

**PENGARUH GENDER DIVERSITY DAN
GOOD CORPORATE GOVERNANCE
TERHADAP UNDERPRICING PADA
PERUSAHAAN NON – KEUANGAN
YANG MELAKUKAN IPO
PERIODE 2006-2016**

Kevin Kurniawan

Manajemen Keuangan / Fakultas Bisnis dan Ekonomika
kevinpiyo97@gmail.com

Dr. Deddy Marciano, S.E., M.M., CSA

maricano@staff.ubaya.ac.id

Arif Herlambang, S.Si., M.Si.

arif_herlambang@staff.ubaya.ac.id

Abstrak - Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* pada perusahaan non-keuangan yang melakukan IPO periode 2006-2016. Variabel independen yang digunakan adalah *percentage of woman director*, *underwriter prestige*, *percentage outside director*, *ownership concentration*, *institutional ownership*, dan *profitability*. Penelitian ini menggunakan metode pengolahan data regresi linear berganda. Data yang digunakan dalam penelitian ini berdasarkan perusahaan non-keuangan yang melakukan IPO pada tahun 2006 hingga 2016. Jumlah observasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 78 observasi.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *percentage of woman director*, *underwriter prestige*, *percentage outside director*, *ownership concentration*, dan *profitability* berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* di hari pertama (*initial return day 1* dan *abnormal return day 1*) pada harga saham di pasar sekunder. Lalu penelitian ini juga menunjukkan hasil dari *robustness check* terhadap *underpricing* di hari ketujuh (*initial return day 7* dan *abnormal return day 7*) dan ketigapuluh (*initial return day 30* dan *abnormal return day 30*)

Abstract - This study aimed to analyse factors affecting *underpricing* for non-finance companies that indicated their first public offering during 2006-2016. Independent variables used are *percentage of woman director*, *underwriter prestige*, *percentage outside director*, *ownership concentration*, *institutional ownership*, and *profitability*. This study uses a quantitative approach with multiple linear regression as analysis model. This study uses a sample of non-finance firms that initiated their first public offering on 2006-2016. Number of observations used in this study is 78 observations.

The results showed the percentage of female directors, prestige underwriters, percentage of outside directors, ownership concentration, and significant profitability against *underpricing* on the first day (1st day of return and abnormal

return day 1) on stock prices in the secondary market. Then this research also shows the rebustness check result of underpricing on the seventh day (7th return and 7th abnormal return day) and thirty (30th return day and 30th abnormal return).

Keyword : Underpricing, Initial Public Offering, Good Corporate Governance.

PENDAHULUAN

Penekanan global yang baru pada reformasi tata kelola perusahaan telah menempatkan fokus kepada kontribusi direksi perempuan untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Telah diakui bahwa perusahaan akan mendapatkan keunggulan kompetitif dengan memiliki karyawan perempuan dan direksi perempuan dalam susunan dewan perusahaan, yang juga memungkinkan mereka untuk mengoperasikan perusahaan dengan lebih efektif karena memiliki keanekaragaman gender dalam organisasi (Morrison, 1992; Schwartz, 1992; Fernandez, 1993; Mattis, 1993). Kehadiran direksi perempuan ini menjadi masalah yang penting, karena dapat dilihat bahwa jumlah direksi perempuan dalam pengambilan keputusan perusahaan saat ini masih sangat rendah di seluruh dunia (Handa & Singh, 2015). Dengan rendahnya kehadiran perempuan di struktur dewan direksi, oleh karena itu, hal ini penting diketahui oleh para pemegang saham, masyarakat, pemerintah dan para peneliti. Krisis keuangan dan bangkrutnya perusahaan baru-baru ini sering dihubungkan dengan praktik tata kelola perusahaan (Villiers, 2010). Dapat dilihat dari kasus runtuhnya perusahaan WorldCom dan Enron, telah diperdebatkan bahwa penyebab potensi runtuhnya perusahaan ini karena struktur dewan direksinya didominasi oleh laki-laki (Erhardt *et al.*, 2003).

Dinamika perusahaan yang mencari akses untuk mendapatkan modal agar perusahaan dapat bertumbuh adalah melalui konteks *initial public offering* (IPO). IPO sendiri adalah peristiwa penting dalam siklus hidup perusahaan, dimana perusahaan menjangkau masyarakat umum untuk mendanai pertumbuhan perusahaan di masa depan. Investor akan mempertimbangkan berbagai faktor ketika mengevaluasi potensi untuk berinvestasi pada perusahaan yang IPO (*see Certo et al.*, 2009 *for are view*), beberapa penelitian menjelaskan pengaruh praktik tata kelola perusahaan pada reaksi para investor dalam penawaran saham awal

(Bruton *et al.*, 2010; Certo *et al.*, 2003). Memanfaatkan mekanisme tata kelola perusahaan yang efektif oleh perusahaan IPO akan berperan penting dalam memastikan para investor bahwa para manajer perusahaan akan berusaha untuk memaksimalkan nilai investasi keuangan daripada digunakan untuk kepentingan pribadi (Arthurs *et al.*, 2008b; Bruton *et al.*, 2009).

KAJIAN TEORITIS

Woman on Board (Handa & Singh., 2015, pp.189) menyatakan bahwa *Gender Diversity* akan berpengaruh negatif terhadap *Underpricing* IPO, karena ketika laki-laki dan perempuan berkontribusi dalam manajemen dengan cara yang berbeda, dan saling melengkapi, keragaman gender dan keseimbangan dapat menjadi sumber keunggulan dari pada pesaing. Selain itu dengan lebih banyak perempuan pada struktur dewan direksi, perusahaan dianggap sebagai lebih mampu menghadapi kompleksitas bisnis, sehingga mengurangi ketidakpastian tentang nilai perusahaan. Para peneliti yang menulis Teori tentang *Woman on Board* menunjukkan bahwa perempuan meningkatkan efektivitas dalam proses pemantauan. Sebagai contoh, penelitian menunjukkan bahwa gender yang beragam pada struktur dewan direksi berfungsi untuk meningkatkan upaya untuk manajemen monitoring agar lebih baik (Adams & Ferreira, 2009), sehingga memperkecil terjadinya *undepricing* IPO. Selain itu, beberapa penelitian menunjukkan bahwa kehadiran direksi perempuan memiliki pengaruh yang lebih besar dari pengendalian strategis dewan direksi, bekerja lebih banyak pada saat di ruang dewan, dan peningkatan jumlah yang terlibat dalam kegiatan pembangunan oleh direksi (Nielsen & Huse, 2010). Selain itu Watson *et al.* (1993) dan Fondas dan Sassalos (2000) berpendapat bahwa struktur dewan direksi yang beragam dengan representasi perempuan yang lebih besar akan meningkatkan peran pengawasan. Dari perspektif teori institusional, Bilimoria (2000) berpendapat bahwa korporat mencapai legitimasi dengan mempromosikan perempuan ke posisi strategis dalam manajemen dan kehadiran mereka memberi sinyal bahwa perusahaan menghargai kontribusi karyawan perempuannya. Kehadiran perempuan sebagai direktur di dewan perusahaan, oleh karena itu, akan memberi sinyal perhatian tingkat tinggi untuk pemberdayaan

perempuan dan filosofi pemerataan. Sinyal semacam itu adalah mekanisme utama yang diterapkan oleh perusahaan penerbit IPO untuk mengkomunikasikan kredibilitas dan potensi permasalahan tersebut. Dengan demikian, direksi wanita dapat digunakan untuk menyampaikan potensi perusahaan kepada calon investor (Leland and Pyle, 1977).

H1. *Women director* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* IPO.

Reutzel & Belsito (2015) dan Darmadi & Gunawan (2013) menjelaskan bahwa *underwriter prestige* berpengaruh negatif pada *underpricing* IPO, karena reputasi *underwriter*, dapat dikatakan memiliki kualitas baik dan mahir dalam mengidentifikasi risiko. *Underwriter* seperti itu akan menghindari perusahaan yang memiliki risiko tinggi dalam rangka untuk meningkatkan keseksamaan estimasi perusahaan emiten, untuk meminimalisir partisipasi investor yang memiliki informasi, dan untuk menjaga reputasi *underwriter* tersebut. Reputasi *underwriter* yang semakin prestigius dapat mempengaruhi dalam menurunkan *underpricing*, dimana perangkaan sekuritas-sekuritas terbaik terangkum dalam “Big Five Securities” dengan mengacu pada berbagai macam kriteria seperti pendapatan dan laba, *ROA (Return of Assets)*, *ROE (Return of Equity)*, maupun *NPM (Net Profit Margin)*, memberikan pengaruh besar dalam menetapkan *price* yang tepat (Safitri, 2013).

H2. *Underwriter prestige* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* IPO.

Lin dan Chuang (2011) menunjukkan bahwa *percentage of outside director* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* IPO, hal ini terjadi karena ketika muncul pokok-pokok konflik yang artinya masalah yang signifikan, *inside director* akan membuat situasi semakin buruk. Karena direksi sendiri dipilih oleh pemegang saham, kebanyakan direksi dipilih oleh pemegang saham pengendali. Jika direksi ini juga menjabat sebagai manajer (*inside director*), pemegang saham pengendali dapat dengan mudah membuat keputusan untuk mengambil alih pemegang saham minoritas melalui orang dalam ini, seperti meningkatkan *underpricing* IPO untuk mencegah potensi pemegang saham lainnya masuk sehingga tidak melemahkan hak

kontrol mereka sebagai pemegang saham mayoritas. Oleh karena masalah yang di atas, maka diperkenalkan *independent director* yang berfungsi sebagai penyeimbang dan melemahkan kontrol pemegang saham pengendali, atau anggota keluarga, agar tidak menguntungkan pribadi mereka dan mengurangi pokok konflik utama (Anderson & Reeb, 2004).

H3. *Outside director* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* IPO.

Handa & Singh (2015), menemukan pengaruh positif *ownership concentration* terhadap *underpricing* IPO, karena karena seseorang atau institusi yang memiliki saham lebih dari 5% atau *ownership concentration*, cenderung memiliki tujuan untuk melayani dirinya sendiri atau kepentingan pribadi karena proporsi kepemilikan atas investasi di perusahaan meningkat. Selain itu di perusahaan yang ada di India cenderung dipegang oleh para pendiri atau manajemen, sehingga dipergunakan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan melayani kepentingan pribadi mereka. Hal ini menunjukkan bahwa *ownership concentration* akan mengabaikan keinginan pemegang saham minoritas, sehingga asimetri informasi semakin besar, dan *underpricing* semakin bertambah.

H4. *Ownership concentration* berpengaruh positif terhadap *underpricing* IPO.

Selain itu penelitian yang dilakukan oleh Darmadi & Gunawan (2015), menemukan pengaruh negatif *institutional ownership* terhadap *underpricing* IPO, hal ini karena Partisipasi investor institusional dalam kepemilikan perusahaan diyakini mengarah pada peningkatan nilai perusahaan karena pemantauan yang lebih efektif (Shleifer dan Vishny, 1986). Dengan sumber daya dan keahlian yang mereka miliki, investor institusi memiliki insentif yang lebih kuat untuk memantau manajemen, mencegah para manajer membuat keputusan yang tidak optimal dan bersikap oportunistik (Tihanyi *et al.*, 2003; Velury and Jenkins, 2006). Gillan and Starks (2003) menyoroti bahwa investor institusi, khususnya investor institusi asing, memainkan peran penting dalam memperbaiki tata kelola perusahaan di seluruh dunia. Demikian pula, Claessens dan Fan (2003) berpendapat bahwa partisipasi investor institusional dapat memperbaiki praktik tata kelola perusahaan

di perusahaan Asia Timur, karena perannya dalam mengurangi konflik antara *controlling insider* dan *outside investor* yang timbul dari konsentrasi kepemilikan yang tinggi. Selain itu Darmadi dan Gunawan (2015) berpendapat bahwa di perusahaan swasta (termasuk perusahaan IPO), kehadiran investor institusional jarang diamati. Oleh karena itu, kami memperkirakan bahwa investor institusional dalam perusahaan IPO akan berkontribusi untuk mengurangi masalah agensi antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas, sehingga memperbaiki praktik tata kelola perusahaan. Selain itu, kehadiran investor institusional dapat mengurangi asimetri informasi antara emiten dan calon investor baru, sehingga emiten tidak perlu menetapkan harga penawaran yang jauh lebih rendah untuk mencapai keberhasilan IPO-nya.

H5. *Institutional Ownership* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* IPO.

Ghozali (2002) menyatakan bahwa *profitability* berpengaruh negatif terhadap *underpricing*, karena nilai ROA yang semakin tinggi akan menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba di masa yang akan datang dan laba merupakan informasi penting bagi investor sebagai pertimbangan dalam menanamkan modalnya. Profitabilitas yang tinggi dari suatu perusahaan akan mengurangi ketidakpastian bagi investor (Ghozali, 2002). Probabilitas perusahaan yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian IPO sehingga mengurangi tingkat *underpricing*. Selain itu penelitian yang dilakukan oleh Gerianta (2008) menyatakan bahwa *profitability* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* karena, tingkat profitabilitas merupakan informasi tingkat keuntungan yang dicapai perusahaan. Informasi ini akan memberikan informasi kepada pihak luar mengenai efektivitas operasional perusahaan. Profitabilitas perusahaan yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian IPO sehingga mengurangi tingkat *underpricing*. Untuk mengukur profitabilitas digunakan *Rate of Return on Total Assets* (ROA). Begitu juga penelitian yang dilakukan oleh Andhi (2010), Rani (2006), dan Ayu (2013), ketiga penelitian ini memiliki variabel *profitability* untuk membuktikan pengaruhnya terhadap *underpricing*, setelah dibuktikan variabel *profitability* yang

diukur dengan menghitung ROA ternyata berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.

H6. *Profitability* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* IPO

METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Penelitian ini termasuk dalam jenis *basic research* yaitu penelitian untuk mengembangkan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya. Berdasarkan tujuannya, penelitian ini termasuk jenis penelitian kausal karena penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel independen (*women director*, *underwriter prestige*, *outside director*, *ownership concentration*, *institutional ownership* dan *profitability*) terhadap variabel dependen (*underpricing*) untuk badan usaha non - keuangan yang terdaftar di BEI periode 2006 – 2016. Dilihat dari pendekatannya, penelitian ini adalah penelitian kuantitatif sebab melibatkan data-data kuantitatif dalam menilai kinerja keuangan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *women director*, *underwriter prestige*, *outside director*, *ownership concentration*, dan *profitability* terhadap *underpricing* IPO.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini merupakan seluruh perusahaan yang melakukan IPO tahun 2006 – 2016 pada Bursa Efek Indonesia. Sampel dalam penelitian ini yaitu seluruh perusahaan sektor non-keuangan yang melakukan IPO tahun 2006 – 2016 pada Bursa Efek Indonesia.

Variabel Penelitian

Variabel dependen penelitian ini yaitu *underpricing* yang pertama diukur menggunakan *initial return* yaitu harga penutupan hari pertama dikurangi harga penawaran lalu dibagi harga penawaran, kedua diukur menggunakan *market-adjusted return* yaitu *initial return* dikurangi dengan *market return*; sedangkan variabel independen-nya *percentage of woman director* diukur melalui proporsi direksi perempuan pada dewan, *underwriter prestige* diukur melalui dikotomis 1

jika IPO perusahaan ditanggung oleh top 5 penjamin emisi dan 0 jika tidak, *outside director* diukur melalui proporsi direktur dari luar perusahaan (*independent director*) pada dewan, *ownership concentration* diukur melalui proporsi saham biasa yang dimiliki oleh pemegang saham terbesar_{it} (kepemilikan diatas 5%), *institutional ownership* diukur melalui proporsi saham biasa yang dimiliki oleh pemegang saham institusi, dan *profitability* diukur dengan *net income* dibagi total aset.

$$\begin{aligned}
 \text{Underpricing}_{it} = & \alpha + \text{WOM_DIR}_{1it} + \beta_2 \cdot \text{UN_PRES}_{2it} + \beta_3 \cdot \text{OUT_DIR}_{3it} \\
 & + \beta_4 \cdot \text{OWN_CON}_{4it} + \beta_5 \cdot \text{INST_OWN}_{5it} + \beta_6 \cdot \text{PROFIT}_{6it} + \\
 & e \dots \dots \dots (1)
 \end{aligned}$$

Keterangan:

- WOM_DIR_{it} : proporsi direksi perempuan pada dewan pada periode t
- UN_PRES_{it} : Dikotomis 1 jika IPO perusahaan ditanggung oleh top 5 penjamin emisi dan 0 jika tidak pada periode t
- OUT_DIR_{it} : proporsi direksi independen pada badan usaha period t
- OWN_CON_{it} : total kepemilikan saham diatas 5% pada badan usaha periode t
- INST_OWN_{it} : total kepemilikan saham yang dimiliki institusi periode t
- PROFIT_{it} : komposisi keuntungan badan usaha pada periode t
- α : koefisien konstanta
- β : koefisien regresi
- e : error

HASIL DAN PEMBAHASAN

Setelah dilakukan seleksi terhadap data-data laporan keuangan yang ada, lalu dilakukanlah uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolenieritas, uji autokolerasi, dan uji heteroskedastisitas. Data yang diperoleh kemudian diolah dengan menggunakan Eviews 8. Berikut merupakan hasil penelitian yang disajikan dalam tabel hasil uji regresi:

Tabel 1
 Hasil Regresi Hasil Regresi IR1 & AR1

| | | IR1 | | AR1 | |
|--------------------|-----------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| Variable | Hipotesis | Coefficient | t-Statistic | Coefficient | t-Statistic |
| C | | -0.024673 | -0.201473 | -0.034835 | -0.282207 |
| WOMDIR | Negatif | 0.660478** | 2.190603 | 0.658271** | 2.162343 |
| UNPRES | Negatif | -0.223814* | -3.685782 | -0.22163* | -3.650531 |
| OUT_DIR | Negatif | -0.49301** | -2.319152 | -0.468389** | -2.129536 |
| OWN_CON | Positif | 0.408286** | 2.492326 | 0.398572** | 2.37797 |
| INST_OWN | Negatif | 0.16675 | 1.149629 | 0.179792 | 1.227215 |
| PROFITABILITY | Negatif | -1.164323*** | -1.909129 | -1.190238*** | -1.9608 |
| R-squared | | 0.228034 | | 0.225211 | |
| Adjusted R-squared | | 0.162797 | | 0.159736 | |
| F-statistic | | 3.495486 | | 3.439643 | |
| Prob(F-statistic) | | 0.004375 | | 0.004873 | |
| Observation | | 78 | | 78 | |

(Sumber: Laporan keuangan perusahaan, diolah)

Keterangan: * : Signifikansi pada 1%
 ** : Signifikansi pada 5%
 *** : Signifikansi pada 10%

Tabel Tabel 2

Hasil Regresi IR7, AR7 & IR30, AR30 (*Robustness Check*)

| | | IR7 | | AR7 | | IR30 | | AR30 | |
|--------------------|-----------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| Variable | Hipotesis | Coefficient | t-Statistic | Coefficient | t-Statistic | Coefficient | t-Statistic | Coefficient | t-Statistic |
| C | | -0.040361 | -0.185474 | -0.039994 | -0.186983 | -0.05515 | -0.24012 | -0.072684 | -0.236181 |
| WOMDIR | Negatif | 1.075135*** | 1.812781 | 1.1241*** | 1.868169 | 1.037206*** | 1.814113 | 1.086403*** | 2.256064 |
| UNPRES | Negatif | -0.4388* | -3.923326 | -0.42128* | -3.772163 | -0.447642* | -4.034716 | -0.423555* | -2.316871 |
| OUT_DIR | Negatif | -1.01245** | -2.073774 | -0.944193*** | -1.912441 | -0.793378*** | -1.744016 | -0.644836 | -1.309549 |
| OWN_CON | Positif | 0.369032 | 0.963633 | 0.255216 | 0.667896 | 0.440165 | 1.047711 | 0.304217 | 0.593358 |
| INST_OWN | Negatif | 0.371938 | 1.074571 | 0.34186 | 0.996974 | 0.354744 | 1.008586 | 0.335594 | 0.840649 |
| PROFITABILITY | Negatif | -1.656451*** | -1.781391 | -1.629971*** | -1.75534 | -1.653961 | -1.656926 | -1.655808 | -2.207986 |
| R-squared | | 0.169667 | | 0.167976 | | 0.17131 | | 0.170989 | |
| Adjusted R-squared | | 0.099498 | | 0.097665 | | 0.10128 | | 0.100932 | |
| F-statistic | | 2.417984 | | 2.389019 | | 2.446239 | | 2.440705 | |
| Prob(F-statistic) | | 0.034909 | | 0.036895 | | 0.033073 | | 0.033425 | |
| Observation | | 78 | | 78 | | 78 | | 78 | |

(Sumber: Laporan keuangan perusahaan, diolah)

Keterangan: * : Signifikansi pada 1%
 ** : Signifikansi pada 5%
 *** : Signifikansi pada 10%

Dari tabel 1 dapat diketahui bahwa pada variabel dependen *underpricing* dengan menggunakan pengukuran *initial return* (IR1) dan *abnormal return* (AR1) hari pertama, terdapat 2 variabel yang hasil penelitiannya berlawanan arah dengan hipotesisnya

Variabel *percentage of woman director* berpengaruh positif terhadap *underpricing*. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Reutzel & Belsito (2015). Namun, hipotesis pada penelitian ini menyatakan adanya pengaruh negatif antara *percentage of woman director* dengan *underpricing*, hasil penelitian menunjukkan pengaruh positif signifikan yang berarti terdapat pengaruh, namun arahnya berlawanan dengan hipotesis. Kondisi tersebut menunjukkan telah terjadi kesalahan tipe 1. Kesalahan tipe 1 terjadi ketika hasil penelitian menyatakan H_0 ditolak, namun sebenarnya H_0 adalah benar. Berdasarkan yang penelitian yang dilakukan oleh Reutzel & Belsito (2015) menyatakan semakin besarnya proporsi wanita pada dewan direksi, maka akan mengakibatkan tingkat *underpricing* semakin tinggi, karena ketika direksi perempuan memiliki posisi atau peran dilingkungan yang jumlah direksi laki-lakinya jauh lebih banyak, maka direksi perempuan akan dipandang lebih negatif ketimbang laki-laki (Sekaquaptewa and Thompson, 2002; Taylor and Fiske, 1978), hal ini terjadi karena secara khusus, teori kesesuaian akan peran dapat menunjukkan kepada pengamat akan prasangka terhadap para pemimpin perempuan karena adanya ketidaksesuaian antara norma-norma feminitas dan karakteristik maskulin yang sering dianggap sumber dari peran kepemimpinan sesungguhnya (Eagly and Karau, 2002), karena organisasi seringkali menjadi rasional, analitikal strategis, berorientasi kepada keputusan, keras dan agresif dan begitu juga dengan gaya kepemimpinan lelaki atau *masculinity* (Powell 1990; 1993) dan (Bass 1981), lalu berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh (Sparrow, J., and Rigg, C., 1993) menyatakan bahwa gaya kepemimpinan *femininity* memiliki karakteristik yang tidak logis, bagian dari sifat alami, sistematis, penyatu, lunak, dan membebaskan, berbeda dengan gaya kepemimpinan *masculinity* yang memiliki karakteristik logis, berbeda dari sifat alami, mekanis, pemisah, keras, dan selalu mengontrol, dapat dilihat dari karakteristik bahwa tipe

kepemimpinan laki-laki adalah tipe kepemimpinan yang diharapkan oleh para investor, karena tegas baik dalam hal strategik dan proses kontrol dan dapat fokus kepada tujuan utama sehingga asimetri informasi semakin kecil dan *underpricing* akan semakin kecil, sebaliknya wanita akan menjadikan *underpricing* semakin besar karena memiliki sifat yang kurang tegas, selalu menggunakan perasaan, dan kurang dalam hal mengontrol, lebih membebaskan karena mudah percaya. Selain itu (Cook and Glass, 2011; Lee and James, 2007) menyatakan bahwa kebanyakan perusahaan mempunyai persyaratan atau standarisasi kinerja bagi para wanita yang ingin menjadi direksi sangat tidak sesuai dengan gaya kepemimpinan wanita pada dasarnya, sehingga akan berpengaruh kepada kinerja perusahaan dimasa yang akan datang karena direksi wanita tersebut dipaksakan bekerja sesuai dengan peran laki-laki pada dasarnya, sehingga investor kurang yakin atau ragu atas kinerja direksi wanita karena keterpaksannya untuk memimpin bukan dengan gaya atau proses kepemimpinannya sendiri, tetapi menggunakan standart peran direksi laki-laki, sehingga investor dapat memiliki presepsi bahwa direksi wanita yang bekerja dalam suatu perusahaan memiliki perasaan yang kurang nyaman dalam proses bekerjanya yang akan berdampak kepada kurang maksimalnya mereka dalam memenuhi tugas sebagai seorang direksi. Selain itu, (Hillman and Dalziel, 2003; Hillman *et al.*, 2008) menyatakan karena para investor sudah terbiasa melihat bagaimana baiknya monitoring para direksi laki-laki, akan menimbulkan tanggapan bahwa dengan hadirnya direksi perempuan dalam dewan direksi dianggap kurang memiliki atribut atau persyaratan yang dibutuhkan ketika menjabat sebagai direktur dalam proses monitoringnya, sehingga investor beranggapan bahwa proses monitoring bisa saja menjadi kurang baik ketika para direksi wanita mengambil alih proses kontrol perusahaan, dengan lemahnya proses monitoring, hal ini akan berdampak pada meningkatnya *underpricing*, karena asimetri informasi akan semakin besar.

Variabel *institutional ownership* tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Hal ini terjadi karena menurut Lulus & Arif (2008) bahwa tidak signifikannya *institutional ownership* terhadap *underpricing* karena pasar menilai bahwa investasi yang dilakukan oleh institusional hanya berfokus dalam jangka pendek. Hal ini

didukung oleh Pound (1998 dalam Diyah dan Erman, 2009), bahwa investor institusi mayoritas memiliki kecenderungan untuk berkompromi atau berpihak kepada manajemen dan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas. Selain itu Menurut Lee, *et al.*, dalam Rachmawati dan Triatmoko (2007), investor institusional adalah pemilik sementara (*transfer owner*) sehingga hanya terfokus pada laba sekarang (*current earnings*). Karena investor institusional memiliki saham dengan jumlah besar, maka jika mereka menarik sahamnya akan mempengaruhi nilai saham secara keseluruhan.

Pada tabel 2, penelitian ini mencoba untuk menguji apakah variabel independen akan tetap berdampak pada *underpricing* dalam hari ketujuh dan ketigapuluh setelah *underpricing* (*robustness check*). *Robustness* adalah kemampuan suatu prosedur untuk memberikan hasil analisis yang memiliki akurasi dan presisi yang dapat diterima dalam berbagai kondisi yang berbeda. Ini merupakan perhitungan besarnya perubahan hasil yang diperoleh bila pengukuran dilakukan terhadap sampel terpisah dan diduga identik yang diambil dari satu *bets* bahan yang homogen yang dipengaruhi oleh perubahan kondisi pelaksanaan atau lingkungan tetapi sesuai dengan spesifikasi yang ditetapkan untuk prosedur.

Lalu dalam penelitian ini dilakukan *robustness check* untuk mengetahui apakah dengan variabel independen yang sama fenomena *underpricing* pada hari ketujuh dan ketigapuluh, variabel *percentage of woman director*, *underwriter prestige*, *percentage outside director*, *ownership concentration*, *institutional ownership*, dan *profitability*, akan tetap berpengaruh konsisten. Pertama asil regresi dengan menggunakan variabel *initial return* hari ketujuh (IR7), kedua hasil regresi dengan menggunakan variabel *intial return* hari ketigapuluh (IR30), ketiga hasil regresi dengan menggunakan variabel *abnormal return* hari pertama (AR1), keempat hasil regresi dengan menggunakan variabel *abnormal return* hari ketujuh (AR7). Hasil analisis linier berganda ini dilakukan dengan menggunakan bantuan dari program *Eviews 8 for Windows*.

Dari tabel 2 (*Robustness Check*) dapat diketahui bahwa pada variabel dependen *underpricing* dengan menggunakan pengukuran *initial return* (IR7) hari ketujuh dan *abnormal return* (AR7) hari ketujuh, terdapat 1 variabel yang hasil penelitiannya berbeda dengan *initial return* (IR1) dan *abnormal return* (AR1).

Variabel *ownership concentration* tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Hal ini terjadi karena menurut Lulus & Arif (2008) kemungkinan dikarenakan pasar menilai bahwa setelah IPO jumlah kepemilikan manajerial menurun. Selain itu penelitian yang dilakukan oleh Venkatesh & Neupane (2005) menemukan tidak ada pengaruhnya *ownership concentration* terhadap *underpricing* pada Negara Thailand, hal ini terjadi karena di Negara Thailand konsentrasi kepemilikan yang tinggi pada saat perusahaan IPO bukan menandakan suatu signal yang berpengaruh bagi investor disana, dengan kata lain tingginya konsentrasi kepemilikan bukan indicator yang terlalu diperhatikan oleh investor di Thailand. Lalu Darmadi & Gunawan (2013) , tidak menemukan pengaruh *ownership concentration* terhadap *underpricing* IPO, karena di negara-negara Anglo Saxon seperti Inggris dan Amerika Serikat, struktur kepemilikan relatif sangat menyebar (La Porta dan Silanez, 1999).

Dari tabel 2 (*Robustness Check*) dapat diketahui bahwa pada variabel dependen *underpricing* dengan menggunakan pengukuran *initial return* (IR30) hari ketigapuluh terdapat 1 variabel yang hasil penelitiannya berbeda dengan *initial return* (IR7) dan *abnormal return* (AR7). *Abnormal return* (AR30) hari ketigapuluh, terdapat 2 variabel yang hasil penelitiannya berbeda dengan *initial return* (IR7) dan *abnormal return* (AR7).

Variabel *outside director* berpengaruh tidak signifikan terhadap *underpricing*. Hal ini terjadi karena, Darmadi & Gunawan (2015) menyatakan komisari independen pada perusahaan yang IPO di Negara Indonesia gagal memainkan peran penting dalam mengurangi asimetri informasi antara emiten dan calon investor. Sedangkan Handa & Singh (2015) dan Reutzell & Belsito (2015), tidak menemukan pengaruh *percentage outside director* terhadap *underpricing* IPO, karena dalam

penelitian yang dilakukan oleh Handa & Singh (2015) menunjukkan bahwa direktur independen dari perusahaan IPO di India gagal untuk memberikan kontribusi terhadap mitigasi asimetri informasi pada saat perusahaan IPO.

Berarti variabel *profitability* berpengaruh tidak signifikan terhadap *underpricing*. Hasil tersebut sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wijayanto (2010) dan Maya (2013) yang menyatakan bahwa tidak semua perusahaan yang melakukan IPO memiliki ROA yang tinggi. Walaupun perusahaan memiliki nilai ROA yang tinggi atau rendah, tidak akan mempengaruhi permintaan saham dan harga saham pada saat dijual di pasar perdana maupun pasar sekunder. Selain itu, investor juga tidak hanya memperhatikan informasi mengenai ROA dalam prospektus, tetapi investor cenderung akan memperhatikan nilai ROA untuk beberapa tahun sebelum perusahaan melakukan IPO. Dengan mengetahui informasi ROA dalam prospektus dan ROA setahun setelah IPO, investor akan mengetahui perusahaan tersebut melakukan signalling hipotesis atau tidak dan akan juga mengetahui ROA tersebut dimanipulasi atau tidak

KESIMPULAN

Terjadinya *underpricing* akan menguntungkan para investor dalam jangka pendek, karena para investor akan mendapat keuntungan dari *initial return* yang semakin tinggi, akan tetapi perusahaan yang *underpricing* belum tentu akan memiliki kinerja yang lebih baik dalam jangka panjang, karena adanya asimetri informasi antar investor dan perusahaan, serta investor dan *underwriter*. Sehingga investor harus lebih mengerti dan mencermati faktor-faktor yang dapat menyebabkan adanya asimetri informasi yang didapat oleh para investor sehingga menimbulkan *underpricing*. Variabel *percentage of woman director* dapat diidentifikasi oleh para investor, bahwa semakin banyaknya direksi perempuan pada susunan dewan direksi, maka akan memperbesar asimetri informasi, dengan semakin tingginya asimetri informasi, maka *underpricing* akan semakin tinggi, hal ini terjadi karena secara khusus, teori kesesuaian akan peran dapat menunjukkan kepada pengamat akan prasangka terhadap para pemimpin perempuan karena

adanya ketidaksesuaian antara norma-norma femininitas dan karakteristik maskulin yang sering dianggap sumber dari peran kepemimpinan sesungguhnya (Eagly and Karau, 2002), karena organisasi seringkali menjadi rasional, analitis, strategis, berorientasi kepada keputusan, keras dan agresif dan begitu juga dengan gaya kepemimpinan lelaki atau *masculinity* (Powell 1990; 1993) dan (Bass 1981), lalu berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh (Sparrow, J., and Rigg, C., 1993) menyatakan bahwa gaya kepemimpinan *femininity* memiliki karakteristik yang tidak logis, bagian dari sifat alami, sistematis, penyatu, lunak, dan membebaskan, berbeda dengan gaya kepemimpinan *masculinity* yang memiliki karakteristik logis, berbeda dari sifat alami, mekanis, pemisah, keras, dan selalu mengontrol, dapat dilihat dari karakteristik bahwa tipe kepemimpinan laki-laki adalah tipe kepemimpinan yang diharapkan oleh para investor, karena tegas baik dalam hal strategik dan proses kontrol dan dapat fokus kepada tujuan utama sehingga asimetri informasi semakin kecil dan *underpricing* akan semakin kecil, sebaliknya wanita akan menjadikan *underpricing* semakin besar karena memiliki sifat yang kurang tegas, selalu menggunakan perasaan, dan kurang dalam hal mengontrol, lebih membebaskan karena mudah percaya.

Variabel *underwriter prestige* dapat dijadikan investor sebagai informasi dalam memilih investasi. Investor dapat melihat jika perusahaan diterbitkan oleh *underwriter* yang memiliki reputasi tinggi, maka *underwriter* tersebut memiliki banyak informasi mengenai pasar, dan menghindari perusahaan yang memiliki risiko tinggi. Dengan demikian maka dengan semakin baiknya *underwriter* maka akan memberikan harga perdana yang cukup tinggi bagi perusahaan yang IPO, sebagai konsekuensi dari kualitas dan penjaminannya, sehingga *underpricing* semakin rendah.

Variabel *percentage outside director* dapat diidentifikasi oleh para investor, bahwa semakin banyaknya *outside director / independent director* pada susunan dewan direksi, maka akan memperkecil agensi konflik, yang akan berdampak semakin kecilnya asimetri informasi, dengan semakin kecil asimetri informasi, maka *underpricing* akan semakin rendah Hal ini terjadi karena ketika muncul

pokok-pokok konflik yang artinya masalah yang signifikan, *inside director* akan membuat situasi semakin buruk. Karena direksi sendiri dipilih oleh pemegang saham, kebanyakan direksi dipilih oleh pemegang saham pengendali. Jika direksi ini juga menjabat sebagai manajer (*inside director*), pemegang saham pengendali dapat dengan mudah membuat keputusan untuk mengambil alih pemegang saham minoritas melalui orang dalam ini, seperti meningkatkan *underpricing* IPO untuk mencegah potensi pemegang saham lainnya masuk sehingga tidak melemahkan hak kontrol mereka sebagai pemegang saham mayoritas. Oleh karena masalah yang diatas, maka diperkenalkan *independent director* yang berfungsi sebagai penyeimbang dan melemahkan kontrol pemegang saham pengendali, atau anggota keluarga, agar tidak menguntungkan pribadi mereka dan mengurangi pokok konflik utama (Anderson & Reeb, 2004)), dengan begitu maka *agency conflict* akan semakin berkurang, sehingga tidak memunculkan *agency cost*, karena para manajer baik *inside director* maupun *outside director* dapat bersama – sama berfokus pada mensejahterakan kekayaan para pemegang saham secara adil, dan akan menjadikan *underpricing* semakin rendah.

Variabel *ownership concentration* dapat diidentifikasi oleh para investor, bahwa semakin banyaknya seseorang yang memiliki saham lebih dari 5% pada susunan kepemilikan, maka akan memperbesar asimetri informasi, dengan semakin tingginya asimetri informasi, maka *underpricing* akan semakin tinggi, hal ini terjadi karena seseorang yang memiliki saham lebih dari 5% atau *ownership concentration*, cenderung memiliki tujuan untuk melayani dirinya sendiri atau kepentingan pribadi karena proporsi kepemilikan atas investasi di perusahaan meningkat. Selain itu kepemilikan di perusahaan cenderung dipegang oleh para pendiri atau manajemen, sehingga dipergunakan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan melayani kepentingan pribadi mereka. Hal ini menunjukkan bahwa *ownership concentration* akan mengabaikan keinginan pemegang saham minoritas, sehingga asimetri informasi semakin tinggi dan *underpricing* semakin meningkat.

Variable *profitability* dapat diperhatikan oleh para investor, karena profitabilitas perusahaan yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian IPO sehingga mengurangi tingkat *underpricing*, selain itu tingkat profitabilitas merupakan informasi tingkat keuntungan yang dicapai perusahaan. Informasi ini akan memberikan informasi kepada pihak luar (investor) mengenai efektivitas operasional perusahaan. Semakin efektif perusahaan, maka kinerja akan semakin baik, dan *underpricing* akan semakin jauh lebih kecil.

DAFTAR PUSTAKA

- Arthurs, J., Hoskisson, R., Busenitz, L. dan Johnson, R. 2008, "Managerial agents watching other agents: multiple agency conflicts regarding underpricing in IPO firms", *Academy of Management Journal*, Vol. 51 No. 2, pp. 277-294.
- Anderson, R.C. dan Reeb, D.M., 2003. "Board Composition: Balancing Family influence in S&P 500 firms", *Administrative Science Quarterly*, 49: 209-237
- Adams, R. B. dan Ferreira, D. G. 2009, "Women in the board room and their impact on governance and performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, pp. 291-309.
- Bass, B.M., 1985. "Leadership and Performance Beyond Expectation", *Free Press, New York, NY*.
- Darmadi, S., dan Gunawan, R., 2013, "Underpricing, Board Structure, and Ownership: An Empirical Examination of Indonesian IPO Firms", *Managerial Finance* Vol. 39 No 2, 181-200.
- Darmaji, P., 2001, *Pasar Modal di Indonesia*. Selemba Empat.
- Handa, R., dan Singh, B., 2015, "Women directors and IPO underpricing: evidence from Indian markets" *Gender in Management: An International Journal*, Vol. 30 Iss 3 pp. 186-205.
- Lin., dan Chuang., 2011, "Principal-Principal Conflicts and IPO Pricing in an Emerging Economy", *Corporate Governance: An International Review*, 2011, 19(6): 585-600
- Lulus, dan Arif., 2008. "Bukti Empiris Fenomena Underpricing dan Pengaruh Mekanisme Corporate Governance", *Jurnal Ekonomi dan Kewirausahaan* Vol. 8, No. 1.

Powell, G.N., 1993. “ Women and Man in Management “, *Second Edition, sage Publications, Newburry Park, CA.*

Reutzel, R., dan Belsito, A., 2015, “Female directors and IPO underpricing in the US”, *International Journal of Gender and Entrepreneurship*, Vol. 7 Iss 1 pp. 27-44.

Sparrow, J and Rigg, C., (1994), “ *Gender, Diversity and Working Styleless, Women and Management* ”, Review, Vol. 9 No. 1, pp. 9-16.