

**PENGARUH INTERNATIONALIZATION TERHADAP IPO PERFORMANCE  
DENGAN FOUNDER'S ROLE SEBAGAI MODERASI PADA  
PERUSAHAAN IPO TAHUN 2017-2021**

**Vera Meilina\* dan Elsa Imelda**

*Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Tarumanagara Jakarta*

*\*Email: [verameilina02@gmail.com](mailto:verameilina02@gmail.com)*

**Abstract:**

*This research aims to show how firm size, firm age, hot market and internationalization affect IPO underpricing on listed company in Bursa Efek Indonesia (BEI) during 2017-2021. Sample was selected using disproportionate stratified random sampling method and the valid data was 79 companies. The Data is processed using multiple regression analysis method with SPSS program (Statistical Package for the Social Sciences) version 25 released on Windows and Microsoft Excel 2010. The result of this study indicate that internationalization have no significant effect on IPO underpricing and adding moderating variable will not affect the significance of internationalization on IPO underpricing on a company with founder CEO, and strengthen the effect of internationalization on IPO underpricing on a company with non-founder CEO. This implies that non-founder CEO will bring a more positive signal to the company, because non-founder CEO will enhance management in more complex and bigger company.*

**Keywords:** *IPO Underpricing, Internationalization, Firm Size, Firm Age, Hot Market.*

**Abstrak:**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana hubungan faktor *firm size, firm age, hot market* dan penjualan ekspor terhadap IPO underpricing pada perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2017-2021. Sampel dipilih dengan metode disproportionate stratified random sampling dan data yang valid adalah 79 perusahaan. Teknik pengolahan data menggunakan analisis regresi berganda yang dibantu oleh program SPSS (Statistical Package for the Social Sciences) for Windows versi 25 dan Microsoft Excel 2010. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *internationalization* berpengaruh tidak signifikan positif terhadap IPO underpricing. Penambahan variabel moderasi menyebabkan perusahaan dengan founder CEO tidak mempengaruhi kekuatan hubungan antara *internationalization* terhadap IPO underpricing sedangkan perusahaan dengan non-founder CEO mengalami penguatan hubungan tersebut. Implikasi dari penelitian ini non-founder CEO akan memberikan sinyal positif terhadap potensi masa depan perusahaan dikarenakan non-founder CEO akan mengelola lebih baik perusahaan yang lebih kompleks dan besar.

**Kata kunci:** *IPO Underpricing, Internationalization, Firm Size, Firm Age, Hot Market.*

## Pendahuluan

Pada tahun 2017, terjadi peningkatan jumlah perusahaan yang melakukan *listing* dibandingkan tahun 2016 dari 16 perusahaan menjadi 37 perusahaan. Hal ini disebabkan oleh pertumbuhan jumlah investor di Indonesia, dan adanya trend kenaikan penanaman modal secara keseluruhan. Dampak globalisasi dan perkembangan pasar modal menyebabkan besarnya pertumbuhan jumlah perusahaan yang menerbitkan saham IPO. Pendanaan dari saham memiliki berbagai keunggulan yaitu dari menunjukkan nilai perusahaan dan transparansi, serta menunjukkan nilai perusahaan secara keseluruhan dari nilai saham tersebut selain untuk mendapatkan pendanaan dalam operasional perusahaan (lowry *et al*, 2017). Namun dibalik manfaat tersebut terdapat ketidakpastian pada perusahaan yang melakukan IPO dikarenakan kurangnya informasi yang beredar di publik. Hal inilah yang menyebabkan nilai IPO menjadi underpriced, selain dikarenakan nilai saham pada pasar sekunder meningkat karena permintaan dan penawaran pasar modal (Putra & Setiawan, 2020) namun juga terjadi karena penetapan harga saham yang rendah untuk menarik investor dalam membeli saham tersebut (Kongkaew *et al*, 2021). IPO underpricing ini menyebabkan perusahaan mendapatkan pendanaan yang kurang maksimal. IPO underpricing ini juga menunjukkan adanya asimetri informasi antara investor dengan perusahaan. Salah satu hal yang dapat mengurangi asimetri informasi tersebut adalah dengan menunjukkan sinyal sebagai informasi kepada pihak di luar perusahaan. Menurut Kongkaew *et al* (2021) sinyal tersebut adalah *internationalization* dan CEO perusahaan. *Internationalization* mengindikasikan risiko pasar yang lebih rendah dikarenakan perluasan pasar ke luar negeri. Namun dengan perkembangan tersebut, terjadi perluasan dan peningkatan kompleksitas perusahaan dari bagian operasionalnya. Hal ini menyebabkan diperlukannya pengelolaan yang mumpuni. CEO founder dan non-founder memiliki perbedaan dalam melakukan pengelolaan tersebut. Mousa *et al* (2014) menyebutkan bahwa founder CEO memiliki keunggulan dalam visi dan pengetahuan industri, sementara non-founder CEO memiliki keunggulan dalam pengalaman manajemen. Hal ini menimbulkan pertanyaan apakah founder CEO dan *internationalization* merupakan sinyal yang baik atau tidak terhadap harga saham perusahaan.

Pada tahun 1977-2000, underpricing secara keseluruhan di Indonesia adalah sebesar 12.7% (Utamaningsih, 2017), sementara pada tahun 2003-2011 adalah sebesar 22.2% (Darmadi dan Gunawan, 2013). Pada tahun 2008-2018 underpricing di Indonesia adalah sebesar 30.61% (Putra dan Setiawan, 2020). Hal ini berarti terdapat peningkatan risiko dan asimetri informasi yang menyebabkan harga primer saham IPO jauh lebih kecil dibandingkan harga pasar yang diinginkan oleh investor. IPO underpricing dianggap sebagai investasi yang tidak pasti dikarenakan besarnya risiko yang disebabkan oleh kurangnya informasi secara formal diberikan oleh perusahaan ke pihak di luar perusahaan. Hal ini menyebabkan perusahaan tidak mendapatkan pendanaan secara maksimal dikarenakan penetapan harga saham yang terlalu rendah oleh perusahaan dan evaluasi dari underwriter. Asimetri informasi ini dapat diatasi dengan menganalisa hubungan antara *internationalization* dan faktor perusahaan dan pasar modal seperti ukuran perusahaan, umur perusahaan dan *hot market* terhadap IPO underpricing.

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan kepada investor untuk menentukan saham perdana apa yang lebih baik untuk diinvestasikan dari segi variabel yang diteliti. Penelitian ini juga ditujukan untuk mengungkapkan lebih lanjut hubungan

antara internationalization dan founder CEO terhadap IPO underpricing pada saat perusahaan yang terjadi IPO meningkat dari tahun 2017-2021.

### **Kajian Teori**

*Signaling Theory.* Teori ini menjelaskan mengenai asimetri informasi, di mana satu pihak memberikan informasi berupa sinyal kepada pihak lain untuk mengurangi asimetri informasi yang terjadi (Spence, 2002). Zhang dan Wiersema (2009) menyebutkan bahwa signaling theory menunjukkan sinyal kualitas perusahaan dari laporan keuangan. Signaling theory digunakan dalam menjelaskan hal-hal yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan dan risiko, seperti kepemimpinan perusahaan, manajemen dan tindakan perusahaan tersebut. Dalam penerbitan saham IPO, terdapat asimetri informasi antara investor yang akan melakukan investasi sehingga perusahaan perlu menunjukkan sinyal informasi dari prospektus. Certo *et al* (2009) dan Kongkaew *et al* (2021) menyebutkan bahwa internationalization dapat mempengaruhi harga saham IPO karena perluasan jangkauan pasar dan hal ini dipengaruhi oleh peran CEO dalam mengelola perusahaan dan menyampaikan sinyal kepada investor.

### **Kaitan Antar Variabel dan Hipotesis**

**Internationalization dengan IPO underpricing.** *Internationalization* adalah persentase kegiatan operasional perusahaan yang dijalankan di luar negeri (Kongkaew *et al*, 2021). Peng *et al* (2021), Mauer *et al* (2015), Putra dan Setiawan (2020) dan Ozdemir dan Upneja (2016) menemukan adanya hubungan signifikan negatif internationalization terhadap IPO underpricing. Hal ini menandakan bahwa internationalization mempengaruhi sinyal terhadap harga saham perusahaan dengan penurunan risiko kegagalan pasar perusahaan di negara tersebut. Namun beberapa penelitian menemukan hal sebaliknya (Al-Shammari *et al*, 2013 dan Hsieh *et al*, 2017) yang menandakan risiko atas kompleksitas perusahaan meningkatkan risiko atas saham IPO. Sementara terdapat penelitian yang menemukan bahwa internationalization tidak berpengaruh signifikan terhadap IPO underpricing (Kongkaew *et al*, 2021). *Internationalization* akan memberikan sinyal positif akan kemampuan perusahaan dalam bertahan dikarenakan perluasan pasar sehingga menurunkan IPO underpricing. Pada perusahaan yang menerbitkan IPO, sinyal itu diperlukan untuk menentukan apakah perusahaan yang menerbitkan saham tersebut memiliki potensi untuk bertahan dan berkembang lebih lanjut dengan adanya ekspansi ke luar negeri. Potensi perusahaan akan memberikan sinyal positif kepada investor bahwa perusahaan dapat bertahan pada pasar global dan di Indonesia, menurunkan risiko kegagalan perusahaan pada pasar lokal. Selain itu, internationalization menunjukkan bahwa perusahaan diawasi oleh pihak lain seperti kreditur dan pemerintah. Hal ini menyebabkan adanya hubungan negatif antara internationalization terhadap IPO underpricing.

H1: Internationalization berpengaruh signifikan negatif terhadap IPO underpricing.

**Internationalization dengan IPO Underpricing dengan Founder CEO sebagai Moderasi.** Founder CEO menunjukkan apabila pendiri perusahaan adalah seorang CEO (Kongkaew *et al*, 2021). Kongkaew *et al* (2021) menemukan bahwa Founder CEO tidak mempengaruhi hubungan antara internationalization terhadap IPO underpricing. Founder CEO memberikan nilai berupa pengetahuan atas perusahaan dan industri namun sebagian besar founder CEO akan mengalami kekurangan pada pengalaman manajemen. Di sisi lain, Kongkaew *et al* (2021) menemukan bahwa non-founder CEO

memiliki kemampuan untuk memperkuat hubungan internationalization terhadap IPO underpricing. Dalam perkembangan perusahaan dikarenakan internationalization diperlukan pengelolaan yang baik agar perusahaan dapat memenuhi tujuan jangka panjang dan pendeknya. Founder CEO sebagai seorang pendiri dan pengelola utama perusahaan akan dapat melakukan integrasi visi misi dan strategi perusahaan, serta memiliki pengetahuan dalam inovasi pada industrinya. Namun di sisi lain, Founder CEO tidak memiliki pengalaman sebaik non-founder CEO dalam mengelola perusahaan sehingga kompleksitas dikarenakan internationalization akan lebih sulit dikelola. Maka dari itu, founder CEO dapat mempengaruhi bagaimana pengelolaan perusahaan terutama pada operasionalnya sehingga mempengaruhi kekuatan pengaruh antara internationalization terhadap IPO underpricing.

H2: Founder's Role mempengaruhi hubungan antara internationalization terhadap IPO underpricing.

**Firm Size terhadap IPO Underpricing.** Ukuran perusahaan adalah besar perusahaan yang diukur dari natural logaritma dari total asset. Semakin besar perusahaan, maka semakin besar juga fasilitas dan teknologi untuk pengelolaan informasi tersebut dibandingkan perusahaan kecil. Hasil signifikan negatif didapatkan oleh Kongkaew et al (2021) dan Al-Shammari et al (2013) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan menurunkan asimetri informasi yang berujung kepada penurunan IPO underpricing. Namun penelitian Peng et al (2021) dan Ozdemir dan Upneja (2016) menunjukkan hubungan positif yang berkaitan dengan risiko di negara tersebut. Darmadi dan Gunawan (2013), Putra dan Setiawan (2020) dan Agathee et al (2012) menemukan tidak adanya pengaruh signifikan firm size terhadap IPO underpricing. Perusahaan besar cenderung memiliki informasi yang lebih terstruktur dan tersebar pada media seperti berita dan website sehingga dapat diketahui potensi perusahaan secara lebih jelas. Informasi tersebut akan menurunkan asimetri informasi sehingga menyebabkan investor dan underwriter mengetahui lebih jelas kualitas saham IPO dan informasi lainnya mengenai perusahaan. Hal ini menurunkan asimetri informasi yang terjadi, yang akhirnya akan menurunkan perbedaan antara offer price dan harga saham di pasar sekunder.

H3: Terdapat pengaruh signifikan negatif antara *firm size* terhadap IPO *underpricing*.

**Firm Age terhadap IPO Underpricing.** Umur perusahaan menjelaskan mengenai seberapa lama perusahaan telah berdiri. Umur perusahaan dianggap sebagai sinyal positif dikarenakan umur yang semakin besar pada perusahaan, maka informasi yang ada mengenai perusahaan akan semakin banyak dan kemampuan organisasi informasi semakin baik (Kongkaew et al, 2021). Hasil signifikan negatif ditemukan oleh penelitian dari Al-Shammari et al (2013), Kongkaew et al (2021) dan Ozdemir dan Upneja (2016) sementara terdapat beberapa penelitian yang tidak menemukan pengaruh umur perusahaan (Peng et al (2021), Putra dan Setiawan (2020), Agathee et al (2012) dan Darmadi dan Gunawan (2013). Hasil ini menunjukkan adanya umur perusahaan yang bukanlah penentu utama sebagian dari penelitian terhadap IPO Underpricing. Semakin lama perusahaan berdiri akan memiliki kemampuan pengelolaan informasi lebih baik dan semakin banyak informasi yang beredar mengenai perusahaan (Heeley *et al*, 2007), termasuk strategi dan pertumbuhan perusahaan. Informasi yang tersebar ini menyebabkan pihak ketiga seperti underwriter untuk tahu seberapa besar potensi dan risiko perusahaan. Asimetri informasi yang berkurang antara underwriter dan

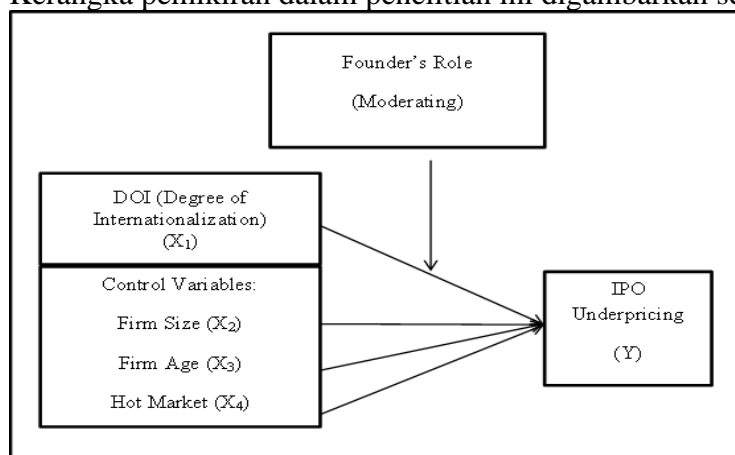
perusahaan menyebabkan offer price yang ditetapkan akan tinggi sehingga menurunkan IPO underpricing.

H4: Terdapat pengaruh signifikan negatif antara *firm age* terhadap IPO *underpricing*.

**Hot Market terhadap IPO Underpricing.** Hot Market merupakan variabel yang menunjukkan tahun di mana terjadi return tinggi dan penerbitan saham besar (Ritter, 1984; Lowry et al 2017). Return pada hot market dihitung pada hari pertama saham tersebut diterbitkan menurut Kongkaew et al (2021). Kongkaew et al (2021) menemukan bahwa terdapat pengaruh signifikan positif antara hot market terhadap IPO Underpricing. Ritter (1984) menyebutkan bahwa hot market terjadi pada saat terjadinya booming bagian pangsa pasar dan terjadinya lonjakan jumlah perusahaan yang menerbitkan saham IPO dan masuk ke pasar saham publik. Risiko ini juga terjadi akibat adanya initial return tinggi karena perusahaan kecil yang ikut masuk ke dalam pasar saham (Rock, 1986). Peningkatan risiko akan menyebabkan peningkatan ekspektasi investor terhadap pengembalian sehingga meningkatkan permintaan atas saham IPO. Peningkatan permintaan menyebabkan harga pada pasar sekunder meningkat sehingga terdapat hubungan signifikan positif antara hot market dengan IPO underpricing. Peng et al (2021) mengungkapkan bahwa risiko dan waktu IPO memiliki pengaruh terhadap nilai underpricing saham perusahaan.

H5: Terdapat pengaruh signifikan positif antara *hot market* terhadap IPO *underpricing*.

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini digambarkan sebagai berikut:



### Metodologi

Metodologi penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan data sekunder diperoleh dari Bursa Efek Indonesia Pertukaran dalam periode 2017-2021. Pemilihan sampel dengan disproportionate stratified random sampling. Seluruh 49 perusahaan internasional diambil sebagai sampel dan 50 sampel diambil secara acak pada perusahaan lokal. Hasil setelah outlier adalah 39 perusahaan internasional dan 40 perusahaan lokal.

Variabel Operasional dan pengukuran yang digunakan adalah :

Tabel 1. Variabel Operasional Dan Pengukuran

Variabel	Sumber	Ukuran	Skala
----------	--------	--------	-------

<i>Degree of Internationalization (DOI)</i>	Kongkaew et al (2021)	$\frac{\text{Penjualan Ekspor tahun IPO}}{\text{Penjualan Total tahun IPO}}$	Rasio
<i>Founder CEO</i>	Kongkaew et al (2021)	0 = non-founder CEO 1 = founder CEO	Nominal
<i>Firm Size</i>	Kongkaew et al (2021)	Ln(Total Asset tahun IPO)	Rasio
<i>Firm Age</i>	Kongkaew et al (2021)	Selisih tahun pendirian perusahaan dengan tahun IPO.	Rasio
<i>Hot Market</i>	Kongkaew et al (2021)	0 = IPO bukan pada tahun hot market 1 = IPO pada tahun hot market	Nominal
<i>IPO Underpricing/market adjusted underpricing (MAUP)</i>	Kongkaew et al (2021)	$UP_{i,t} = \frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}}$ $Rm_{i,t} = \frac{M_{i,t} - M_{i,0}}{M_{i,0}}$ $MAUP_{i,t} = UP_{i,t} - Rm_{i,t}$	Rasio

### Hasil Uji Statistik dan Kesimpulan

Sebelum pengujian hipotesis perlu dilakukan uji asumsi klasik yang terdiri atas uji normalitas, uji multikolinearitas dan uji heterokedastisitas. Uji Normalitas dilakukan dengan uji *One Sample Kolmogorov-Smirnov* yang menunjukkan hasil Asymp Sig (2-tailed) sebesar 0.055 yang lebih besar dari 0.05 yang berarti data terdistribusi normal. Hasil uji Multikolinieritas menunjukkan nilai *Variance Inflation Factor (VIF)* 1,109 yang berada di antara nilai *tolerance* > 0,10 dan < 10,00, sehingga model regresi dapat dikatakan bebas dari multikolinearitas. Uji Heteroskedastisitas dilaksanakan dengan *Uji Glejser* yang menunjukkan nilai internationalization sebesar 0.066, hot market sebesar 0,074, Founder CEO sebesar 0,525, Firm size sebesar 0,973 dan Firm Age sebesar 0.321 yang lebih besar dari 0.05. Hal ini berarti model penelitian bebas dari masalah autokorelasi.

Uji Pengaruh dilakukan setelah semua uji asumsi klasik telah dilaksanakan. Berikut adalah hasil dari uji t:

Tabel 2. Hasil Uji Analisis Regresi Berganda tanpa Moderasi

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	422.144	101.212		4.171	.000
	DOI	.254	.130	.201	1.952	.055
	Firm Age	-.089	.383	-.025	-.232	.817
	Firm Size	-13.760	3.828	-.384	-3.595	.001
	Hot Market	32.801	11.523	.307	2.847	.006

a. Dependent Variable: MAUP

Berdasarkan hasil pengujian tersebut, dapat dirumuskan persamaan regresi tanpa variabel moderasi sebagai berikut:

$$MAUP = 422.144 + 0.254DOI - 13.760 FSIZE - 0.089 FAGE + 32.801 HOT + e$$

Setelah dilakukan moderasi dengan founder CEO, diperoleh hasil seperti dibawah ini:

Tabel 3. Hasil Uji Analisis Regresi Berganda dengan Moderasi

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	421.597	102.376		4.118	.000
	DOI	.318	.147	.253	2.167	.034
	Founder CEO	6.144	14.141	.059	.434	.665
	DOIFCEO	-.306	.322	-.138	-.951	.345
	Firm Age	-.065	.391	-.018	-.166	.869
	Firm Size	-13.786	3.864	-.385	-3.568	.001
	Hot Market	32.421	11.771	.304	2.754	.007

a. Dependent Variable: MAUP

$$MAUP = 421.597 + 0.318 DOI - 6.144 FCEO - 0.306 (DOI \times FCEO) - 13.786 FSIZE - 0.065 FAG + 32.421 HOT + e$$

Dikarenakan hasil yang DOI yang berubah menjadi signifikan, dilakukan pengujian tambahan dengan PROCESS macro oleh Andrew F. Hayes (2018). Berikut adalah hasilnya:

Focal predict: DOI (X)  
 Mod var: FCEO (W)

Conditional effects of the focal predictor at values of the moderator(s):

FCEO	Effect	se	t	p	LLCI	ULCI
,0000	,3184	,1469	2,1672	,0335	,0255	,6112
1,0000	,0123	,2901	,0422	,9664	-,5661	,5906

Berdasarkan hasil regresi tersebut dapat terlihat bahwa internationalization memiliki pengaruh tidak signifikan (Sig. = 0.055) dan positif ( $\beta = 0.254$ ) terhadap IPO underpricing. Ketika dilakukan analisa dengan PROCESS macro, ditemukan bahwa founder CEO tidak mempengaruhi kekuatan hubungan internationalization terhadap IPO underpricing (Sig = 0.9664) dan non-founder CEO memperkuat hubungan antara internationalization terhadap IPO Underpricing (Sig = 0.0335). Artinya founder CEO tidak memiliki pengaruh yang kuat untuk mengelola perusahaan yang menjadi lebih besar dikarenakan *internationalization* dan IPO. Non-founder CEO ditemukan memperkuat hubungan internationalization terhadap IPO underpricing, dikarenakan non-founder CEO lebih berfokus pada optimalisasi perusahaan sehingga perusahaan memiliki potensi lebih besar yang menyebabkan permintaan atas saham meningkat pada pasar sekunder. Hasil lainnya menunjukkan firm size berpengaruh signifikan negatif terhadap IPO underpricing, sementara firm age tidak berpengaruh signifikan terhadap IPO underpricing. Hot Market menunjukkan hasil signifikan positif terhadap IPO underpricing.

Uji determinan (R) dilakukan untuk melihat korelasi antara variabel independen terhadap variabel dependen. Nilai *Adjusted R-Square* sebelum dimoderasi founder CEO adalah sebesar 0,201 dan setelah dimoderasi menjadi 0,189.

### Diskusi

Berdasarkan hasil penelitian ini, internationalization tidak berpengaruh signifikan terhadap IPO underpricing pada tingkat signifikansi 0.055 yang menandakan internationalization kurang menjadi hal penentu bagi investor dalam membeli saham IPO. Hal ini dikarenakan adanya kompleksitas dan manfaat perluasan pasar dari internationalization terhadap perusahaan. Kongkaew *et al* (2021) menyebutkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan keunggulan kompetitif dengan melakukan penjualan ke luar negeri dan mengurangi ketatnya persaingan pasar dalam negeri. Internationalization memiliki kelemahan karena perusahaan menjadi kompleks dari segi struktur karena ekspansi bagian perusahaan. Hal ini dapat diatasi dengan pengaruh manajemen perusahaan yang ditandakan dengan variabel moderasi *founder CEO*. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Kongkaew *et al* (2021), dan tidak sejalan dengan Peng *et al* (2021), Mauer *et al* (2015), Putra dan Setiawan (2020) dan Ozdemir dan Upneja (2016).

Founder CEO ditunjukkan tidak mempengaruhi hubungan internationalization terhadap IPO underpricing pada tingkat signifikansi 0.9664, yang berarti Founder CEO bukanlah faktor yang menurunkan asimetri informasi berkaitan dengan IPO underpricing dikarenakan kurang efektifnya manajemen yang dilakukan oleh Founder CEO. Kongkaew *et al* (2021) dan Mousa *et al* (2014) menyebutkan bahwa Founder CEO memiliki keunggulan pada visi dan kemampuan teknikal dalam industry perusahaan. Namun perusahaan yang IPO adalah perusahaan yang sudah melewati masa pendirian, sehingga keunggulan founder CEO menurun dan kekurangan founder CEO pada pengalaman manajerial menyebabkan tidak adanya pengaruh founder CEO dalam memoderasi hubungan antara internationalization dan IPO underpricing. Pada non-founder CEO terdapat penguatan hubungan pengaruh signifikan positif internationalization terhadap IPO underpricing dengan tingkat signifikansi 0.0335 yang berarti non-founder CEO dinilai dapat meningkatkan nilai dari perusahaan sehingga terdapat potensi lebih perusahaan dalam bertahan pada pasar dikarenakan pengelolaan yang lebih efisien pada perusahaan kompleks dengan penjualan ke luar negeri. Potensi tersebut berarti perusahaan akan dinilai lebih dapat berkembang dan bertahan dengan adanya *non-founder CEO* dan penjualan ke luar negeri, menyebabkan peningkatan permintaan pada saham perusahaan sehingga meningkatkan IPO underpricing. Penelitian ini sejalan dengan Al-Shammari *et al* (2013) dan kurang sejalan dengan penelitian Kongkaew *et al* (2021) karena arah yang berlawanan.

Firm Size berpengaruh signifikan negatif terhadap IPO underpricing pada tingkat signifikansi 0.001. Hal ini disebabkan oleh besar perusahaan menandakan perusahaan memiliki fasilitas dan organisasi informasi yang lebih baik serta penyiaran informasi yang lebih baik menyebabkan penurunan asimetri informasi. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Kongkaew *et al* (2021) dan Al-Shammari *et al* (2013) dan kurang sejalan dengan penelitian dari Darmadi dan Gunawan (2013), Putra dan Setiawan (2020) dan Agathee *et al* (2012).

Firm Age berpengaruh tidak signifikan terhadap IPO underpricing pada tingkat signifikansi 0.817. Hal ini berarti umur perusahaan tidak berpengaruh terhadap informasi perusahaan yang tersedia pada website dan berita. Heeley *et al* (2007)



mnrnmukan bahwa pada USA terdapat pengaruh signifikan umur perusahaan dengan IPO underpricing karena perbedaan tingkat informasi antara perusahaan besar dengan perusahaan kecil. Di Indonesia tidak terdapat banyak perbedaan antara informasi perusahaan besar maupun kecil pada berita ataupun website. Hal ini menyebabkan pengaruh tidak signifikan antara umur perusahaan dengan IPO underpricing. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Peng et al (2021), Putra dan Setiawan (2020), Agathee et al (2012) dan Darmadi dan Gunawan (2013) namun kurang sejalan dengan penelitian Al-Shammari et al (2013), Kongkaew et al (2021) dan Ozdemir dan Upneja (2016).

Hot Market berpengaruh signifikan positif terhadap IPO underpricing pada tingkat signifikansi 0.006 yang berarti kondisi pasar saham dan risiko pengembalian saham pada tahun tertentu akan mempengaruhi pengembalian yang terjadi pada saham IPO. Risiko besar yang terjadi pada tahun 2018 menyebabkan besarnya ekspektasi investor terhadap pengembalian saham IPO. Hal ini menyebabkan permintaan pada saham bertambah, sehingga harga pasar saham akan mengalami peningkatan, menyebabkan meningkatnya IPO underpricing. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Kongkaew *et al* (2021).

## **Penutup**

Internationalization tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap IPO underpricing yang berarti di Indonesia, penjualan ke luar negeri bukan merupakan faktor utama penilaian saham perdana. Internationalization dapat memberikan manfaat pada perluasan pasar namun memberikan risiko berupa bertambah kompleksitasnya struktur perusahaan karena perkembangan tersebut. Founder CEO dinilai dapat mempengaruhi hubungan tersebut. Penelitian menunjukkan adanya pengaruh signifikan positif yang terjadi antara internationalization terhadap IPO underpricing pada perusahaan dengan non-founder CEO dan tidak adanya perubahan pengaruh pada perusahaan dengan founder CEO. Hal ini dikarenakan adanya kemampuan non-founder CEO dalam mengatasi masalah manajemen perusahaan yang semakin kompleks dari internationalization sehingga perusahaan berpotensi untuk berkembang. Hal ini berarti, potensi perusahaan yang meningkat karena pengelolaan non-founder CEO pada perusahaan internationalization akan menyebabkan demand pada saham IPO meningkat. Kemudian pada variabel kontrol, firm size berpengaruh signifikan negatif terhadap IPO underpricing. Ukuran perusahaan mempengaruhi bagaimana informasi dikelola dan bagaimana informasi disebarkan, selain itu ukuran perusahaan juga menunjukkan fasilitas dan teknologi yang lebih baik, yang akan menurunkan IPO underpricing. Hal ini berarti ukuran perusahaan yang lebih besar akan memiliki asimetri informasi lebih kecil dibandingkan perusahaan kecil. Firm age tidak berpengaruh signifikan terhadap IPO underpricing karena informasi antara perusahaan muda dan tua tidak berbeda jauh. Hot market berpengaruh signifikan positif terhadap IPO underpricing yang menunjukkan waktu dan keadaan pasar saham akan berpengaruh terhadap harga IPO. Dengan menerbitkan saham pada saat IPO, IPO underpricing semakin besar karena risiko yang meningkat.

Terdapat keterbatasan dalam penelitian ini yaitu tidak dilakukannya pengujian atas hasil sebelum lonjakan jumlah IPO dibandingkan pada IPO pada tahun 2017-2021. Keterbatasan lainnya adalah variabel yang dipilih lebih berkaitan dengan faktor perusahaan dan tidak dilakukan pengujian atas faktor industri dan sikap karena keterbatasan pengambilan data. Untuk penelitian selanjutnya dimungkinkan untuk

dilakukan komparasi pada IPO underpricing tahun 2017 dan sebelumnya dibandingkan pada tahun 2017-2021 dengan faktor yang sama dan penambahan variabel-variabel selain faktor perusahaan dan pasar modal.

#### Daftar Rujukan/Pustaka

- Agathee, U. S., Sannasse, R. V., & Brooks, C. (2012). The underpricing of ipos on the Stock Exchange of Mauritius. *Research in International Business and Finance*, 26(2), 281–303.
- Shammari, H. A. A., O'Brien, W. R., & AlBusaidi, Y. H. (2013). Firm internationalization and IPO firm performance. *International Journal of Commerce and Management*, 23(3), 242–261.
- Certo, S. T., Holcomb, T. R., & Holmes, R. M. (2009). IPO Research in Management and Entrepreneurship: Moving the Agenda Forward. *Journal of Management*, 35(6), 1340–1378.
- Chivianti, M., & Sukamulja, S. (2021). The effect of Google Search Volume index on underpriced ipos and divergence of opinions. *Journal of Indonesian Economy and Business*, 36(1), 1.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2010). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67.
- Daily, C. M., Certo, S. T., Dalton, D. R., & Roengpitya, R. (2003). IPO underpricing: A Meta-analysis and research synthesis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(3), 271–295.
- Darmadi, S., & Gunawan, R. (2013). Underpricing, board structure, and ownership. *Managerial Finance*, 39(2), 181–200.
- Denis, J. D., Denis, D. K., & Yost, K. (2002). Global diversification, industrial diversification, and firm value. *The Journal of Finance*, 57(5), 1951–1979
- Gao, N., & Jain, B. A. (2011). Founder CEO management and the long-run investment performance of IPO firms. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1669–1682.
- Hayes, A. F., & Little, T. D. (2018). *Introduction to mediation, moderation, and conditional process analysis: A regression-based approach*. The Guilford Press.
- Heeley, M. B., Matusik, S. F., & Jain, N. (2007). Innovation, appropriability, and the underpricing of initial public offerings. *Academy of Management Journal*, 50, 209–25.
- Hsieh, T. J., Chen, Y. J., & Tsai, H. C. (2017). Business Group Internationalization, Family Control and IPO Underpricing. *Management Review*, 36, 117–36.
- Kongkaew, T., Tongkong, S., & Ngudgratoke, S. (2021). Moderating effects of founders' role on the influence of internationalization on IPO performance of listed companies in Thailand. *International Journal of Financial Studies*, 9(3), 37.
- Lowry, M., Michaely, R., & Volkova, E. (2017). Initial public offerings: a synthesis of the literature and directions for future research. *Foundations and Trends® in Finance*, 11(3-4), 154–320.
- Mousa, F. T., Ritchie, W. J., & Reed, R. (2014). Founder-CEO board involvement and optimal IPO valuation. *Management Decision*, 52(3), 642–657.
- Niu, X., & Duan, X. (2019). The role of founder-CEOs and founder-families in ipos. *SSRN Electronic Journal*.
- Ozdemir, O., & Upneja, A. (2016). The role of internationalization on the IPO performance of service firms: Examination of initial returns, long-run returns, and survivability. *International Business Review*, 25(5), 997–1009.

- Peng, X., Jia, Y., & Chan, K. C. (2022). The impact of internationalization on IPO underpricing: A result of agency costs reduction, a certification effect, or a diversification benefit? *Finance Research Letters*, 44, 102059.
- Ritter, J. R. (1984). The "hot issue" market of 1980. *The Journal of Business*, 57(2), 215.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 187–212.
- Setiawan, R., & Putra, A. R. (2020). Internationalisation, Ownership Structure, and IPO Underpricing. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 13 (8), 1078-1094.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355.
- \_\_\_\_\_. (2002). Signaling in retrospect and the informational structure of Markets. *American Economic Review*, 92(3), 434–459.  
<https://doi.org/10.1257/00028280260136200>
- Zhang, Y., & Wiersema, M. F. (2009). Stock market reaction to CEO certification: The signaling role of CEO background. *Strategic Management Journal*, 30(7), 693–710.