

Pengaruh *Ownership Retention*, Investasi Dari *Proceeds*, dan Reputasi Auditor Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial dan Institusional Sebagai Variabel Pemoderasi

WAHYU WIDARJO

MAKSI Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret

BANDI

Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret

SRI HARTOKO

Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret

ABSTRACT

The purpose of this study is to demonstrate the influence of signals delivered by the company regarding the company's prospects in the future through the shareholding proportion is retained by the entrepreneur (OR), investment of the proceeds and auditor reputation on the value of the firm after an initial public offering and the moderating effect of managerial ownership and institutional ownership variables on the relationship between the proportion of retained ownership with value of the firm after the initial public offering. The result of the previous research that are inconsistent motivate researchers to reexamine the influence of ownership retention on the firm value at a firm doing an IPO on the Indonesia Stock Exchange.

The research data are taken from the prospectus issued by company that did an initial public offering which is available at the Center for Business and Economic Data (PDBE) Faculty of Economics and Business Universitas Gadjah Mada. The statistical methods used to test the research hipotesis is multiple linear regression and regression residual moderasian test.

The results show that the ownership retention (OR) and investment of the proceeds positively affect on the firm value. The results of this study support the prediction of signaling theory of Leland and Pyle (1977), the research of Keasey and McGuinness (1992), and Keasey and Short (1997).

Keywords: ownership retention, investment of the proceeds, auditor reputation, managerial ownership, institutional ownership, firm value.

1. PENDAHULUAN

Dalam rangka mengembangkan usahanya perusahaan harus menentukan cara untuk menambah modal, baik dengan cara utang atau menerbitkan saham di pasar modal. Bagi perusahaan, pasar modal seringkali dijadikan alternatif pendanaan utama dengan biaya yang relatif rendah daripada utang (Hartono 2007). Transaksi penawaran umum

pertama kalinya terjadi di pasar perdana, kegiatan tersebut disebut dengan penawaran umum penjualan perdana saham atau IPO (*Initial Public Offering*).

Pada penawaran umum saham perdana terdapat informasi yang tidak simetris antara pemilik lama perusahaan dengan investor. Dalam hal ini pemilik lama memiliki informasi privat yang lebih baik tentang prospek perusahaan dari pada investor yang akan menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut (Hartono 2006). Untuk memperkecil informasi yang tidak simetris ini maka pemilik lama harus menyampaikan sinyal tentang prospek perusahaan yang ditawarkan kepada investor. Dengan menganalisis sinyal yang disampaikan oleh pemilik lama maka investor dapat mengetahui prospek perusahaan kedepan.

Leland dan Pyle (1977) menggunakan retensi kepemilikan saham atau proporsi saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama setelah penawaran umum perdana sebagai sinyal arus kas perusahaan di masa yang akan datang. Downes dan Heinkel (1982) menguji prediksi teori sinyal Leland dan Pyle (1977) menggunakan model regresi. Downes dan Heinkel menggunakan variabel kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dan menambahkan variabel kebijakan deviden sebagai variabel sinyal untuk menguji teori sinyal Leland dan Pyle (1977). Hasil yang diperoleh dari penelitian tersebut adalah kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama merupakan sinyal positif nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana dan kebijakan deviden bukan merupakan variabel sinyal untuk mengungkap nilai pasar perusahaan setelah penawaran umum perdana.

Dalam pengujian teori sinyal Leland dan Pyle terdapat beberapa hasil penemuan yang berbeda. Krinsky dan Rotenberg (1989) melakukan pengujian terhadap teori sinyal Leland dan Pyle dengan menggunakan model regresi Downes dan Heinkel (1982). Hasil

dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa retensi kepemilikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Krinsky dan Rotenberg (1989) menyatakan bahwa resiko spesifik perusahaan ditentukan oleh interaksi antara nilai perusahaan dengan *varians return* pasar. Hasil penelitian ini tidak mendukung prediksi teori sinyal Leland dan Pyle (1977).

Pengujian teori sinyal Leland dan Pyle yang dilakukan oleh Prasad dan Merikas (1990) memperoleh hasil bahwa kepemilikan saham oleh pemilik lama di bawah 70% merupakan sinyal positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan kepemilikan saham oleh pemilik lama lebih dari 70% bukan merupakan sinyal positif nilai perusahaan. Hal ini berarti hubungan antara retensi kepemilikan dengan nilai pasar perusahaan merupakan hubungan yang tidak linier.

Penelitian yang dilakukan oleh Keasey dan McGuinness (1992) memperoleh hasil bahwa proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dan investasi dana dari penawaran umum saham perdana berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. McGuinness (1993) melakukan pengujian kembali variabel-variabel yang digunakan oleh Keasey dan McGuinness (1992) dengan menggunakan sampel perusahaan di Hongkong. Hasil dari penelitian tersebut adalah proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan investasi dana dari penjualan saham perdana tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hartono (2006) menguji teori sinyal Leland dan Pyle dengan beberapa pengembangan yaitu, menguji retensi kepemilikan saham oleh pemilik lama, kepemilikan saham oleh institusional, kepemilikan saham oleh manajemen dan *underpricing* sebagai variabel yang memperkuat sinyal positif nilai perusahaan. Hasil dari penelitian ini adalah

retensi kepemilikan, *proceeds* dan *underpricing* merupakan sinyal positif nilai perusahaan setelah IPO. Berdasarkan analisis regresi moderasian diperoleh hasil bahwa kepemilikan institusional memperkuat sinyal positif nilai perusahaan, sedangkan kepemilikan manajemen tidak memperkuat sinyal positif nilai perusahaan.

Berdasarkan penelitian-penelitian yang telah disebutkan di atas maka peneliti termotivasi untuk melakukan pengujian kembali terhadap teori sinyal Leland dan Pyle (1977), karena hasil yang diperoleh dari penelitian-penelitian terdahulu masih tidak konsisten. Penelitian ini akan menguji kembali prediksi teori sinyal Leland dan Pyle (1977) dengan menggunakan model penelitian yang digunakan oleh Keasey dan McGuinness (1992) dan Keasey dan Short (1997) dengan menambahkan variabel kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional sebagai variabel pemoderasi. Hal ini dikarenakan dalam penelitian Hartono (2006) kepemilikan institusional telah terbukti secara empiris memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan.

Perbedaan yang lain adalah pada variabel *proceeds* dimana dalam penelitian Keasey dan McGuinness (1992) dan Keasey dan Short (1997) diukur dengan menggunakan seluruh dana yang diperoleh dari penawaran umum saham perdana sedangkan dalam penelitian ini tidak menggunakan menggunakan seluruh dana dari penawaran umum saham perdana tetapi menggunakan jumlah dana yang digunakan untuk investasi dan pengembangan usaha dari dana yang diperoleh dari penawaran umum saham perdana. Hal ini dilakukan karena tidak semua perusahaan menggunakan *proceeds* untuk investasi dan pengembangan usaha, tapi ada juga yang menggunakan sebagian dana tersebut untuk membayar hutang.

Pengujian terhadap prediksi teori sinyal Leland dan Pyle (1977) masih terdapat hasil yang tidak konsisten. Perbedaan sampel penelitian dan metode penelitian menjadi faktor penyebab terjadinya perbedaan hasil dalam penelitian. Berdasarkan uraian di atas, maka permasalahan yang akan dicari jawabannya dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama (*ownership retention*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana?
2. Apakah dana yang digunakan untuk investasi dan pengembangan usaha dari penawaran umum saham perdana berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana?
3. Apakah reputasi auditor berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana?
4. Apakah kepemilikan manajerial memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah melakukan penawaran umum perdana?
5. Apakah kepemilikan institusional memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah melakukan penawaran umum perdana?

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama, investasi dana yang diperoleh dari penawaran umum saham perdana dan reputasi auditor terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana dan efek moderasi dari variabel kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap hubungan antara proporsi

kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak berikut: pertama. Diharapkan hasil penelitian ini dapat memberikan petunjuk bagi investor mengenai sinyal yang disampaikan oleh perusahaan melalui retensi kepemilikan, investasi dana yang diperoleh dari penawaran umum saham perdana dan reputasi auditor untuk mengetahui prospek perusahaan di masa yang akan datang. Kedua, hasil penelitian ini dapat digunakan oleh perusahaan sebagai bahan pertimbangan dalam menentukan proporsi saham yang harus dipertahankan pada waktu melakukan penawaran umum saham perdana, investasi dana dari penawaran umum saham perdana dan pemilihan auditor yang mengaudit laporan keuangan perusahaan agar direspon positif oleh investor. Ketiga, hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah pengetahuan, gambaran dan bukti empiris mengenai pengaruh retensi kepemilikan, investasi dana dari penawaran umum saham perdana dan reputasi auditor terhadap nilai perusahaan.

2. Tinjauan Pustaka dan Perumusan Hipotesis

2.1. Kepemilikan Saham Yang Masih Dipertahankan Oleh Pemilik Lama (*Ownership Retention*) dan Nilai Perusahaan

Kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama adalah persentase penyertaan saham pemilik lama yang masih dipertahankan oleh pemilik lama setelah perusahaan melakukan penawaran umum perdana. Leland dan Pyle (1977) retensi kepemilikan sebagai sinyal arus kas dimasa yang akan datang. Hasil penelitian tersebut mengandung makna bahwa semakin tinggi proporsi saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama atau semakin kecil proporsi saham yang dijual kepada masyarakat

maka peluang terciptanya *return* saham setelah IPO akan semakin besar. Hal ini dikarenakan semakin tinggi kepemilikan saham oleh pemilik lama maka pemilik lama akan berhati-hati dalam mengelola perusahaan, baik dalam hal kebijakan operasional, investasi dan pendanaan. Dengan adanya kehati-hatian pemilik lama dalam mengelola perusahaan maka akan meningkatkan kinerja perusahaan dan mengurangi resiko perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Krinsky dan Rotenberg (1989) menemukan bukti empiris bahwa kepemilikan saham oleh pemilik lama atau retensi kepemilikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Krinsky dan Rotenberg (1989) menyatakan bahwa resiko spesifik perusahaan ditentukan oleh interaksi antara nilai perusahaan dengan *varians return* pasar. Hasil penelitian ini tidak mendukung prediksi teori sinyal Leland dan Pyle (1977). Penelitian yang dilakukan oleh Hartono (2006) memperoleh hasil bahwa proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama merupakan sinyal positif nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Hal ini berarti penelitian ini mendukung teori sinyal Leland dan Pyle (1977), artinya semakin tinggi proporsi kepemilikan saham yang dipertahankan oleh pemilik lama maka semakin tinggi nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut maka hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₁: Proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

2.2. Investasi Dana Dari Penawaran Umum Saham Perdana (Inv) dan Nilai Perusahaan

Investasi dana dari penawaran umum saham perdana adalah jumlah dana yang akan digunakan oleh perusahaan untuk investasi, pengembangan usaha dan memperkuat

modal kerja yang diperoleh dari penawaran umum saham perdana (Trueman, 1986; McGuinness, 1993). Trueman (1986) melakukan pengujian tentang pengaruh proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dan investasi dana yang diperoleh dari penjualan saham perdana terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Hasil dari penelitian tersebut adalah proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama (OR) dan investasi dana dari penjualan saham perdana berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Keasey dan McGuinness (1992) melakukan pengujian terhadap penelitian Trueman (1986). Hasil dari penelitian ini adalah kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dan dana yang digunakan untuk investasi dari hasil penawaran umum saham perdana berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. McGuinness (1993) melakukan pengujian kembali variabel-variabel yang digunakan oleh Keasey dan McGuinness (1992) dengan menggunakan sampel perusahaan di Hongkong. Hasil dari penelitian tersebut adalah proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan investasi dana dari penjualan saham perdana tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hipotesis keempat dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₂: Investasi dana dari hasil penawaran umum saham perdana berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

2.3. Reputasi Auditor dan Nilai Perusahaan

Auditor yang bereputasi diasosiasikan dengan auditor profesional dan berkualitas. Bagi perusahaan, informasi yang diperoleh dari laporan auditor yang profesional akan memberikan kepastian yang lebih memadai sehingga dapat memberikan tingkat reliabilitas yang lebih tinggi terhadap laporan keuangan yang akan diterbitkan. Laporan

keuangan auditan yang berkualitas, relevan dan reliabel dihasilkan dari audit yang dilakukan secara efektif oleh auditor yang berkualitas. Pemakai laporan keuangan lebih percaya pada laporan keuangan auditan yang diaudit oleh auditor yang dianggap berkualitas tinggi dibanding auditor yang kurang berkualitas, karena mereka menganggap bahwa untuk mempertahankan kredibilitasnya, auditor akan lebih berhati-hati dalam melakukan proses audit untuk mendeteksi salah saji atau kecurangan. KAP ternama mempunyai dorongan yang kuat untuk menjaga independensi mereka dan berusaha melaporkan informasi selengkap mungkin kepada pemegang saham dan pihak-pihak yang berkepentingan lainnya (Razae, 2003). Dengan tingginya tingkat independensi dan kompetensi dari auditor maka akan meningkatkan kredibilitas dari laporan keuangan, dengan meningkatnya kredibilitas dari laporan keuangan maka diharapkan akan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Datar, *et al.* (1991) juga mengembangkan teori Leland dan Pyle dengan memasukkan variabel kualitas auditor dalam mengkomunikasikan informasi privat pemilik lama ke pasar. Menurut Datar *et al.* (1991) retensi kepemilikan dan kualitas auditor dapat digunakan sebagai sinyal perusahaan secara simultan. Ali dan Hartono (2003) menyatakan bahwa kualitas aktual audit tidak dapat diobservasi, sehingga auditor berusaha untuk mengkomunikasikan kualitas mereka melalui sinyal seperti reputasi atau *brand names*. Berdasarkan penelitian tersebut maka hipotesis kelima dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₃: Reputasi auditor berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

2.4. Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan

Kepemilikan manajerial adalah situasi dimana mana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus pemilik atau pemegang saham perusahaan. Teori keagenan menggambarkan perusahaan sebagai titik temu hubungan keagenan antara pemilik perusahaan (prinsipal) dan manajemen perusahaan sebagai agen. Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa kepemilikan saham oleh manajer akan mempengaruhi kinerja manajer dalam menjalankan operasi perusahaan. Manajer yang memiliki saham dalam perusahaan akan berusaha meningkatkan kinerja perusahaan, karena dengan meningkatnya laba perusahaan maka insentif yang diterima oleh manajer akan meningkat pula. Sebaliknya jika kepemilikan manajer turun, maka biaya keagenannya akan meningkat. Hal ini dikarenakan manajer akan melakukan tindakan yang tidak memberikan banyak manfaat bagi perusahaan, manajer akan cenderung untuk memanfaatkan sumber-sumber perusahaan untuk kepentingannya sendiri.

Hubungan antara kepemilikan saham oleh manajemen dengan nilai perusahaan telah banyak diteliti walaupun bukan dalam konteks IPO. Penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) tentang implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening memperoleh hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui keputusan pendanaan. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₄: Kepemilikan manajerial memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

2.5. Kepemilikan Institusional dan Nilai Perusahaan

Kepemilikan institusional adalah kondisi dimana institusi memiliki saham dalam suatu perusahaan. Kepemilikan saham oleh institusi dapat mempengaruhi jalannya perusahaan dengan hak voting yang mereka miliki dalam proses pembuatan keputusan perusahaan, baik keputusan investasi maupun keputusan hutang. Selain itu institusi dapat menjadi alat monitoring terhadap kebijakan-kebijakan yang dibuat oleh perusahaan, karena institusi dianggap lebih berpengalaman dalam menjalankan operasi sebuah perusahaan dibandingkan dengan investor publik lainnya.

Shleifer dan Vishny (1986) dalam Hartono (2006) berpendapat bahwa tingkat kepemilikan institusional dalam proporsi yang cukup besar akan mempengaruhi nilai pasar perusahaan. Dasar dari argumentasi ini adalah semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh institusi, maka semakin efektif pula mekanisme kontrol terhadap kinerja manajemen. Pendapat ini didukung oleh bukti empiris yang ditemukan oleh Barclay dan Holderness (1990), yang menemukan pengaruh positif signifikan tingkat kepemilikan institusional dalam jumlah yang cukup besar terhadap nilai perusahaan.

Dalam penelitian Slovin dan Suskha (1993) ditunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkat jika institusi yang memiliki saham pada perusahaan tersebut dapat menjadi alat monitoring yang efektif. Hartono (2006) membuktikan secara empiris bahwa kepemilikan institusional memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₃: Kepemilikan institusional memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana.

3. Metode Penelitian

3.3. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 1999 sampai dengan tahun 2007. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan *purposive sampling*, artinya bahwa populasi yang akan dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai dengan yang dikehendaki peneliti (Singgih, 2001). Kriteria perusahaan yang dipakai sebagai sampel penelitian ini adalah:

1. Seluruh saham yang ditawarkan kepada publik merupakan saham perdana.
2. Perusahaan yang sebagian sahamnya masih dipertahankan oleh pemilik lama perusahaan.
3. Pemilik lama tidak akan menjual saham yang dimiliki dalam jangka waktu minimal 6 bulan sejak tanggal efektif.

3.2. Jenis dan Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu data yang diperoleh secara tidak langsung dari objek penelitian yang bersumber dari data base BEI yang tersedia di Pusat Data Bisnis dan Ekonomi (PDBE) Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Gadjah Mada. Jenis data yang dikumpulkan adalah data prospektus perusahaan yang dipublikasikan dan data harga saham pada penutupan hari pertama di pasar sekunder.

Teknik pengumpulan data dengan menggunakan metode dokumentasi yaitu pengumpulan data dengan menggunakan metode-metode atau catatan laporan tertulis dari peristiwa yang telah lalu yang didapat dari perusahaan yang terkait, selanjutnya dilakukan

dengan cara menyalin data-data yang dibutuhkan dalam penelitian yang sedang dilakukan atau kutipan langsung dari berbagai sumber.

3.3. Identifikasi Variabel

Penelitian ini menggunakan variabel dependen, variabel independen dan variabel moderasi. Variabel-variabel yang dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Variabel dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan, yaitu nilai pasar perusahaan pada hari pertama di pasar sekunder (*initial market value*). Nilai rupiah dari variabel ini diperoleh dengan mengalikan jumlah seluruh saham yang ditempatkan dan disetor penuh dengan harga penutupan per lembar saham pada hari pertama pasar sekunder (Hartono, 2006). Berdasarkan penelitian Hughes (1992) dan Keasey dan Short (1997), untuk menghilangkan masalah heteroskedastisitas dalam model regresi maka variabel nilai perusahaan ditransformasikan kedalam logaritma natural.

2. Variabel independen

- a. Kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama (*Ownership Retention*)

Dalam penelitian ini proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama (OR) diukur dengan menggunakan persentase antara penyertaan saham pemilik lama dengan jumlah saham yang ditempatkan dan disetor penuh setelah IPO (*Initial Public Offerings*). Pengukuran variabel ini sesuai dengan penelitian McGuinness (1993).

- b. Investasi Dana dari hasil penawaran umum saham perdana (INV)

Nilai investasi dana dari hasil penawaran umum saham perdana (INV) diperoleh dengan mengalikan jumlah dana yang peroleh dari penawaran

saham perdana dengan persentase penggunaan dana untuk investasi dan pengembangan usaha. Pengukuran variabel ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Trueman (1986) dan McGuinness (1993). Berdasarkan penelitian Keasey dan Short (1997), maka variabel investasi dari dana yang diperoleh dari penawaran umum saham perdana ditransformasikan kedalam logaritma natural.

c. Reputasi auditor (AUDIT).

Dalam penelitian ini reputasi auditor merupakan variabel dummy yang diukur berdasarkan reputasi kantor akuntan publik yang mengaudit perusahaan. Dalam penelitian ini KAP yang berafiliasi dengan KAP *big four* dan *big five* diberi angka 1, dan 0 untuk yang lain. Standar pengukuran reputasi auditor berdasarkan KAP yang berafiliasi atau menjadi partner dari KAP *big five* untuk tahun 1999 sampai 2001 dan KAP yang berpartner dengan KAP *big four* untuk tahun 2002 sampai 2007. Pengukuran variabel ini berdasarkan pada penelitian Sulistio (2005).

3. Variabel Moderasi

a. Kepemilikan manajerial (MG)

Dalam penelitian ini, kepemilikan saham oleh manajer merupakan variabel *dummy*. Angka 1 adalah manajer memiliki saham pada perusahaan yang dipimpinnya dan angka 0 adalah manajer tidak memiliki saham pada perusahaan yang dipimpinnya.

b. Kepemilikan institusional (INST)

Dalam penelitian ini kepemilikan institusional merupakan variabel *dummy* dengan kategori angka 1 adalah perusahaan yang terdapat kepemilikan

institusional di dalamnya dan angka 0 adalah perusahaan yang tidak terdapat kepemilikan institusional di dalamnya.

3.4. Teknik Analisis dan Pengujian Hipotesis

Analisis regresi yang digunakan untuk menguji penelitian ini adalah dengan menggunakan regresi linear berganda dan regresi moderasian. Model pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan model regresi yang digunakan oleh Keasey dan Mc Guinness (1992) dan Keasy dan Short (1997) dengan model regresi sebagai berikut:

Model regresi linier berganda pengujian hipotesis 1, 2 dan 3

$$\text{LnV} = \beta_0 + \beta_1\text{OR} + \beta_2\text{LnINV} + \beta_3\text{AUDIT} + e$$

Model regresi moderasian dengan uji residual untuk pengujian hipotesis 4 dan 5

$$\text{MG} = \beta_0 + \beta_1\text{OR} + e$$

$$e = \beta_0 + \beta_1\text{LnV}$$

$$\text{INST} = \beta_0 + \beta_1\text{OR} + e$$

$$e = \beta_0 + \beta_1\text{LnV}$$

Dimana:

LnV = logaritma natural nilai pasar saham setelah penawaran perdana,

OR = proporsi saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama,

LnINV = logaritma natural dana yang digunakan untuk investasi dari hasil penawaran saham perdana,

AUDIT = reputasi auditor,

MG = kepemilikan manajerial,

INST = kepemilikan institusional, dan

e = disturbance.

4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

4.1. Deskripsi Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh melalui publikasi yang dilakukan oleh perusahaan pada waktu melakukan penawaran umum saham perdana. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah prospektus dan harga penutupan saham per lembar di pasar sekunder dari perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana pada tahun 1999 sampai dengan tahun 2007. Pemilihan tahun tersebut dengan alasan pada tahun sebelum dan sesudah periode tersebut terjadi krisis keuangan. Agar penelitian ini tidak terpengaruh oleh dampak dari krisis keuangan tersebut maka periode penelitian ini dibatasi pada tahun tersebut.

Berdasarkan data yang diperoleh dari Pusat Data Bisnis dan Ekonomi (PDBE) Universitas Gadjah Mada, data perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana pada periode tahun 1999 sampai dengan tahun 2007 adalah 54 perusahaan. Setelah dilakukan pemilihan sampel dengan metode *purposive sampling* diperoleh sampel penelitian sebanyak 35 perusahaan.

4.2. Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

4.2.1. Hasil Pengujian dan Pembahasan Hipotesis 1, 2, dan 3

Hasil pengujian hipotesis dengan menganalisis koefisien regresi secara parsial (uji-t) dan secara simultan (uji-F) disajikan dalam tabel berikut ini.

Tabel 1
Hasil Pengujian Koefisien Regresi Secara Parsial

Variabel	Koefisien	t-statistik	Sig
Konstanta	4,202	1,299	0,204
OR	4,977	2,994	0,005
LnINV	0,759	6,719	0,000

AUDIT	-0,158	-0,496	0,624
Adj R ²	0,592		

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Tabel 2
Hasil Pengujian Koefisien Regresi Secara Simultan

F _{hitung}	Sig
17,435	0,000

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Hasil pengujian regresi pada tabel 1 menunjukkan bahwa koefisien regresi proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama (OR) sebesar 4,977 dengan t-statistik sebesar 2,994 dan signifikansinya 0,005. Karena koefisien regresi bertanda positif dan signifikansinya $< 0,05$, maka sesuai dengan prediksi teori sinyal Leland dan Pyle (1977) hasil analisis regresi tersebut mendukung hipotesis pertama (H₁). Artinya proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, semakin tinggi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama maka semakin tinggi nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

Kondisi ini terjadi karena investor mempergunakan sinyal yang disampaikan oleh pemilik lama melalui kepemilikan yang masih dipertahankan dalam proses pembuatan keputusan investasinya. Investor menyimpulkan bahwa pemilik lama hanya akan mempertahankan kepemilikannya apabila prospek perusahaan tersebut baik. Karena dengan mempertahankan kepemilikan sahamnya, maka pemilik lama akan kehilangan kesempatan untuk melakukan diversifikasi resiko dalam portofolio pasar yang lebih menguntungkan, sehingga pemilik lama akan menuntut efisiensi perusahaan. Apabila prospek perusahaan baik maka pemilik lama bersedia menanggung resiko sebesar kepemilikan yang masih dipertahankannya dan akan menuntut kompensasi *return*

perusahaan yang proporsional sebesar dana yang diinvestasikan dalam perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Keasey dan McGuinness (1992) dan Keasey dan Short (1997).

Koefisien regresi variabel LnINV sebesar 0,759 dengan t-statistik sebesar 6,719 dan signifikansinya sebesar 0,000. Artinya variabel LnINV berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, semakin tinggi jumlah dana yang akan digunakan untuk investasi dan pengembangan usaha yang diperoleh dari penjualan saham perdana maka semakin tinggi nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana. Karena koefisien regresi variabel LnINV bertanda positif dan nilai signifikansinya $< 0,05$, maka hipotesis kedua (H_2) dalam penelitian ini diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Trueman (1986), Keasey dan McGuinness (1992) dan Keasey dan Short (1997).

Variabel reputasi auditor memiliki koefisien regresi sebesar -0,158 dengan t-statistik sebesar -0,496 dan signifikansi sebesar 0,624. Karena nilai signifikansi dari variabel reputasi auditor $> 0,05$, maka hipotesis ketiga (H_3) dalam penelitian ini tidak didukung. Artinya variabel reputasi auditor secara parsial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini mungkin dikarenakan penggunaan auditor yang bereputasi tinggi tidak hanya bisa dilakukan oleh perusahaan yang memiliki prospek yang baik, tapi bisa saja dilakukan oleh perusahaan yang tidak memiliki prospek yang baik atau perusahaan yang berkualitas kurang baik. Teori *signalling* menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik akan memberikan sinyal kepada pasar, sehingga pasar dapat membedakan antara perusahaan yang berkualitas baik dan buruk. Agar sinyal tersebut efektif maka sinyal tersebut harus dapat ditangkap oleh calon investor dan dipersepsikan baik serta tidak mudah ditiru oleh perusahaan yang berkualitas buruk (Hartono, 2005).

Tabel 2 menunjukkan bahwa nilai F hitung sebesar 16,972 dengan signifikansi 0,000, yang berarti bahwa proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama (OR), dana yang digunakan untuk investasi dan pengembangan usaha yang diperoleh dari penjualan saham perdana (LnINV) dan reputasi auditor (AUDIT) secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana. Ini berarti selain memberikan sinyal tentang prospek arus kas dimasa yang akan datang dengan mempertahankan proporsi kepemilikan sahamnya, pemilik lama juga dapat menyampaikan sinyal dengan mengungkapkan rencana investasi dan pengembangan usaha dari penggunaan dana yang diperoleh dari hasil penawaran umum saham perdana dan keandalan laporan keuangan perusahaan melalui reputasi auditor yang digunakan untuk mengaudit laporan keuangan perusahaan.

4.2.2. Hasil Pengujian dan Pembahasan Hipotesis 4

Kepemilikan manajerial dikatakan memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan apabila koefisien regresi (β_1) variabel LnV adalah signifikan dan negatif hasilnya. Hal ini berarti adanya *lack of fit* antara variabel OR dan variabel MG (Ghozali, 2002). Tabel 4 berikut ini menunjukkan hasil pengujian hipotesis dengan regresi moderasian.

Tabel 3
Hasil Regresi Moderasian

Variabel	Koefisien	t-statistik	Sig
LnV	-0,004	-0,962	0,343

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Hasil regresi moderasian pada tabel 3 menunjukkan bahwa koefisien variabel LnV adalah sebesar -0.004 dan signifikannya sebesar 0,343, walaupun koefisien regresi LnV bertanda negatif, tapi tidak signifikan secara statistik, maka dapat disimpulkan bahwa

kepemilikan manajerial bukan merupakan variabel yang memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah penawaran saham perdana. Berdasarkan hasil pengujian tersebut, maka hipotesis ke 4 dalam penelitian ini tidak terdukung. Hasil pengujian ini berarti bahwa adanya kepemilikan manajerial dalam proporsi kepemilikan saham pemilik lama perusahaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Hasil pengujian dalam penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Hartono (2006).

4.2.3. Hasil Pengujian dan Pembahasan Hipotesis 5

Hasil regresi moderasian dengan menggunakan uji residual ditunjukkan dalam tabel 4 berikut ini.

Tabel 4
Hasil Regresi Moderasian

Variabel	Koefisien	t-statistik	Sig
LnV	0,004	0,962	0,343

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Berdasarkan hasil pengujian regresi moderasian dengan uji residual didapatkan koefisien regresi variabel logaritma natural nilai perusahaan (LnV) sebesar 0,004 dan nilai signifikansinya sebesar 0,343. Nilai signifikansi dari variabel LnV bertanda positif dan signifikansinya lebih besar dari 0,05, maka sesuai dengan penjelasan di atas variabel INST bukan merupakan variabel yang memoderasi hubungan antara variabel proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Berdasarkan hasil pengujian, maka hipotesis ke 5 dalam penelitian ini tidak didukung oleh data. Hasil pengujian ini bertentangan dengan

penelitian yang dilakukan oleh Hartono (2006). Menurut peneliti hal ini dikarenakan perbedaan metode pengujian dan jumlah sampel penelitian.

5. Kesimpulan, Keterbatasan dan Saran

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini, maka simpulan yang dapat ditarik dari hasil pengujian adalah:

1. Proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dan dana yang digunakan untuk investasi dan pengembangan usaha dari penawaran umum saham perdana secara statistik telah terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana.
2. Reputasi auditor tidak terbukti secara statistik dapat mempengaruhi nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana, namun secara simultan reputasi auditor, ownership retention dan investasi dari proceeds secara statistik terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.
3. Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana.

5.2. Keterbatasan dan Saran

Keterbatasan yang dapat mempengaruhi hasil penelitian ini adalah jumlah sampel dalam penelitian ini di bawah jumlah yang ideal yaitu 100-200 sampel. Penelitian selanjutnya diharapkan untuk melakukan penambahan jumlah sampel penelitian dengan memperpanjang periode penelitian. Nilai *adjusted R*² dalam penelitian ini adalah 0,592,

artinya masih terdapat faktor – faktor lain sebesar 0,408 yang mempengaruhi nilai perusahaan yang tidak dimasukkan dalam model penelitian. Penelitian selanjutnya diharapkan memasukkan variabel lain yang mungkin berpengaruh terhadap nilai perusahaan, misalnya: laba perusahaan, *underpricing*, dan reputasi *underwriter*.

REFERENSI

- Ali, S. dan J. Hartono. 2003. “Pengaruh Pemilihan Metode Akuntansi terhadap Tingkat Underpricing Saham Perdana,” *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 6. pp. 41-51.
- Datar, S. M; G. A. Feltham; dan J. S. Hughes. 1991. “The Role of Audits and Audit Quality in Valuing New Issues.” *Journal of Accounting and Economics*, 14:3-49.
- Downes, D. H dan R. Heinkel. 1982. Signalling and the Valuation of Unseasoned New Issues. *The Journal of Finance*. Vol. XXXVII No.1 March 1-10.
- Ghozali, I. 2002. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbitan Universitas Diponegoro Semarang.
- Grinblatt, M dan C. Y. Hwang. 1989. “Signalling and The Pricing of New Issues.” *The Journal of Finance*, 44(2): 393-420.
- Hartono. 2005. “Hubungan Teori Signalling dengan Underpricing Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta.” *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, Vol.5, No.1, 2005: 35-50.
- Hartono. 2006. “Analisis Retensi Kepemilikan Pada Penerbitan Saham Perdana Sebagai Sinyal Nilai Perusahaan.” *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, Vol. 6, No. 2, 2006: 141-162.
- Hartono, Jogiyanto. 2007. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*.” Edisi 5, BPFE. Yogyakarta.
- Keasey, K dan P, McGuinness. 1992. An Empirical Investigation of the Role of Signalling in the Valuation of Unseasoned Equity Issues. *Journal Accounting and Business Research*, Vol. 22, No. 86, pp. 133-142, 1992.
- Keasey, K., dan H. Short. 1997. *Equity Retention and Initial Public Offering: The Influence of Signalling and Entrenchment Effect*. Applied Financial Economic 7: 75-85.

- Krinsky, I dan W. Rotenberg. 1989. Signalling and the Valuation of Unseasoned New Issues Revisited. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 24 No. 2: 257-266.
- Leland, H. E dan D. H. Pyle. 1977. "Informational Asymetries, Financial Structure, and Financial Intermediation." *The Journal of Finance*, Vol. XXXII. No. 2: 371-387.
- McGuinness, P. 1993. The market valuation of initial public offerings in Hong Kong. *Applied Financial Economics*, Vol. 3, 267-281.
- Pound, J. 1988. "Proxy Contest and the Efficiency of Shareholder Oversight." *Journal of Financial Economics* 20, 237-265.
- Prasad, D dan A. Merikas. 1990. Conveying Value of Firm's Equity Through Signals: An Empirical Study of Initial Public Offerings. *Journal of Economics and Finance*, Vol. 14:171-180.
- Rezaee, Z. 2003. "Causes, Consequences, and Deterence of Financial Statement Fraud," *Critical Perspective on Accounting*, pp.1-22.
- Santoso, S. 2006. *Seri Solusi Bisnis Berbasis TI: Menggunakan SPSS untuk Statistik Parametrik*. PT. Elek Media Komputindo. Jakarta.
- Slovin, M. B dan M. E. Sushka. 1993. "Ownership Concentration, Corporate Control Activity, and Firm Value: Evidence from the Death of Inside Blockholders." *Journal of Finance* Vol XLVIII, No.4.
- Sulistio, H. 2005. Pengaruh Informasi Akuntansi dan Non Akuntansi Terhadap *Initial Return*: Studi Pada Perusahaan yang Melakukan IPO di BEJ. *Symposium Nasional Akuntansi VIII*. Solo.
- Trueman, B. 1986. The Relationship between the Level of Capital Expenditures and Firm Value. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 21, no 2, june 1986.
- Varma, R. 2001. "The Role of Institutional Investors in Equity Financing and Corporate Monitoring." *Journal of Business and Economic Studies*. " 7: 39-53.
- Wahyudi, U dan Pawestri. H.P. 2006. "Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening." *Symposium Nasional Akuntansi 9*. Padang.