

FAKTOR – FAKTOR YANG MEMPENGARUHI IPO *UNDERPRICING* DENGAN *OWNERSHIP STRUCTURE* SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Giovanna Natasha & Yanti

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Tarumanagara

Email: giovanna.natashaa@gmail.com

Abstract: *The purpose of this research is to examine the influence of, firm internationalization and intellectual capital disclosure to IPO underpricing with ownership structure as the moderator variable on the companies listed on Indonesia Stock Exchange for the period 2009-2018. The sample was selected by using purposive sampling method and there are 36 companies that were selected as sample. This research uses multiple regression as the data analysis that being helped by Eviews 10.0. The result of this research shows that firm internationalization has no influence to underpricing, while intellectual capital disclosure has negative and significant effect on underpricing. However, this study shows that firm internationalization which being moderated by ownership structure does not have a significant effect on underpricing.*

Keywords: *Underpricing, Firm Internationalization, Intellectual Capital Disclosure, CEO Ownership, Blockholder Ownership.*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menganalisa pengaruh *firm internationalization* dan pengungkapan *intellectual capital* terhadap IPO *underpricing* dengan *ownership structure* sebagai variabel moderasi pada perusahaan di BEI pada periode 2009-2018. Metode *purposive sampling* digunakan untuk memilih sampel dan terdapat 36 perusahaan yang menjadi sampel pada penelitian ini. Penelitian ini menggunakan metode regresi berganda untuk menganalisa data dengan menggunakan program *Eviews 10.0*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *firm internationalization* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*, sedangkan pengungkapan *intellectual capital* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Penelitian ini menunjukkan bahwa *firm internationalization* yang dimoderasi oleh *ownership structure* tidak memiliki pengaruh terhadap tingkat *underpricing*.

Kata kunci: *Underpricing, Firm Internationalization, Pengungkapan Intellectual Capital, CEO Ownership, Blockholder Ownership*

Latar Belakang

Dalam 10 tahun terakhir, jumlah perusahaan yang melakukan *initial public offering* (IPO) atau yang lebih dikenal dengan istilah *go public* semakin meningkat setiap tahunnya. Tahun 2018 menjadi tahun dengan jumlah perusahaan terdaftar IPO terbanyak sejak tahun 1998, yaitu 55 perusahaan. Namun persentase perusahaan yang mengalami IPO *underpricing* juga cenderung meningkat setiap tahunnya. Pada tahun 2018, 52 dari 55 perusahaan yang melakukan IPO mengalami *underpricing*. Hal ini tentu berdampak buruk bagi perusahaan yang bertujuan mendapatkan pendanaan melalui IPO.

Underpricing bisa terjadi karena adanya perbedaan penilaian dari sisi investor dan sisi perusahaan. Perbedaan penilaian ini dapat dilihat dari *intellectual capital disclosure* yang

diungkapkan perusahaan di laporan keuangan. Menurut Bontis (2000), *intellectual capital* adalah faktor utama dalam menentukan nilai perusahaan dan meningkatkan keunggulan kompetitif.

Perbedaan penilaian ini juga dapat dilihat dari sisi *future value* perusahaan yang disebabkan oleh *firm internationalization*. *Firm internationalization* memungkinkan perusahaan berkembang secara signifikan di masa depan. Oleh karena itu, informasi mengenai hal ini dapat menjadi penyebab perbedaan penilaian dari sisi investor dan sisi perusahaan

Kajian Teori

Signaling Theory. Dalam Spence (1973), teori sinyal ini menjelaskan bagaimana pemilik informasi akan berusaha memberikan sinyal atau potongan informasi yang relevan yang dapat dimanfaatkan oleh pihak penerima. Di sisi lain, pihak penerima akan merespon sesuai dengan sinyal atau potongan informasi yang di dapatnya.

Teori ini dapat dikaitkan dengan *intellectual capital disclosure* (Singh & Zahn, 2007). Dengan adanya pengungkapan *intellectual capital* dalam laporan perusahaan dapat mengurangi asimetri informasi yang diterima investor. Teori ini juga dapat menjadi landasan bagi *firm internationalization*, dimana *firm internationalization* dapat memberikan informasi *future value* dari perusahaan sehingga perlu diketahui manajemen dan investor (Al-Shammari *et al.*, 2013). Menurut Al-Shammari *et al.* (2013), teori sinyal juga dapat menjelaskan terjadinya IPO *Underpricing* yang disebabkan oleh perbedaan informasi yang dimiliki manajemen dan investor.

Agency Theory. Jensen & Meckling (1976) menyatakan perusahaan yang melakukan pemisahan fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan akan menimbulkan perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen.

Firm Internationalization adalah proses meningkatkan kesadaran dan keterlibatan usaha di luar dari batasan lokal atau secara internasional baik secara transaksi (ekspor-impor) ataupun sumber daya dan cabang perusahaan. Menurut Al-Shammari *et al.*, (2013) *firm internationalization* adalah melakukan bisnis di luar negaranya, hal ini dapat memberikan sinyal *future value* perusahaan yang baik di masa depan. *Internationalization* memberikan banyak koneksi dan cakupan pasar yang lebih luas bagi suatu perusahaan. Sehingga *firm internationalization* dapat membuat kinerja perusahaan dan nilai perusahaan terus meningkat di mata investor. Dengan nilai perusahaan yang meningkat investor akan rela untuk membeli dengan harga yang lebih tinggi dari harga yang ditetapkan *underwriter* dan perusahaan saat melakukan IPO. Dengan demikian *firm internationalization* dianggap akan meningkatkan kemungkinan terjadinya IPO *underpricing*. *Firm internationalization* dianggap dapat mempengaruhi IPO *underpricing* secara positif. Al-Shammari *et al.* (2013) menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif dari *firm internationalization* terhadap IPO *underpricing*, sedangkan Lipuma (2012); Ozdemir & Upneja (2016); Mauer *et al.* (2015) menyatakan adanya pengaruh negatif dari *firm internationalization* terhadap IPO *underpricing*, dan Welbourne & Cieri (1998) menyatakan tidak adanya pengaruh dari *firm internationalization* terhadap IPO *underpricing*.

Intellectual capital disclosure adalah pengungkapan modal yang dimiliki perusahaan yang dapat menambah nilai perusahaan dan terdiri atas *human capital*, *structural capital*, dan *relationship capital*. Menurut Zahn & Singh (2007), pengungkapan *intellectual capital* di dalam laporan keuangan dibagi ke dalam 6 kategori dengan total 86 *items*. Item – item pengungkapan ini yang menjadi sinyal informasi bagi investor. Dengan asimetri informasi yang berkurang diantara perusahaan dan calon investor, maka perbedaan penilaian atas perusahaan juga akan berkurang, yang berujung terjadinya IPO *underpricing* berkurang. *Intellectual capital disclosure* dianggap dapat mempengaruhi IPO *underpricing* secara negatif. Widarjo *et al.* (2017)

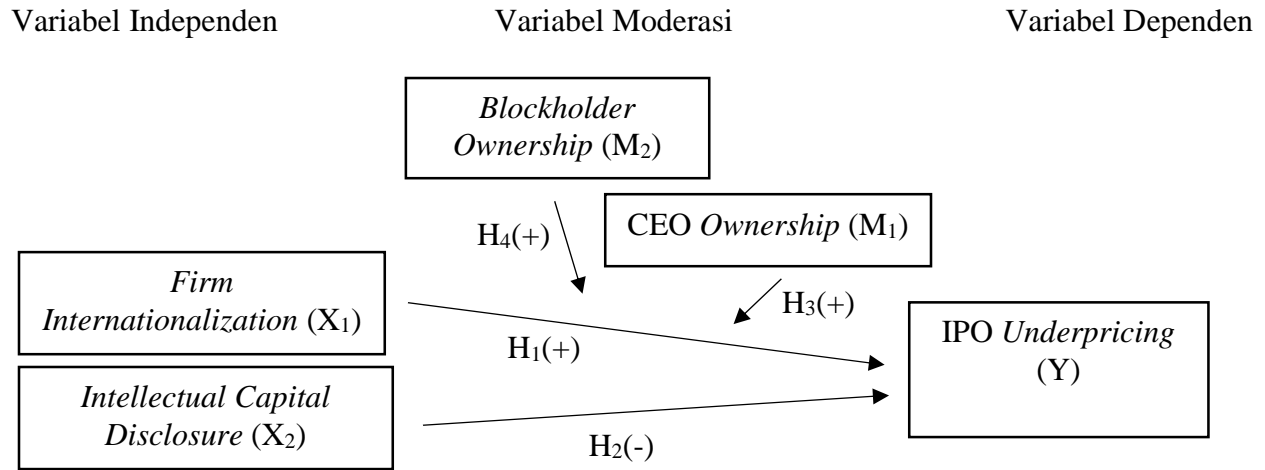
menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif dari *intellectual capital disclosure* terhadap IPO *underpricing*, sedangkan Mazzoli & Cardi (2015); Singh & Zahn (2007) menyatakan adanya pengaruh positif dari *intellectual capital disclosure* terhadap IPO *underpricing*, dan Too *et al.* (2015) menyatakan tidak adanya pengaruh dari *intellectual capital disclosure* terhadap IPO *underpricing*.

CEO *ownership* menurut Thomsen *et al.* (2006) adalah prosentase kepemilikan dari eksekutif di dalam perusahaan. Istilah struktur kepemilikan selain ditentukan oleh hutang dan ekuitas, juga ditentukan oleh persentase kepemilikan saham oleh manajemen dan institusi (Jensen dan Meckling, 1976). *Firm internationalization* selain memungkinkan *future value* yang baik di masa depan juga memiliki risiko akan ketidakpastian yang tinggi. Oleh karena itu, investor akan berusaha untuk mencari informasi tambahan untuk mengurangi risiko akan ketidakpastian tersebut. *Incentive alignment argument* dalam *agency theory* menyatakan jika eksekutif memiliki kepemilikan perusahaan dalam jumlah yang signifikan, keputusan mereka akan cenderung sesuai dengan keinginan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Kemauan CEO untuk membeli saham dari perusahaan tersebut dalam jumlah yang signifikan selain membuat keputusannya sejalan dengan keinginan pemegang saham, juga merepresentasikan nilai perusahaan yang sebenarnya dan kepercayaan CEO akan potensi perusahaan. Dengan kepentingan CEO yang akan lebih sejalan dengan investor dan kepercayaan investor pada nilai perusahaan akan meningkatkan kepercayaan investor mengenai pertumbuhan perusahaan di masa depan. Sehingga akan meningkatkan kerelaan investor untuk membayar lebih dari harga yang telah ditetapkan oleh perusahaan dan *underwriter* saat melakukan IPO. CEO *ownership* dianggap dapat memperkuat hubungan *firm internationalization* dan IPO *underpricing*. Hal ini di dukung oleh hasil penelitian Al- Shammari *et al.* (2013), sedangkan menurut Darmadi & Gunawan (2013); Hill (2006) *ownership structure* sebagai variabel independen tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap IPO *underpricing*.

Blockholder ownership adalah kepemilikan saham yang dimiliki termasuk kepemilikan saham oleh *owner* yang besarnya lebih dari 5% baik saham yang dipegang oleh manajemen, direktur dan keluarganya, saham yang dipegang oleh perusahaan lain atau sering disebut institusional, saham yang dipegang pemerintah atau saham yang dipegang oleh dana pensiun (Thomsen *et al.*, 2006). Yuniati *et al.* (2016) menyatakan struktur kepemilikan saham adalah proporsi kepemilikan manajemen, institusional, dan kepemilikan publik, dan struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik antara manajemen dengan pemegang saham. *Firm internationalization* selain memungkinkan *future value* yang baik di masa depan juga memiliki risiko akan ketidakpastian yang tinggi. Oleh karena itu, investor akan berusaha untuk mencari informasi tambahan untuk mengurangi risiko akan ketidakpastian tersebut. Berdasarkan argumen *external monitoring* dalam *agency theory*, pemegang saham dalam persentase yang besar memiliki motif dan hak suara untuk mengontrol tindakan dan perilaku eksekutif (Jensen & Meckling, 1976). Persentase kepemilikan yang besar dalam suatu perusahaan dapat dilihat dari persentase *blockholder ownership* dari perusahaan tersebut. Kontrol investor yang meningkat dengan tingginya persentase *blockholder ownership* dalam suatu perusahaan akan meningkatkan kepercayaan investor mengenai pertumbuhan perusahaan di masa depan. Hal ini akan berujung pada meningkatnya kerelaan investor untuk membayar lebih dari harga yang telah ditetapkan oleh perusahaan dan *underwriter* saat melakukan IPO. *Blockholder ownership* dianggap dapat memperkuat hubungan *firm internationalization* dan IPO *underpricing*. Hal ini di dukung oleh hasil penelitian Al- Shammari *et al.* (2013), sedangkan

menurut Darmadi & Gunawan (2013); Hill (2006) *ownership structure* sebagai variabel independen tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap IPO *underpricing*.

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini seperti digambarkan dibawah ini:



Gambar 1.
Kerangka Pemikiran

Hipotesis dari model yang dibangun di atas adalah sebagai berikut:

H1: Firm Internationalization mempunyai pengaruh positif terhadap IPO Underpricing

H2: Intellectual Capital Disclosure mempunyai pengaruh negatif terhadap IPO Underpricing

H3: CEO Ownership akan memoderasi secara positif hubungan Firm Internationalization dengan IPO Underpricing

H4: Blockholder Ownership akan memoderasi secara positif hubungan Firm Internationalization dengan IPO Underpricing

Metodologi

Subyek Penelitian. Penelitian ini difokuskan pada seluruh perusahaan yang terdaftar melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2018 yang prospektus dan *annual report*-nya didapat dari www.idx.co.id dan website perusahaan masing - masing. Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia. Pemilihan sample dilakukan secara *purposive sampling method* dengan kriteria-kriteria yang ditentukan dalam pengambilan sampel ini yaitu: a. Perusahaan yang melakukan *Intial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2009 – 2018, b. perusahaan mengalami *underpricing* saat melakukan IPO, c. perusahaan menyajikan prospektus atau laporan keuangan saat melakukan IPO dengan mata uang rupiah, d. perusahaan melakukan penjualan luar negeri (ekspor / *foreign sales*). Setelah melalui kriteria tersebut, terdapat 36 data yang memenuhi kriteria sampel. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *cross section*.

Objek Penelitian. Objek yang akan diuji dalam penelitian ini terdiri atas dua variabel independen, dua variabel moderasi dan satu variabel dependen. Penelitian ini akan menguji pengaruh Firm Internationalization (X₁) dan Intellectual Capital Disclosure (X₂) terhadap IPO *underpricing* (Y) dengan CEO ownership (M₁) dan Blockholder Ownership (M₂) memoderasi Firm Internationalization pada 36 perusahaan yang merupakan sampel pada penelitian ini.

Firm Internationalization menggunakan proksi *Foreign Sales*, dengan formula:

$$FI = \text{Foreign Sales} / \text{Total Sales}$$

Sedangkan *Intellectual Capital Disclosure* diukur menggunakan index yang digunakan oleh Widarjo, W. *et al* (2017) yang diambil dari penelitian – penelitian sebelumnya (Singh & Zahn, 2007) dan telah disesuaikan dengan peraturan yang berlaku di Indonesia. Dari hasil penyesuaian tersebut *Intellectual Capital Disclosure* diklasifikasikan ke dalam 6 kategori dengan total 86 *items*, yaitu:

- (1) *Human resources* (30 *items*).
- (2) *Customer* (19 *items*).
- (3) *Information Technology* (6 *items*).
- (4) *Process* (9 *items*).
- (5) *Research and Development* (5 *items*).
- (6) *Strategy Statements* (17 *items*).

Untuk setiap item yang diungkapkan diberikan nilai 1 dan item yang tidak digunakan diberi nilai 0. *Intellectual Capital Disclosure Index* akan membandingkan jumlah item yang diungkapkan dengan total item yang seharusnya diungkapkan (86 *items*), dengan formula:

$$ICD = \text{DItem} / \text{ADitem}$$

*D = *Disclosed*

*AD = *Applicable Disclosed*

CEO Ownership diukur dengan membandingkan jumlah saham yang dimiliki CEO saat perusahaan melakukan IPO dan total jumlah saham perusahaan saat melakukan IPO. Formula dari variabel *CEO ownership* adalah:

$$CEO = \text{CEO's Shares} / \text{Total Shares}$$

Blockholder Ownership diukur dengan menghitung persentase saham *blockholder* yaitu yang memiliki saham perusahaan diatas 5%. Formula dari variabel *blockholder ownership* adalah:

$$BO = \text{Blockholder's Outstanding Shares} / \text{Total Share}$$

Variabel dependen yaitu *IPO underpricing* diukur dengan menghitung selisih harga saham penutupan hari pertama di pasar sekunder dengan harga saham IPO dan dibagi dengan harga saham IPO, dengan formula:

$$UNDP = (\text{Pt1} - \text{Pt0}) / \text{Pt0} \times 100\%$$

Dalam penelitian ini menggunakan Uji Statistik Deskriptif untuk menguji data sampel, kemudian melakukan uji asumsi klasik yaitu Uji Normalitas, Uji Multikolinearitas dan Uji Heterokedastisitas. Sedangkan uji hipotesis menggunakan Uji F, Uji Koefisien Determinasi Berganda, dan Uji t.

Hasil Uji Statistik

Uji statistik deskriptif yang menggambarkan tentang ringkasan data penelitian seperti *mean*, standar deviasi, minimum, dan maksimum. Hasil statistik deskriptif untuk menunjukkan bahwa *underpricing* memiliki nilai *mean* sebesar 0.342265, nilai maksimum sebesar 0,7000, nilai minimum sebesar 0.035294, dan nilai standar deviasi 0.222202. *Firm Internationalization* memiliki nilai *mean* sebesar 0.450361, nilai maksimum sebesar 1.0000, nilai minimum sebesar 0.0100, dan nilai standar deviasi sebesar 0.385570. *Intellectual capital disclosure* memiliki nilai *mean* sebesar 0.399225, nilai maksimum sebesar 0.511628, nilai minimum sebesar 0.302326, dan nilai standar deviasi sebesar 0.053827. *CEO ownership* memiliki nilai *mean* sebesar 0.113472, nilai maksimum sebesar 0.767200, nilai minimum sebesar 0.0000, dan nilai standar deviasi sebesar 0.220648. *Blockholder ownership* memiliki nilai *mean* sebesar 0.611000, nilai maksimum sebesar 0.925000, nilai minimum sebesar 0.0000, dan nilai standar deviasi sebesar 0.253554.

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memastikan kelayakan persamaan linear yang telah dirumuskan. Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah residual variabel – variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdistribusi dengan normal atau tidak. Hasil uji normalitas, nilai probabilitas Jarque-Bera adalah 0.090357. Nilai ini lebih besar dari nilai yang telah ditetapkan yaitu 0.05, maka asumsi normalitas terpenuhi. Uji multikolinearitas dilakukan untuk memastikan tidak ada korelasi yang kuat antara variabel – variabel independen. Hasil uji multikolinearitas, semua nilai koefisien korelasi variabel independen penelitian ini dalam matriks korelasi tidak ada yang nilainya lebih besar dari 0.8, maka tidak terjadi masalah multikolinearitas. Uji heterokedastisitas dilakukan untuk memastikan tidak ada ketidaksamaan varians dan residu dari semua pengamatan yang dilakukan. Hasil uji heterokedastisitas, nilai Obs*R-square adalah 6.686177. Nilai ini lebih besar dari nilai yang sudah ditetapkan yaitu 0.05, maka masalah heterokedastisitas tidak terjadi.

Penelitian ini menggunakan 3 model penelitian, yang pertama tanpa variabel moderasi, yang kedua dengan *CEO ownership* sebagai variabel moderasi dan yang ketiga dengan *blockholder ownership* sebagai variabel moderasi. Hasil untuk model pertama, kedua dan ketiga berturut – turut adalah sebagai berikut:

$$\text{UNDP} = 1.763193 + 0.001497*FI - 3.560907*ICD$$

$$\text{UNDP} = 1.722127 - 0.022047*FI - 3.453132*ICD - 0.011474*CEO + 0.216060*FI_CEO$$

$$\text{UNDP} = 1.708872 + 0.128402*FI - 3.565936*ICD + 0.094609*BO - 0.212090*FI_BO$$

Dari model pertama, dapat disimpulkan nilai konstanta adalah 1.763193. Artinya, nilai *underpricing* (Y) akan sebesar 1.763193 jika nilai *firm internationalization* (X1) dan *intellectual capital disclosure* (X2) sebesar nol (0). Nilai konstanta model kedua adalah 1.722127. Artinya, nilai *underpricing* (Y) akan sebesar 1.722127 jika nilai *firm internationalization* (X1), *intellectual capital disclosure* (X2), *CEO ownership* (M1), dan *firm internationalization* yang dimoderasi oleh *CEO ownership* (X1M1) sebesar nol (0). Nilai konstanta model ketiga adalah 1.708872. Artinya, adalah nilai *underpricing* (Y) akan sebesar 1.708872 jika nilai *firm internationalization* (X1), *intellectual capital disclosure* (X2), *blockholder ownership* (M2), dan *firm internationalization* yang dimoderasi oleh *blockholder ownership* (X1M2) sebesar nol (0).

Uji F adalah uji yang digunakan untuk menguji keterkaitan secara simultan (bersamaan) antara seluruh variabel independen dengan variabel dependennya. Berdasarkan hasil pengujian

uji F, nilai prob dari model pertama, kedua, dan ketiga adalah sebesar 0,000000 dan hasil ini lebih kecil dari tingkat signifikansi yaitu 0,05 yang berarti penelitian ini telah lulus uji F. Berdasarkan hasil pengujian di atas, dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen di masing – masing model secara bersamaan (simultan) berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen dalam penelitian ini.

Uji Koefisien Determinasi Berganda digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen dalam penelitian ini. Nilai *adjusted R-square* untuk model pertama, kedua dan ketiga berturut – turut adalah sebesar 0.728868, 0.723395, 0.721487. Artinya, 72,88%, 72,35%, 72,15% variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen penelitian ini dan sisanya 27,12%, 27,66%, 27,85% dijelaskan oleh variabel lain.

Uji t adalah uji yang digunakan untuk menguji apakah variabel independen yang digunakan pada penelitian memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Jika angka Prob. variabel independen < 0.05, maka signifikan dan sebaliknya. Hasil uji-uji di atas ini dapat dilihat pada tabel dibawah ini.

Tabel 1.
Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	Jumlah Sampel	Mean	Maximum	Minimum	Standar Deviasi
Undepricing	36	0.342265	0.700000	0.035294	0.222202
Firm Internationalization	36	0.450361	1.000000	0.010000	0.385570
Intellectual Capital Disclosure	36	0.399225	0.511628	0.302326	0.053827
CEO Ownership	36	0.113472	0.767200	0.000000	0.220648
Blockholder Ownership	36	0.611000	0.925000	0.000000	0.253554

Sumber : hasil pengolahan data menggunakan *Eviews 10*.

Tabel 2.
Hasil Uji Model Pertama

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FI	0.001497	0.050816	0.029459	0.9767
ICD	-3.560907	0.364000	-9.782703	0.0000
C	1.763193	0.149717	11.77686	0.0000
R-squared	0.744361	Mean dependent var	0.342265	
Adjusted R-squared	0.728868	S.D. dependent var	0.222202	
S.E. of regression	0.115701	Akaike info criterion	-1.395953	
Sum squared resid	0.441765	Schwarz criterion	-1.263993	
Log likelihood	28.12716	Hannan-Quinn criter.	-1.349896	
F-statistic	48.04416	Durbin-Watson stat	2.001341	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: hasil output *Eviews 10*.

Tabel 3.
Hasil Uji Model Kedua

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FI	-0.022047	0.059421	-0.371030	0.7131
CD	-3.453132	0.392254	-8.803312	0.0000
FI_CEO	0.216060	0.238504	0.905896	0.3720
CEO	-0.011474	0.130859	-0.087686	0.9307
C	1.722127	0.165755	10.38962	0.0000
R-squared	0.755007	Mean dependent var	0.342265	
Adjusted R-squared	0.723395	S.D. dependent var	0.222202	
S.E. of regression	0.116863	Akaike info criterion	-1.327378	
Sum squared resid	0.423368	Schwarz criterion	-1.107445	
Log likelihood	28.89281	Hannan-Quinn criter.	-1.250616	
F-statistic	23.88356	Durbin-Watson stat	2.132007	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: hasil output *Eviews* 10.

Tabel 4.
Hasil Uji Model Ketiga

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FI	0.128402	0.130614	0.983060	0.3332
ICD	-3.565936	0.408555	-8.728172	0.0000
FI_BO	-0.212090	0.200328	-1.058716	0.2979
BO	0.094609	0.120485	0.785234	0.4383
C	1.708872	0.161580	10.57601	0.0000
R-squared	0.753317	Mean dependent var	0.342265	
Adjusted R-squared	0.721487	S.D. dependent var	0.222202	
S.E. of regression	0.117266	Akaike info criterion	-1.320505	
Sum squared resid	0.426288	Schwarz criterion	-1.100572	
Log likelihood	28.76909	Hannan-Quinn criter.	-1.243742	
F-statistic	23.66688	Durbin-Watson stat	1.989892	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: hasil output *Eviews* 10.

Diskusi

Berdasarkan hasil dari pengujian analisis regresi berganda, dapat disimpulkan bahwa variabel independen yang mempengaruhi IPO *underpricing* sebagai variabel dependen adalah *intellectual capital disclosure*. Sementara variabel lainnya yaitu *firm internationalization* tidak memiliki pengaruh. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa CEO *ownership* dan *blockholder ownership* tidak memoderasi hubungan *firm internationalization* dan IPO *underpricing*. Namun, di ketiga model yang diuji secara simultan variabel independen yang digunakan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap IPO *underpricing* dengan tingkat keyakinan 95%.

Penutup

Berdasarkan hasil pengujian data dalam penelitian ini pada perusahaan yang terdaftar melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 – 2018, IPO *Underpricing* dipengaruhi oleh *intellectual capital disclosure* dan tidak dipengaruhi oleh *firm internationalization* tanpa atau dengan moderasi. Hal ini dapat terjadi karena jumlah perusahaan yang melakukan internasionalisasi di Indonesia masih sangat sedikit.

Adapun keterbatasan dari penelitian ini adalah periode penelitian hanya 10 tahun sehingga hanya mencerminkan keadaan di periode tersebut. Selain itu, penggunaan variabel independen sedikit yaitu 2 variabel. Setiap variabel independen hanya dihitung menggunakan satu proksi sehingga tidak mencerminkan luasnya variabel tersebut

Setelah menjelaskan keterbatasan di atas, maka beberapa saran bagi penelitian selanjutnya adalah memperpanjang periode penelitian menjadi lebih dari 10 tahun. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambah variabel – variabel lain seperti reputasi underwriter, total hutang, dan nilai kapitalisasi saham. Pengukuran variabel independen juga menggunakan lebih dari satu proksi, sehingga hasilnya dapat dibandingkan. Misalnya, untuk *firm internationalization* selain dilihat dari persentase *foregin sales* dapat dilihat pabrik / cabang di luar negeri, nilai kerjasama dengan perusahaan asing, dan investasi asing di dalam perusahaan

Daftar Pustaka

- Al-Shammari, H. A., Ross O'Brien, W., & Hamed AlBusaidi, Y. (2013). Firm internationalization and IPO firm performance: The moderating effects of firm ownership structure. *International Journal of Commerce and Management*, 23(3).
- Bontis, N. (2000). Intellectual Capital and Business Performance in Malaysian Industries. *Journal of Intellectual Capital*, 1(1).
- Darmadi, S., & Gunawan, R. (2013). Underpricing, board structure, and ownership: An empirical examination of Indonesian IPO firms. *Managerial Finance*, 39(2), 181-200.
- Hill, P. (2006). Ownership Structure and IPO underpricing. *Journal of business Finance and Accounting*, Vol.33.
- Jensen, M.C. and Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3.
- Lipuma, J. A. (2012). Internationalization and the IPO performance of new ventures. *Journal of Business Research*, 65(7).
- Mauer, D. C., Wang, S., Wang, X., & Zhang, Y. (2015). Global diversification and IPO returns. *Journal of Banking & Finance*, 58.

- Mazzoli, C., & Cardi, C. (2015). Intellectual Capital Disclosure in IPOs: Is It Worth It?. *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 3(2).
- 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).
- Singh, I. and Van der Zahn, J-L.W.M. (2007). Does intellectual capital disclosure reduce an IPO's cost of capital? The case of underpricing. *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 8 No. 3.
- Spence, A. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87.
- Thomsen, S., Pedersen, T., & Kvist, H. K. (2006). Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems. *Journal of Corporate finance*, 12(2), 246-269.
- Too, S. W., Fadzilah, W., & Yusoff, W. (2015). Exploring Intellectual Capital Disclosure as a Mediator for the Relationship between IPO Firm-Specific Characteristics and Underpricing. *Journal of Intellectual Capital*, 16(3).
- Welbourne, T. M., & De Cieri, H. L. (1998). When Big Isn't Better: Why Smaller International Initial Public Offering Firms Seem to Win.
- Widarjo, W., Rahmawati, R., Bandi, B., & Widagd, A. K. (2017). Underwriter reputation, intellectual capital disclosure, and underpricing. *International Journal of Business and Society*, 18(2).