang akan datang, yang oleh investor hal ini menjadi sinyal baik tentang prospek perusahaannya, (Darmadi and Gunawan 2013). Dengan semakin besar jumlah saham yang dipertahan pemilik lama maka dengan sendirinya akan semakin memperkecil persentase saham yang ditawarkan. Dalam penelitian (Ritter 1991), menemukan bahwa ketika menggunakan *proceed bruto* dari suatu penawaran sebagai ukuran ketidakpastian, maka penawaran yang lebih kecil cenderung menjadi lebih spekulatif.

Lisa, (2004) mengukur jumlah saham yang ditahan oleh pemegang saham lama dihitung sebagai prosentase (%) dari selisih total saham dikurangi dengan jumlah saham yang ditawarkan pada masyarakat. Dalam penelitian (Djerbi and Anis 2015a) mengukur *ownership retention* sebagai proporsi saham yang ditahan oleh pihak insider (manajemen dan direktur) setelah IPO. Secara Deskriptif adalah : Jumlah saham yang dipegang pemilik lama (*ownership retention*) sebelum IPO dibagi Total jumlah saham setelah IPO. Selanjutnya dapat dijelaskan dengan rumus sebagai berikut :

Rumus kepemilikan yang ditahan oleh pemilik lama (*ownership retention*) oleh, (Li et al. 2005) dan (Darmadi and Gunawan 2013).

$$\text{Ownership Retention} = \frac{\text{Jumlah saham yg dimiliki Pemilik lama (pre IPO)}}{\text{Total saham (post IPO)}}$$

Pengaruh Dewan Direksi dan Dewan Komisaris terhadap nilai *Underpricing*

Dalam teori keagenan timbulnya konflik kepentingan disebabkan adanya pemisahan kepemilikan dan kontrol perusahaan. Konflik ini bersumber dari perbedaan cara pandang dan kepentingan antara pemegang saham (*prinsipal*) dan manajer (*agen*), (Eugene F. Fama and Jensen 1983). Sehingga diperlukan suatu mekanisme pengawasan yang baik guna mengendalikan dan menselaraskan kepentingan pemegang saham dan manajer, (Jensen and Meckling 1976). Mekanisme ini dilakukan sebagai penerapan *corporate governance* dalam perusahaan. Karakteristik serta pengalaman manajerial dapat menjadi sinyal positif bagi investor dalam menentukan pilihan investasinya.

(Leland and Pyle 1977), Dalam konteks IPO kehadiran manajer dari kalangan pemilik perusahaan emiten menjadi sinyal tersendiri bagi investor tentang kualitas perusahaan. Menurut (Jensen and Meckling 1976), perilaku manajer mempengaruhi persepsi investor tentang perusahaan, hal ini kemudian didukung pendapat (Certo et al. 2001) bahwa keberadaan seorang *founder* CEO mengurangi biaya modal dan meningkatkan *underpricing* dimana CEO juga menggunakan kekuatan reputasinya untuk bernegosiasi dengan penjamin emisi dalam menentukan harga saham perusahaannya, (Darmadi and Gunawan 2013).

Dalam penelitian (Mousa et al. 2014b), menemukan bahwa keterlibatan dewan direksi dalam pasar perdana tidak berpengaruh terhadap kesuksesan IPO. Hal ini mendukung apa yang telah dilakukan sebelumnya oleh (Certo et al. 2001), komposisi dewan itu tidak memiliki hubungan dengan kinerja saham pada penjualan perdananya, demikian juga (Darmadi and Gunawan 2013) mengatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *board structure* dan tingkat *underpricing* pada saat IPO.

Hipotesis 1 : Semakin besar jumlah dewan direksi dan komisaris akan semakin berpengaruh negatif terhadap nilai *underpricing*.

Pengaruh Ownership Retention terhadap *Underpricing*

Kepemilikan oleh pemilik lama pada saat IPO menjadi sinyal baik investor tentang kualitas perusahaan emiten. Hasil penelitian Leland and Pyle (1977) mengatakan bahwa perilaku manajemen menahan saham pada saat IPO merupakan sinyal baik tentang kualitas perusahaan. Pernyataan hasil penelitian ini didukung oleh Eugene F. Fama and Jensen (1983) yang mana adanya kepemilikan terkonsentrasi dapat mengontrol kinerja manajerial.

Hasil penelitian Fan (2007) menemukan bahwa kepemilikan saham oleh pemilik lama berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing* dan kinerja perusahaan di pasar perdana. Dalam konteks ini dapatlah dikatakan bahwa kepemilikan oleh pemilik lama dan pihak manajemen dapat meningkatkan nilai *underpricing*. Ahmed S. Alanazi et al. (2011) mengatakan kepemilikan oleh pemilik terdahulu berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan IPO. Jain dan Kini (1994) dalam Ahmed S. Alanazi et al. (2011) menemukan bahwa IPO di USA menampilkan kinerja yang bagus ketika pemilik meretain saham mayoritasnya.

Namun terdapat perbedaan hasil penelitian Darmadi and Gunawan (2013), menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara kepemilikan lama dan *underpricing* IPO.

Hipotesis 2: Semakin meningkat **besar ownership Retention** semakin menurunkan nilai *underpricing* saham perdana

Result

Untuk mengetahui apakah ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen maka digunakan uji t. Apabila nilai signifikan dari t masing-

masing variabel lebih kecil daripada tingkat signifikansinya (α) yang digunakan maka hipotesis alternatif yang dinyatakan didukung data. Apabila koefisien regresi t mempunyai tanda negatif maka hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen adalah terbalik. Demikian juga bila tanda positif maka hubungan antara variabel independen terhadap dependen adalah searah.

Pada hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah bahwa bahwa Ownership retention berpengaruh negatif *underpricing* pada saat IPO. Sedangkan pada hipotesis kedua adalah Jumlah Direksi dan Komisaris sebelum perusahaan melakukan *listing* berpengaruh negatif. Hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah bahwa semakin tinggi Jumlah Direksi dan Komisaris maka proporsi saham yang ditahan oleh pemilik lama akan semakin tinggi tingkat *underpricing*

Pengujian dari ketiga hipotesis diatas dilakukan dengan menggunakan model regresi sebagai berikut.

$$UP = \alpha + \beta_1 DK_i + \beta_2 Own_i + \beta_3 (DK*OWN) + u_i$$

Setelah melakukan penghitungan semua variabel baik variabel independen maupun variabel dependen, langkah berikutnya adalah melakukan analisis regresi linier berganda. Analisis regresi linier berganda ini dilakukan dengan memanfaatkan *software* komputer SPSS 22. Melalui hasil analisis regresi linear berganda ini dapat menjawab hipotesis 1 hingga hipotesis 3 dalam penelitian ini. Hasil dari analisis regresi dapat dilihat dalam tabel sebagai berikut :

Tabel.1
Hasil analisa regresi berganda dan uji t

Variabel	Koef.regresi	t	Prob.Sig	Kesimpulan
DK	-0,050	-2,114	0,039	Signifikan
OWN	-0,128	-2,243	0,029	Signifikan
DK*OWN	-0,120	1,476	0,045	Signifikan
Konstanta	-0,126			
Adj. R²	0,119			

Sumber : Hasil pengolahan data SPSS

Dari hasil pengolahan data observasi yang ditampilkan pada tabel di atas tanda negatif pada koefisien regresi variabel DK dan OWN menunjukkan bahwa *jumlah Direksi dan Komisaris* serta *ownership retention* mempunyai pengaruh negatif terhadap *Underpricing*

Koefisien regresi dari variabel DK = -0,050 berarti bahwa setiap peningkatan *Jumlah Direksi dan Komisaris* sebesar 1% akan menurunkan kinerja jangka panjang sebesar 0,050 point. Hal ini terbukti dengan perbandingan nilai probabilitas (angka signifikansi) dengan *level of significant* ($\alpha = 0,05$). Nilai probabilitas (*level of significant*) variabel independen UP = 0,039. Sehingga dengan demikian hipotesis pertama dalam penelitian ini dapat terdukung.

Nilai probabilitas variabel independen DK lebih kecil dari *level of significant* 0,05; ($0,039 < 0,05$) sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa variabel independen DK berpengaruh negatif signifikan terhadap *Underpricing* perusahaan yang IPO di Bursa Efek Indonesia.

Koefisien regresi OWN = -0,128 berarti bahwa setiap peningkatan *Kepemilikan (ownership retention)* sebesar 1% akan menurunkan kinerja jangka panjang sebesar

0,128 point. Hal ini terbukti dengan perbandingan nilai probabilitas (angka signifikansi) dengan *level of significant* ($\alpha = 0,05$). Nilai probabilitas (*level of significant*) variabel independen DAC = 0,029. sehingga dengan demikian hipotesis kedua dapat terdukung. Nilai probabilitas variabel independen OWN lebih kecil dari *level of significant* 0,05 sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa variabel independen OWN berpengaruh negatif signifikan terhadap Underpricing perusahaan yang IPO di bursa efek Indonesia.

Koefisien regresi DK*OWN atau interaksi dari *Jumlah direksi dan Komisaris* dan *ownership retention* terhadap kinerja jangka panjang menunjukkan arah pengaruh yang Negatif yakni -0,120 yang signifikan. Nilai probabilitas signifikansi adalah 0,045 yang lebih kecil jika dibandingkan dengan *level of significant* ($\alpha = 0,05$). Perbedaan nilai probabilitas signifikansi dengan *level of significant* ($\alpha = 0,05$) ini, membuktikan bahwa *ownership retention* adalah (*moderating*) variabel yang dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh dari *earning management* terhadap Underpricing. Besarnya angka adjusted R² adalah 0,119, yang memberikan pengertian bahwa 11,9% variasi dari Underpricing (UP) dapat dijelaskan oleh variasi dari DK (*Direksi dan komisaris*), OWN (*ownership retention*), dan DK*OWN (interaksi) keduanya. Selanjutnya sisa dari 100% - 11,9% atau 88,1% dijelaskan oleh faktor atau sebab-sebab lain yang tidak terdapat dalam model penelitian ini.

Daftar Pustaka

- Abebe, M., and D. A. Alvarado. 2013. Founder-CEO status and firm performance: an exploratory study of alternative perspectives. *Journal of Strategy and Management* 6 (4):343 - 357.
- Aggarwal, R. 2003. Allocation of initial public offerings and flipping activity. *Journal of Financial Economics* 68:111–135.
- Ahmed S. Alanazi, B. Liu, and J. Forster. 2011. The financial performance of Saudi Arabian IPOs. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 4 (2):146-157,.
- Badru, B. O., N. A. Ahmad-Zaluki, and W. N. Wan-Hussin. 2017. Board Characteristics and the Amount of Capital Raised in the Malaysian IPO Market. *Journal of Multinational Financial Management*.
- Bennedsen, M., H. C. Kongsted, and K. M. Nielsen. 2008. The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firm. *Journal of Banking & Finance* (32):1098–1109.
- Brigham, E. F., and M. C. Ehrhardt. 2011. *Financial Management: Theory and Practice* Vol. 13a: Shouth Westren.
- Cao, M., and S. Shi. 2006. Signaling in the Internet craze of initial public offerings. *Journal of Corporate Finance* 12:818-833.
- Certo, S. T., J. G. Covin, D. R. Dalton, and C. M. Daily. 2001. Wealth and The Effects of Founder Management Among IPO-Stage New Ventures. *Strategic Management Journal* 22:641–658.
- Cirillo, A., M. Romano, and O. Ardivino. 2015. Does family involvement foster IPO value? Empirical analysis on Italian stock market. *Management Decision* 53 (5): 1125 -1154.
- Darmadi, S., and R. Gunawan. 2013. Underpricing, board structure, and ownership. *Managerial Finance* 39 (2):181 - 200.
- Djerbi, C., and J. Anis. 2015a. Boards retained ownership and failure risk of French IPO firms. *Corporate Governance* 15 (1):108 - 121.
- . 2015b. Boards, retained ownership and failure risk of French IPO firms. *Corporate Government* 15 (1):108-121.
- Escobari, D., and A. Serrano. 2016. Reducing asymmetric information in venture capital backed IPOst. *Managerial Finance* 42 (6):553 - 568.

- Eugene F. Fama, and M. C. Jensen. 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* XXVI (june).
- Fan, Q. 2007. Earnings Management and Ownership Retention for Initial Public Offering Firms: theory and Evidence. *THE ACCOUNTING REVIEW* 82 (1):27–64.
- Grinblatt, M., and C. Y. Hwang. 1989. Signalling And The Pricing Of New Issues. *THE JOURNAL OF FINANCE* Xliv (2 june):393-420.
- Habib, M. A., and A. P. Ljungqvist. 2001. Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence. *The Review of Financial Studies Summer* 14 (2):433–458.
- Handa, R., and B. Singh. 2015. Women directors and IPO underpricing: evidence from Indian markets. *Gender in Management: An International Journal*, 30 (3):186 - 205.
- He, L., J. J. Cordeiro, and T. S. Shaw. 2015. CEO power, equity ownership and underwriter reputation as determinants of lockup period length. *Management Research Review*, 35 (5):438 - 458.
- Hearn, B. 2011. The impact of corporate governance measures on the performance of West African IPO firms. *Emerging Markets Review* 12:130–151.
- Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. 2003. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *FRBNY Economic Policy Review* april:7-26.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Kun Wang. 2008. Does pre-deal research reduce IPO underpricing? *Pacific Accounting Review* 20 (3): 234 - 253.
- Kuntara Pukthuanthong-Le, and T. Walker. 2008. Family Control, Underwriter Prestige, and IPO Underpricing: A Cross Country Analysis. *Multinational Business Review*, 16 (2 pp):1 - 42
- Leland, H. E., and D. H. Pyle. 1977. Informational Asymmetries, Financial Structure, And Financial Intermediation. *THE JOURNAL OF FINANCE* XXXII 2 (2 May):371-387.
- Li, M., S. X. Zheng, and M. V. Melancon. 2005. Underpricing, share retention, and the IPO aftermarket liquidity. *International Journal of Managerial Finance*, 1 (2):76 - 94.
- Lin, C.-P., and C.-M. Chuang. 2011. Principal-Principal Conflicts and IPO Pricing in an Emerging Economy. *Corporate Governance: An International Review* 19 (6):585–600.
- Maheshwari, Y., and K. Agrawal. 2015. Impact of IPO grading on earnings management. *Journal of Financial Reporting and Accounting* 13 (2):142 - 158.
- Meoli, M., A. Signori, and S. Vismara. 2015. Are IPO underwriters paid for the services they provide? *International Journal of Managerial Finance* 11 (4):414 - 437.
- Mousa, F.-T., W. J. Ritchie, and R. Reed. 2014a. Founder-CEO board involvement and optimal IPO valuation. *Management Decision* 52 (3):642-657.
- . 2014b. Founder-CEO board involvement and optimal IPO valuation. *Management Decision* 52 (3):642 - 657.
- Peter, S. 2007. Performance of initial public offerings and privatized offers. *Managerial Finance* 33 (10):798 - 809.
- Rahim, R. A., and Othman Yong. 2010. Initial returns of Malaysian IPOs and Shari'a-compliant status. *Journal of Islamic Accounting and Business Research* 1 (1):60 - 74.
- Ritter, J. R. 1991. The Long-Run Performance Of Initial Public Offerings. *THE JOURNAL OF FINANCE* Xlvi (1 March):3-26.
- Sehgal, S., and B. Singh. 2007. The Initial and Aftermarket Performance of Indian IPOs. *The Icfai Journal of Applied Finance* 13 (11):16-36.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1986. Large shareholder and corporate control. *Journal of Political Economy* 94 (3):461-488.
- Singh, I., and J. L. W. M. V. d. Zahn. 2008. Determinants of intellectual capital disclosure in prospectuses of initial public offerings. *Accounting and Business Research* 38 (5):409-431.

- Wang, K., and Z. Iqbal. 2006. Auditor choice, retained ownership, and earnings disclosure for IPO firms. *International Journal of Managerial Finance* 2 (3):220 - 240.
- Yong Wang, and X. T. Zhang. 2015. Strategic IPO Underpricing: The Role of Chinese State Ownership" In Value Creation in Multinational Enterprise. . *Published online* 09 (Maret):475-495.
- Zahn, J.-L. W. M. V. d., H. Singh, and Inderpal Singh. 2008. Association between independent audit committee members' human-resource features and underpricing. *Journal of Human Resource Costing & Accounting* 12 (3):179 - 212.
- Zhijian Xu Libo Xu. 2012. IPO valuation of entrepreneurial firms in China's new growth enterprise market. *Journal of Chinese Entrepreneurship* 4 (3):206 - 220.