

CHIEF EXECUTIVE OFFICER (CEO) POWER, CEO KELUARGA, DAN NILAI IPO PREMIUM PERUSAHAAN KELUARGA DI INDONESIA

I Made Sudana dan Ni Putu Nina Aristina

*Departemen Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis,
Universitas Airlangga*

Email: imadesudana@yahoo.co.id dan Email: ninaaristina@gmail.com

Abstract: The development of family firms led to increase the funding requirement for expansion. Family firms can obtain funds from capital market by doing initial public offering (IPO). The aims of this research is to know the influence of CEO power using proxy of CEO voting right, CEO tenure, and CEO interlock on IPO premium, and the influence of family CEO on IPO premium. This research uses 65 samples of family firm in Indonesia during 2001-2014. The result of multiple regression showed that CEO voting right, CEO interlock, and family CEO are positive significantly affect IPO premium. This finding reveal that when investors make investment decision on IPO's firms, they will evaluate the quality of firm's CEO. Also, the presence of family CEO increase investor's valuation on company shares that increase IPO premium.

Keywords: Initial public offering, CEO power, family CEO, and IPO premium

Abstrak: Perkembangan usaha keluarga menyebabkan meningkatnya kebutuhan pendanaan untuk ekspansi. Perusahaan keluarga bisa memperoleh dana dari pasar modal dengan melakukan initial public offering (IPO). Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh kekuatan CEO dengan menggunakan hak calon CEO, masa jabatan CEO, dan CEO yang saling terkait dengan premi IPO, dan pengaruh CEO keluarga terhadap premi IPO. Penelitian ini menggunakan 65 sampel perusahaan keluarga di Indonesia selama tahun 2001-2014. Hasil regresi berganda menunjukkan bahwa hak voting CEO, CEO interlock, dan CEO keluarga secara signifikan berpengaruh signifikan terhadap premi IPO. Temuan ini mengungkapkan bahwa ketika investor melakukan keputusan investasi pada perusahaan IPO, mereka akan mengevaluasi kualitas CEO perusahaan. Juga, kehadiran CEO keluarga meningkatkan valuasi investor terhadap saham perusahaan yang meningkatkan premi IPO.

Kata kunci: Penawaran umum perdana, CEO power, family CEO, dan IPO premium

PENDAHULUAN

Perusahaan keluarga adalah perusahaan yang dikelola dan dikontrol oleh beberapa anggota keluarga. Adanya kepemilikan mayoritas oleh anggota keluarga memungkinkan anggota keluarga memiliki kontrol yang besar dalam setiap keputusan perusahaan. Sebagian besar perusahaan keluarga menempatkan anggota keluarga pada jajaran eksekutif perusahaan dalam struktur organisasinya. Indonesia merupakan negara yang memiliki persentase perusahaan dengan kepemilikan keluarga yang besar. Menurut *survey*

yang dilakukan oleh *Pricewaterhouse Coopers (PwC)* sebesar lebih dari 95% perusahaan di Indonesia merupakan bisnis keluarga.

Sejalan dengan perkembangan perusahaan keluarga, kebutuhan dana untuk ekspansi perusahaan keluarga juga mengalami peningkatan. Salah satu alternatif yang banyak dimanfaatkan oleh perusahaan keluarga adalah dengan melakukan *initial public offering (IPO)* di pasar modal. Dengan melaksanakan *IPO*, memungkinkan perusahaan mendapatkan akses pendanaan eksternal yang dapat digunakan untuk menutupi kekurangan modal, membayar utang, ataupun untuk perluasan perusahaan.

Peristiwa *IPO* merupakan hal yang penting bagi perusahaan khususnya perusahaan keluarga, karena adanya transisi dari *private firm* menjadi *public firm*. Perusahaan keluarga yang memilih untuk *going public* seharusnya sadar bahwa peristiwa *IPO* bukan merupakan *single event* namun sebuah proses yang kompleks dan membutuhkan banyak persiapan. *ic.* Perusahaan keluarga berusaha untuk membuat *track record* yang positif dengan meningkatkan kinerjanya (profitabilitas) selama persiapan *IPO* (Mazzola dan Marchisio 2002). Sebagai hasilnya, kepercayaan publik dan reputasi perusahaan akan meningkat saat didaftarkan di bursa. Hal tersebut tentunya membutuhkan tata kelola perusahaan yang baik, waktu, serta sumberdaya.

Walaupun perusahaan berusaha untuk meningkatkan kinerjanya selama persiapan *IPO*, hal tersebut tidak menjamin investor dapat memberikan penilaian yang baik terhadap perusahaan, karena informasi berkala seperti laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan yang belum *going public* tidak mudah untuk diakses investor, walaupun prospektus telah menjelaskan kondisi keuangan perusahaan selama tiga tahun terakhir, Investor dapat memberikan penilaian yang rendah pada perusahaan karena tidak dapat menunjukkan kemampuan untuk berkinerja dengan baik. Hal tersebut dapat dihindari jika perusahaan memiliki kepemimpinan yang kuat. Certo (2003), menyebutkan bahwa anggota dewan direksi merepresentasikan informasi non-finansial berupa skill, pengalaman, maupun koneksi sosial yang penting, sehingga investor dapat mengambil keputusan investasi yang tepat.

Chief executive officer (CEO) atau di Indonesia lebih dikenal dengan sebutan direktur utama atau presiden direktur, merupakan posisi tertinggi dalam jajaran eksekutif yang bertanggung jawab atas seluruh kegiatan operasional perusahaan. Investor dapat menilai perusahaan dengan mengetahui *CEO* perusahaan tersebut. Certo, Holmes, dan Holcomb (2007) menyatakan bahwa *CEO* mempunyai kekuasaan (*power*) untuk memengaruhi keputusan investasi dari investor potensial. *Power* atau kekuasaan yang dimiliki *CEO* dapat berasal dari kepemilikan saham (*ownership power*), jabatan formal (*structural power*), keahlian (*expert power*), dan koneksi sosial (*prestige power*), yang merupakan informasi non-finansial yang juga digunakan sebagai pertimbangan investor untuk menilai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Investor akan bersedia membeli saham perusahaan dengan harga tinggi bila investor yakin terhadap kepemimpinan *CEO*, sehingga perusahaan mendapatkan premium dari penjualan saham perdana yang dapat menguntungkan perusahaan.

Dalam hubungannya dengan perusahaan keluarga, *CEO* biasanya merupakan pemimpin yang dominan, karena kedudukan *CEO* biasanya diisi oleh anggota keluarga. Kehadiran *CEO* yang berasal dari anggota keluarga juga dapat memengaruhi penilaian investor. Biasanya, *CEO* keluarga telah mendapatkan pendidikan yang cukup karena memang disiapkan untuk menjadi penerus kepemimpinan perusahaan serta memiliki koneksi sosial yang luas dari keluarganya. *CEO* keluarga biasanya mempunyai komitmen

yang kuat karena adanya ikatan psikologis dengan perusahaan. Banyak perusahaan keluarga yang cenderung memilih anggota keluarganya untuk memimpin perusahaan daripada pihak eksternal (professional).

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan, masalah yang dikaji pada penelitian ini adalah: Apakah *ownership power*, *expert power*, *prestige power*, dan *CEO* keluarga dengan variabel kontrol *leverage* keuangan dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai *IPO premium* saham perusahaan keluarga di Indonesia?

KAJAIN TEORI

Initial Public Offering (IPO) dan Nilai IPO Premium. *Initial public offering (IPO)* atau penawaran saham perdana, disebut juga dengan istilah *going public* adalah kegiatan penawaran saham ke publik untuk pertama kali. Tujuan perusahaan melakukan penawaran saham perdana kepada publik adalah untuk memperoleh dana yang dibutuhkan perusahaan, dan untuk mendapatkan jumlah dana yang maksimal, maka harga saham perusahaan harus tinggi. Pada umumnya, harga saham ditentukan melalui serangkaian negosiasi antara perusahaan dan *underwriter* berdasarkan hasil penyajakan (*road show*) yang dilakukan di pusat-pusat permodalan sebelum saham ditawarkan kepada masyarakat. Selama proses penilaian saham ketika mau *IPO*, perusahaan dan *underwriter* mempunyai sejumlah informasi yang signifikan untuk menentukan nilai saham.

The absolute stock price at the time of IPO, while important, can be misleading in that it fails to account for the worth of firm assets (Welbourne dan Andrews, 1996). Walaupun harga saham perusahaan tinggi, hal tersebut belum mencerminkan besarnya aset yang dimiliki. Perusahaan dengan aset yang rendah saat *IPO* bisa dinilai tinggi sahamnya oleh investor bila perusahaan tersebut memiliki prospek yang bagus di masa depan. Karena aset perusahaan tidak dapat menjelaskan penilaian investor mengenai saham perusahaan secara akurat, maka dalam penelitian ini digunakan *IPO premium* yang merupakan selisih antara harga penawaran saham dan nilai buku dibagi dengan harga penawaran.

$$[IPO\ Premium]_{it} = ([Harga\ penawaran]_{it} - [Nilai\ buku]_{(i,t-1)}) / [Harga\ penawaran]_{(i,t-1)} \dots\dots\dots 1)$$

Semakin tinggi harga penawaran saham dibandingkan dengan nilai buku, maka *IPO premium* akan semakin besar dan sebaliknya. Nilai *IPO premium* mencerminkan nilai potensial yang diharapkan investor dari perusahaan yang melakukan *IPO*. Jika dibandingkan dengan harga saham, *IPO premium* menawarkan estimasi yang lebih akurat mengenai penilaian investor terhadap *future value* perusahaan (Cirillio et al. 2015).

Perusahaan Keluarga (Family firm). Sebuah perusahaan dapat dikatakan sebagai perusahaan keluarga apabila memiliki ciri adanya kepemilikan individu sebesar 20% atau lebih dan individu tersebut juga bergabung dalam jajaran eksekutif atau top management (La Porta 1999). Andres (2008) mengklasifikasikan perusahaan keluarga jika satu dari dua syarat terpenuhi. Pertama, saham yang dimiliki anggota keluarga minimal 25%. Jika kepemilikan saham kurang dari 25%, anggota keluarga harus mempunyai jabatan sebagai dewan direksi ataupun dewan komisaris.

Di Indonesia, terdapat beberapa peraturan yang dapat dipertimbangkan untuk menentukan kepemilikan saham perusahaan. Dalam keputusan direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor: Kep-305/BEJ/07-2004, peraturan nomor I-A tentang pencatatan saham

dan efek bersifat ekuitas selain saham yang diterbitkan oleh perusahaan tercatat, poin 1.15 menyebutkan bahwa pemegang saham pengendali adalah pemegang saham yang memiliki 25% atau lebih saham perusahaan, atau pemegang saham yang memiliki kemampuan dengan cara apapun memengaruhi pengelolaan dan atau kebijaksanaan perusahaan meskipun jumlah saham yang dimiliki kurang dari 25%.

Penelitian ini mengadopsi ciri-ciri perusahaan keluarga yang dinyatakan oleh Andres (2008), dan Keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta, yaitu menggunakan syarat minimal 25% kepemilikan saham yang berasal dari anggota keluarga.

Chief Executive Officer (CEO). *Chief executive officer (CEO)* atau di Indonesia sering disebut sebagai direktur utama merupakan seseorang yang memegang jabatan tertinggi dalam kegiatan operasional perusahaan, bertanggung jawab terhadap rencana dan keputusan strategis serta sebagai penghubung antara pihak internal dan eksternal. Kesuksesan suatu perusahaan sangat berkaitan dengan peran *CEO*. Dalam Achua dan Lussier (2013:13), Henry Mintzberg mengidentifikasi peranyang dilakukan oleh *CEO* untuk mencapai tujuan perusahaan yang dibagi menjadi tiga bagian, yaitu *interpersonal role*, *informational role*, dan *decisional role*.

Interpersonal role merupakan peran *CEO* yang merupakan penghubung antara perusahaan dengan pihak luar, menetapkan dan mempertahankan hubungan dengan para individu atau kelompok di luar perusahaan yang berguna sebagai sumber informasi dan dukungan. Selain itu, *CEO* harus dapat memberikan pedoman serta motivasi kepada bawahannya untuk bersama-sama mencapai tujuan organisasi. *Informational role* adalah peran *CEO* dengan mencari informasi dari sejumlah sumber seperti membaca laporan dan memo, hadir dalam pertemuan, dan melakukan perjalanan, kemudian dianalisis untuk menemukan masalah atau peluang. Beberapa informasi tersebut diteruskan kepada bawahan atau kepada pihak luar. *Decisional role* adalah peran *CEO* sebagai perancang perubahan yang dapat meningkatkan nilai bisnis perusahaan. Selain itu, *CEO* juga bertindak sebagai negosiator dengan pihak lain untuk mendapatkan kesepakatan yang menguntungkan organisasi dan mengatasi masalah atau krisis yang terjadi.

Pengaruh CEO Power terhadap Nilai IPO Premium. Secara umum, *power* atau kekuasaan adalah kemampuan seseorang untuk memengaruhi orang lain. Menurut Yukl (2001: 173), *power* merupakan kapasitas absolut seorang agen untuk memengaruhi perilaku atau sikap seseorang atau lebih yang ditunjuk sebagai target pada satu waktu tertentu. Finkelstein (1992) mendefinisikan *power* sebagai kapasitas individu dalam menggunakan pengaruhnya untuk mencapai kemauannya. Menurut Adams et al (2005), *powerful CEO* merupakan orang yang secara konsisten memengaruhi keputusan kunci di dalam perusahaan walaupun terdapat penentangan dari eksekutif lainnya.

Chief executive director (CEO) secara potensial mempunyai *power* atau kekuasaan untuk memengaruhi dan menentukan strategi serta kinerja bisnis perusahaan. Di satu sisi, kehadiran seorang *powerful CEO* sangat berguna untuk mengurangi konflik, meningkatkan kepercayaan diantara direktur dan menjelaskan otoritas pengambilan keputusan (Daily dan Dalton, 1993). Melemahkan kekuasaan *CEO* dapat menimbulkan biaya kesempatan bagi perusahaan karena mengurangi probabilitas perusahaan untuk berkinerja baik (Adam, et al., 2005).

Powerful CEO memiliki kemungkinan yang kecil untuk menyembunyikan informasi tentang perilakunya dan status perusahaan, namun cenderung untuk menyediakan informasi yang transparan (Armstrong et al., 2012). Dalam proses *IPO*, hal tersebut dapat

berimplikasi bahwa investor tidak hanya akan melihat prospektus perusahaan, tapi juga akan mencari data tentang figur *CEO* perusahaan tersebut. Selain itu, sinyal tentang adanya kepemimpinan yang kuat di perusahaan akan memudahkan perusahaan untuk mendapatkan pendanaan di pasar modal.

Berfokus pada *power* atau kekuasaan yang dimiliki individu dari *top management team*, Finkelstein (1992) mengidentifikasi empat sumber dari *power*, yaitu: *ownership power*, *structural power*, *expert power*, dan *prestige power*. *Ownership* dan *structural power* merupakan bentuk formal dari *power* yang secara langsung dapat memengaruhi proses pengambilan keputusan *CEO*, sedangkan *expert* dan *prestige power* adalah bentuk informal dari *power* yang tidak secara langsung memengaruhi peran *CEO* dalam hirarki organisasi. Keempat sumber *power* tersebut diukur menggunakan proksi yang berbeda-beda. Khusus untuk *structural power* yang menggunakan proksi *dual leadership*, tidak disertakan dalam penelitian ini karena Indonesia menganut sistem *two-tier*, yaitu fungsi manajemen dan fungsi pengawasan terpisah, sehingga penelitian ini hanya menggunakan *ownership power*, *expert power*, dan *prestige power*.

Ownership Power. *Ownership power* merupakan kekuasaan yang dimiliki *CEO* melalui kepemilikan saham perusahaan. Dengan memiliki saham perusahaan, maka *CEO* juga merupakan pemegang saham dan memiliki hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), sehingga *CEO* memiliki kekuatan untuk mempengaruhi keputusan dalam RUPS. Semakin besar jumlah saham yang dimiliki *CEO*, maka semakin besar kekuasaan *CEO* dalam perusahaan. Untuk mengukur besar kecilnya *ownership power*, digunakan perhitungan sebagai berikut:

$$[CEOVR]_{i,t-1} = (\text{jumlah saham yang dimiliki CEO}) / (\text{Total saham perusahaan}) \times 100\% \dots \dots \dots 2)$$

Bila *CEO* juga merupakan pemegang saham perusahaan, maka kepentingan *CEO* dengan pemegang saham yang lain akan sama dan *CEO* akan bertindak untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham, sehingga *agency cost* dapat berkurang. Hal tersebut merupakan sinyal yang baik bagi investor bahwa perusahaan dipimpin oleh *CEO* yang mempunyai kepentingan sama dengan pemegang saham dan berpengaruh terhadap penilaian saham perusahaan pada saat *IPO*. Semakin besar kekuasaan *CEO* melalui jumlah saham yang dimilikinya, semakin meningkatkan penilaian investor terhadap harga saham pada saat *IPO* atau dengan kata lain, *IPO premium* akan meningkat.

H1: *Ownership power* berpengaruh positif terhadap nilai *IPO premium*

Expert Power. *Expert power* merupakan kekuasaan yang dimiliki *CEO* karena pengetahuan dan pengalaman yang dimiliki dalam bidang yang relevan dengan bisnis perusahaan serta memiliki akses terhadap informasi perusahaan. Semakin lama masa jabatan sebagai *CEO* memberikan sinyal bahwa tingkat profesionalisme dan keahlian *CEO* bertambah besar sehingga meningkatkan kekuasaannya dalam mempengaruhi keputusan. Seorang *CEO* yang telah memiliki pengalaman memimpin perusahaan akan dinilai lebih mampu untuk meningkatkan kinerja perusahaan, sehingga meningkatkan penilaian investor terhadap harga saham perusahaan saat *IPO* dan menyebabkan *IPO premium* meningkat. Untuk mengetahui *expert power* yang dimiliki *CEO*, penelitian ini menggunakan proksi *CEO tenure*, yang merupakan lamanya masa jabatan *CEO* di perusahaan. Masa jabatan dihitung dengan satuan bulan karena terdapat *CEO* yang menjabat kurang dari satu tahun.

【CEOTN】 $\downarrow(i, t - 1)$ = jumlah bulan CEO menjabat di perusahaan3)

Semakin lama masa jabatan seorang CEO, semakin besar expert power karena semakin profesional CEO tersebut, sehingga meningkatkan IPO premium.

H2: *Expert power* berpengaruh positif terhadap nilai *IPO premium*

Prestige Power. *Prestige power* merupakan kekuasaan *CEO*, berasal dari persepsi positif yang didapatkan *CEO* berdasarkan reputasi yang dimiliki. Reputasi tersebut diperoleh *CEO* dari latar belakang pendidikan, hubungan yang dimiliki dengan organisasi eksternal, pemerintah, politisi, dan orang-orang yang mempunyai pengaruh lainnya. Keterlibatan *CEO* di luar perusahaan memungkinkan *CEO* untuk mendapatkan akses terhadap informasi penting yang berasal dari interaksi dengan *top executive* di perusahaan lainnya. Pengetahuan dan pengalaman yang bernilai (*valuable*), serta reputasi yang baik umumnya dimiliki oleh *CEO* yang duduk sebagai *CEO* atau anggota dewan direksi di lebih dari satu perusahaan, baik yang merupakan group perusahaan maupun tidak. Untuk mengetahui *prestige power*, dalam penelitian ini digunakan proksi *CEO interlock*, yaitu jumlah perusahaan yang dipimpin oleh *CEO*, termasuk anak-anak perusahaannya maupun perusahaan lain di luar anak perusahaan.

【CEOINT】 $\downarrow(i, t - 1)$ = Jumlah perusahaan yang dipimpin CEO4)

Dalam hal ini, *prestige power* akan meningkat jika seorang CEO menjabat di lebih dari satu anak perusahaan dan kemungkinan untuk menghadapi masalah eksternal akan berkurang karena koneksi yang dimiliki *CEO* dengan pihak luar perusahaan, sehingga investor akan memberikan penilaian positif yang dapat meningkatkan harga saham ketika perusahaan melakukan *IPO*, dan akhirnya akan meningkatkan *IPO premium*.

H3: *Prestige power* berpengaruh positif terhadap nilai *IPO premium*

Pengaruh CEO keluarga terhadap nilai IPO premium. Seorang *CEO* yang berasal dari anggota keluarga biasanya mempunyai ikatan psikologis dan komitmen yang lebih kuat dibandingkan dengan *CEO* yang bukan berasal dari keluarga serta memiliki motivasi untuk melakukan yang terbaik demi organisasi. Menurut *stewardship theory*, *CEO* memiliki tanggung jawab yang besar dalam pekerjaan mereka, bukan untuk melayani kepentingan pribadi namun bertindak untuk kepentingan organisasi dan *stakeholder*. Seorang *CEO* yang merupakan *steward* (pelayan) bagi pemegang saham akan termotivasi oleh kebutuhan untuk bertindak demi kepentingan perusahaan. *CEO* memiliki komitmen untuk menyukseskan perusahaan walaupun harus mengorbankan kepentingannya. Hal tersebut dapat mengurangi ketidakpastian investor, sehingga investor bersedia untuk membeli saham perdana perusahaan dengan harga tinggi. Pada penelitian ini *CEO* keluarga yang diukur dengan variabel *dummy*, yaitu bernilai 1 jika perusahaan dipimpin oleh *CEO* keluarga dan bernilai 0 jika *CEO* berasal dari non-keluarga.

H4: *CEO* keluarga berpengaruh positif terhadap nilai *IPO premium*

Variabel Lain yang Memengaruhi Nilai IPO Premium. Selain *CEO power* dan *CEO* keluarga yang dapat memengaruhi *IPO premium*, besar kecilnya *IPO premium* juga dapat dipengaruhi oleh faktor lain, diantaranya:

Leverage keuangan. *Leverage* keuangan timbul karena perusahaan menggunakan dana yang menimbulkan beban tetap, yaitu utang dengan beban tetap berupa biaya bunga.

Besar kecilnya leverage keuangan diukur dengan rasio utang jangka panjang dengan ekuitas, dengan rumus:

$$LEV_{i,t-1} = \frac{[Utang\ jangka\ panjang]_{i,t-1}}{[Total\ ekuitas]_{i,t-1}} \dots \dots \dots (5)$$

Menurut *trade off theory*, pada situasi terdapat pajak dan biaya kebangkrutan, semakin tinggi tingkat *leverage* keuangan pada mulanya akan meningkatkan nilai perusahaan atau harga pasar saham sampai titik tertentu, karena penghematan pajak (*tax shield*) lebih besar daripada biaya kebangkrutan, yang berdampak pada meningkatnya harga saham perdana dan meningkatkan nilai *IPO premium*. Namun demikian, jika *leverage* keuangan sudah melampaui titik tertentu, peningkatan *leverage* keuangan akan menurunkan harga saham. Hal ini karena besarnya penghematan pajak lebih kecil daripada biaya kebangkrutan sebagai akibat bertambahnya utang. Dengan demikian pengaruh leverage keuangan terhadap harga pasar saham bisa positif, ketika jumlah utang perusahaan masih relatif kecil dan bisa negatif, ketika jumlah utang sudah relatif besar.

H5: *Leverage* keuangan berpengaruh terhadap nilai *IPO premium*

Ukuran perusahaan. Besar kecilnya suatu perusahaan dapat diukur dengan jumlah penjualan, nilai kapitalisasi saham, jumlah aktiva atau asset yang dimiliki perusahaan. Pada penelitian ini ukuran perusahaan dihitung dengan *natural* logaritma dari total aset.

$$SIZE_{i,t-1} = [Ln\ total\ aset]_{i,t-1} \dots \dots \dots (6)$$

Perusahaan besar memiliki kemampuan lebih untuk bersaing di dalam industri, sehingga penjualan dan laba perusahaan diharapkan lebih tinggi dibandingkan perusahaan kecil. Disamping itu, perusahaan besar diharapkan dapat beroperasi dengan lebih efisien karena skala ekonomi (*economic of scale*) yang dapat dicapai perusahaan besar. Hal ini dapat mendorong investor untuk menawar saham perusahaan besar dengan harga yang lebih tinggi sehingga meningkatkan *IPO premium*.

H6: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai *IPO premium*

Model Analisis. Model analisis yang digunakan adalah model regresi berganda dengan *lag* waktu satu tahun sebagai berikut:

$$IPOP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CEOVR_{i,t-1} + \beta_2 CEOTN_{i,t-1} + \beta_3 CEOINT_{i,t-1} + \beta_4 FAMCEO_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 SIZE_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{terhadap nilai saham IPO}_{i,t} \dots \dots \dots (7)$$

Keterangan: $IPOP_{i,t}$ = *IPO premium* perusahaan *i* pada tahun *t*; $CEOVR_{i,t-1}$ = Persentase kepemilikan saham oleh *CEO* perusahaan *i* pada tahun *t-1*; $CEOTN_{i,t-1}$ = Jumlah bulan menjabat sebagai *CEO* perusahaan *i* pada tahun *t-1*; $CEOINT_{i,t-1}$ = Jumlah perusahaan lain yang dipimpin *CEO* perusahaan *i* pada tahun *t-1*; $FAMCEO_{i,t-1}$ = *CEO* keluarga perusahaan *i* pada tahun *t-1*; $LEV_{i,t-1}$ = *Leverage* keuangan perusahaan *i* pada tahun *t-1*; $SIZE_{i,t-1}$ = Ukuran perusahaan *i* pada tahun *t-1*; β_0 = Konstanta; $\beta_1 - \beta_6$ = Koefisien regresi; $\epsilon_{i,t-1}$ = *Error*

METODE

Prosedur Penentuan Sampel. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang melaksanakan *Initial Public Offering (IPO)* dari tahun 2001-2014.

Teknik pengumpulan sampel menggunakan metode *purposive sampling* yang berarti sampel dalam penelitian harus memenuhi kriteria tertentu, yaitu: (1) Perusahaan yang tidak bergerak di bidang perbankan, dan keuangan; (2) Perusahaan menerbitkan prospektus dan laporan tahunan; (3) Perusahaan dengan kepemilikan keluarga minimal sebesar 25%

Definisi Operasional Variabel. Untuk memberikan gambaran mengenai variabel yang akan digunakan pada penelitian ini, maka setiap variabel akan didefinisikan secara singkat seperti berikut:

1. Nilai *IPO premium*, adalah besarnya premi relative yang dibayar oleh investor ketika membeli saham perusahaan yang IPO, yang diukur dengan selisih dari harga penawaran perdana dan nilai buku ekuitas dibagi dengan harga penawaran perdana, dengan menggunakan rumus (1)
2. *Ownership power* adalah kekuasaan CEO karena kepemilikan saham perusahaan, yang diproksikan dengan *CEO voting right (CEOVR)*, yaitu persentase jumlah saham perusahaan yang dimiliki CEO, dihitung dengan menggunakan rumus (2).
3. *Expert power* adalah kekuasaan yang dimiliki oleh CEO karena kemampuan, keahlian dalam memimpin suatu perusahaan, yang diproksikan dengan *CEO tenure (CEOTN)*, yaitu lamanya (jumlah bulan) seorang menjabat sebagai CEO perusahaan, yang dihitung dengan menggunakan rumus (3)
4. *Prestige power* adalah kekuasaan yang dimiliki oleh CEO karena mampu memimpin banyak perusahaan, yang diproksikan dengan *CEO interlock (CEOINT)*, yaitu jumlah perusahaan, termasuk anak perusahaan dan perusahaan afiliasi, yang dipimpin sebagai CEO ataupun anggota dewan direktur saat IPO dilaksanakan, dihitung dengan menggunakan rumus (4)
5. *Family CEO*, adalah ada tidaknya anggota keluarga yang menjabat sebagai CEO perusahaan, yang diukur menggunakan variabel *dummy* yang bernilai 1 jika CEO merupakan anggota keluarga dan bernilai 0 jika CEO bukan merupakan anggota keluarga.
6. *Leverage* keuangan, merupakan rasio total utang jangka panjang dengan total ekuitas yang dihitung dengan menggunakan rumus (5)
7. Ukuran perusahaan (*SIZE*) merupakan besarnya perusahaan yang diproksikan dengan total aset perusahaan, dan diukur dengan *natural* logaritma dari total aset perusahaan, menggunakan rumus (6)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Hasil Penelitian. Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui nilai minimum, nilai maksimum dan nilai rata-rata masing-masing variabel dependen yaitu *IPOPRM* dan variabel independen yaitu *CEOVR*, *CEOTN*, *CEOINT*, *FAMCEO*, *LEV*, dan *SIZE* yang dipaparkan pada Tabel 1.

Nilai minimum *IPOPRM* adalah -8,25% dan maksimum 95,97% dengan rata-rata 48,31%, Nilai negatif mengindikasikan ada perusahaan yang ketika IPO harga perdana sahamnya lebih rendah daripada nilai bukunya. Variabel *CEOVR* memiliki nilai minimum 0% dan nilai maksimum sebesar 99,99% dengan nilai rata-rata sebesar 19,75%. Variabel *CEOTN*, memiliki nilai minimum 2 bulan dan nilai maksimum 276 bulan. Nilai rata-rata

adalah 54,47 bulan yang menunjukkan bahwa rata-rata *CEO* pada perusahaan keluarga di Indonesia menjabat sebagai *CEO* selama 54 bulan.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-rata
<i>IPOPRM</i>	-8,25%	5,97%	48,31%
<i>CEOVR</i>	0%	99,99%	19,75%
<i>CEOTN</i>	2	276	54,47
<i>CEOINT</i>	0	13	2,15
Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-rata
<i>FAMCEO</i>	0	1	0,50
<i>LEV</i>	0,092%	664%	69,44%
<i>SIZE</i>	23,08	29,84	26,58
N = 62			

Variabel *CEOINT* memiliki nilai minimum 0 dan nilai maksimum 13. Nilai rata-rata sebesar 2,15 yang berarti seorang *CEO* perusahaan keluarga di Indonesia rata-rata menduduki posisi dewan direktur di dua perusahaan lainnya. *Leverage* keuangan yang merupakan variabel kontrol, memiliki nilai minimum sebesar 0,092% dan nilai maksimum sebesar 664%, dan nilai rata-rata *leverage* keuangan penggunaan utang jangka panjang dibandingkan dengan ekuitas adalah sebesar 69,44%. Ukuran perusahaan (*SIZE*) memiliki nilai minimum 23,08 dan nilai maksimum 29,84 dengan nilai rata-rata *size* perusahaan keluarga 26,58.

Analisis Model dan Pengujian Hipotesis. Hasil analisis dan pengujian hipotesis secara ringkas dipaparkan pada Tabel 2 berikut:

Tabel 2. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Variabel	Koefisien Regresi ()	Std Error	t-Statistic	Sig
Constant	0,092			
<i>CEOVR</i>	0,323	0,119	2,709	0,009**
<i>CEOTN</i>	4.766E-005	0,000	0,096	0,924
<i>CEOINT</i>	0,025	0,009	2,702	0,009**
<i>FAMCEO</i>	0,146	0,066	2,223	0,030*
<i>LEV</i>	0,064	0,025	2,592	0,012*
<i>SIZE</i>	0,006	0,016	0,350	0,728
R-Square (R ²)	0,490			
F-Statistic	8,794			
Sig-F	0,000			
Durbin-Watson	1,950			
*Significant ()=5%;				
**Significant ()=1%				

Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa variabel independen yaitu *CEOVR*, *CEOTN*, *CEOINT*, *FAMCEO*, *LEV*, dan *SIZE* memiliki pengaruh positif terhadap *IPOPRM*. Hasil uji t untuk variabel *CEOVR*, *CEOINT*, *FAMCEO*, dan *LEV* berpengaruh

signifikan terhadap *IPOPRM* pada sebesar 0,05, sedangkan variabel *CEOTN* dan *SIZE* tidak berpengaruh signifikan terhadap *IPOPRM*. Nilai *R squared* adalah sebesar 0,490 yang menunjukkan bahwa variasi *IPO premium (IPOPRM)* dapat dijelaskan oleh variabel *CEOVR*, *CEOTN*, *CEOINT*, *FAMCEO*, *LEV*, dan *SIZE* sebesar 49%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain.

Pembahasan. CEO voting right. Berdasarkan hasil analisis yang dilakukan, *ownership power* yang diproksikan dengan *CEO voting right (CEOVR)* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai *IPO premium*. Hal ini karena kepemilikan saham yang besar oleh *CEO* dapat menjadi sinyal yang baik bagi calon investor. Kepemilikan saham perusahaan oleh *CEO* dapat meminimalkan adanya konflik kepentingan antar dewan direksi dengan pemegang saham, dan manajemen fokus dalam mengelola perusahaan, sehingga dapat meminimalkan biaya keagenan. Bila *CEO* memiliki saham perusahaan, maka *CEO* juga merupakan pemegang saham dan akan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham daripada kepentingan pihak manajemen. Selain itu, *CEO* akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan karena manfaat dari peningkatan kinerja perusahaan akan langsung dirasakan oleh *CEO* sebagai pemegang saham. Hal tersebut menyebabkan perusahaan dinilai menarik bagi investor untuk melakukan investasi, dan diharapkan *CEO* akan terus meningkatkan kinerja perusahaan, sehingga keuntungan yang didapatkan akan semakin besar. Investor berani untuk membeli saham perusahaan pada penawaran perdana dengan harga yang tinggi dengan harapan keuntungan yang didapat di masa depan juga semakin besar. Penawaran harga saham yang tinggi oleh investor menyebabkan *IPO premium* meningkat. Hasil ini konsisten dengan penelitian Chahine & Goergen (2013) dan Cirillio et al (2015) yang menemukan bahwa *CEO voting right* berpengaruh positif terhadap *IPO premium*.

CEO tenure. Hasil analisis menunjukkan bahwa *expert power* yang diproksikan dengan *CEO tenure* memiliki pengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai *IPO premium*. Hal ini disebabkan karena semakin lama *CEO* menjabat di perusahaan, skill, pengetahuan dan pengalaman *CEO* juga akan bertambah, sehingga *CEO* lebih mampu untuk mengambil keputusan dengan cepat dan tepat. Perusahaan akan mempertahankan *CEO* yang memiliki kompetensi dan kinerja yang baik dalam memimpin perusahaan. Lamanya jabatan *CEO* di perusahaan memberikan sinyal kepada calon investor bahwa perusahaan dipimpin oleh orang yang ahli pada bidangnya sehingga mampu meningkatkan harga saham ketika perusahaan memutuskan untuk melaksanakan *IPO* dan berdampak pada meningkatnya *IPO premium*. Investor memiliki harapan bahwa kinerja perusahaan akan bagus sehingga investor akan memperoleh keuntungan yang besar di masa depan. Penelitian ini menghasilkan pengaruh yang tidak signifikan, hal ini dapat terjadi karena investor tidak dapat memperoleh informasi secara langsung tentang lamanya masa jabatan *CEO* sehingga tidak menjadi bahan pertimbangan dalam pembelian saham ketika *IPO*. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan Chahine & Goergen (2013), yang menemukan bahwa *CEO tenure* berpengaruh negatif terhadap *IPO premium*.

CEO interlock. Hasil analisis menunjukkan bahwa *prestige power* yang diproksikan dengan *CEO interlock (CEOINT)* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai *IPO premium*. Hal ini karena *CEO* yang memiliki jabatan sebagai eksekutif di beberapa perusahaan dinilai memiliki kemampuan dan reputasi lebih dibandingkan *CEO* yang

hanya memimpin satu perusahaan. Seorang *CEO* dapat lebih mudah dikenal karena reputasi dan kesuksesannya dalam membangun jejaring kerjasama dengan perusahaan lain. Akses informasi akan lebih mudah didapat karena koneksi yang dimiliki *CEO* dan berguna bagi *CEO* untuk pengambilan keputusan strategis. Kemungkinan perusahaan untuk menghadapi masalah eksternal juga akan berkurang karena koneksi yang dimilikinya. Perusahaan yang belum *going public* CEOnya biasanya tidak terlalu dikenal oleh calon investor karena keterbatasan pengungkapan informasi. Adanya figur *CEO* dengan prestise dan berbagai koneksi yang dimilikinya memungkinkan *CEO* untuk dapat lebih dikenal, sehingga ketika perusahaan memutuskan untuk *IPO*, calon investor setidaknya mengetahui *CEO* perusahaan, dan tertarik untuk mengetahui lebih lanjut tentang prospek perusahaan. Adanya *CEO* yang memiliki jabatan eksekutif di lebih dari satu perusahaan membuat investor berekspektasi bahwa perusahaan memiliki prospek yang bagus di masa depan sehingga investor mau untuk membeli saham dapat memberikan kesan kepada investor, bahwa *CEO* yang bersangkutan sukses memimpin banyak perusahaan berdampak meningkatnya kepercayaan calon investor, sehingga harga pasar saham ketika *IPO* lebih tinggi dibandingkan dengan harga saham perusahaan yang CEO-nya hanya memimpin satu perusahaan. Hasil ini konsisten dengan penelitian Chahine & Goergen (2013) bahwa *CEO interlock* memiliki pengaruh positif terhadap nilai *IPO premium*.

CEO keluarga. Variabel *CEO* keluarga dalam penelitian ini memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai *IPO premium*. Umumnya, *CEO* keluarga memiliki ikatan psikologis dengan perusahaan dan cenderung untuk mengambil keputusan yang tidak merugikan perusahaan. Dalam perspektif *stewardship*, *CEO* keluarga akan lebih termotivasi untuk berkinerja baik demi kelangsungan perusahaan. Jika *CEO* berkinerja buruk, maka hal tersebut akan merusak citra perusahaannya. Bila dibandingkan dengan *CEO* non-keluarga, *CEO* keluarga memiliki komitmen yang kuat untuk memajukan bisnis keluarganya dan memiliki tujuan jangka panjang yang jelas. Hal ini dapat mengurangi ketidakpastian investor dan merupakan sinyal yang positif, sehingga menyebabkan harga penawaran saham perdana perusahaan akan meningkat karena investor menilai bahwa perusahaan tersebut akan dikelola dengan baik di masa depan. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Chahine & Goergen (2013), yang menemukan bahwa *CEO* keluarga berpengaruh negatif terhadap nilai *IPO premium*.

Leverage keuangan. *Leverage* keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai *IPO premium*. Berdasarkan *trade off theory*, ketika penggunaan utang masih relatif rendah, semakin besar jumlah utang yang digunakan akan berdampak pada kenaikan harga saham. Hal ini terjadi karena *tax shield* yang timbul akibat pembayaran bunga lebih besar daripada biaya kebangkrutan. Berdasarkan data perusahaan sampel yang diteliti, sebesar 72,58% perusahaan sampel menggunakan utang yang masih lebih rendah bila dibandingkan dengan rata-rata penggunaan utang perusahaan sampel. Hal ini mengindikasikan bahwa penggunaan utang belum optimal. Disamping itu, perusahaan yang memiliki utang jangka panjang, pasti melakukan perjanjian dengan pihak kreditur, sehingga perusahaan menjadi lebih berhati-hati dalam mengelola dana yang berasal dari utang. Hal tersebut dapat mengurangi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham, sehingga manajemen akan lebih fokus untuk meningkatkan kinerja perusahaan agar dapat membayar bunga dan pokok pinjaman daripada melakukan investasi yang

kurang menguntungkan. Kreditur juga akan mengawasi kinerja perusahaan. Investor akan tertarik untuk membeli saham perdana perusahaan karena yakin bahwa di masa depan perusahaan tidak akan mengambil keputusan yang merugikan pemegang saham dan kreditur. Hasil penelitian konsisten dengan penelitian Cirillio et al (2015) bahwa *leverage* keuangan berpengaruh positif terhadap nilai *IPO premium*.

Ukuran perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai *IPO premium*. Hal ini disebabkan perusahaan besar memiliki akses yang lebih baik terhadap sumber daya yang dibutuhkan perusahaan, sehingga perusahaan memiliki *bargaining power* yang kuat dan menyebabkan perusahaan dapat beroperasi dengan lebih efisien serta mampu meningkatkan skala operasi yang ekonomis. Hal tersebut membuat perusahaan besar menjadi lebih kompetitif dalam industrinya dibandingkan perusahaan kecil. Perusahaan besar juga memiliki risiko yang lebih rendah daripada perusahaan kecil karena arus kasnya yang lebih stabil dibandingkan perusahaan kecil, sehingga perusahaan besar lebih dipercaya investor dan berdampak pada meningkatnya nilai *IPO premium*. Hasil penelitian menunjukkan pengaruh ukuran perusahaan terhadap *IPO premium* tidak signifikan karena ukuran perusahaan yang relatif sama dilihat dari *natural* logaritma total aset. Hasil ini konsisten dengan penelitian Yanxiang Gu (2003), Chahine & Goergen (2013), dan Cirillio (2015), bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai *IPO premium*.

PENUTUP

Simpulan. (1) *Ownership power* dan *prestige power* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai *IPO premium*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar *power* atau kekuasaan *CEO* dari kepemilikan saham perusahaan dan banyaknya perusahaan lain yang dipimpin oleh *CEO*, akan meningkatkan nilai *IPO premium*. (2) *Expert power* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *IPO premium*. Hal ini menunjukkan bahwa kekuasaan *CEO* dari lamanya masa jabatan tidak memengaruhi nilai *IPO premium*. (3) Variabel *CEO* keluarga berpengaruh positif signifikan terhadap *IPO premium*. Hal ini menunjukkan bahwa nilai *IPO premium* akan meningkat bila perusahaan dipimpin oleh *CEO* keluarga. (3) *Leverage* keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap *IPO premium*. Hal ini menunjukkan bahwa kenaikan utang jangka panjang meningkatkan nilai *IPO premium*. (4) Ukuran perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *IPO premium*, yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak memengaruhi nilai *IPO premium* saham perusahaan keluarga. (5) Koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,490 yang menunjukkan bahwa variabilitas nilai *IPO premium* yang dapat dijelaskan oleh variabel yang diteliti sebesar 49%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini.

Saran. (1) Bagi manajemen perusahaan, perlu untuk memperhatikan *CEO ownership power*, *CEO prestige power*, dan *CEO* keluarga saat menentukan harga penawaran perdana saham ketika *IPO*. (2) Bagi investor, sebaiknya mempertimbangkan *CEO ownership power*, *CEO prestige power* dan *CEO* keluarga dalam mengajukan penawaran harga saat membeli saham perusahaan yang *IPO*. (3) Bagi penelitian selanjutnya, sebaiknya menambahkan variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini, dan pengukuran perusahaan keluarga sebaiknya tidak hanya menggunakan pendekatan nama

belakang pemegang saham yang sama, tapi menggunakan pendekatan lain yang lebih akurat.

DAFTAR RUJUKAN

- Achua, Christopher F & Robert N. Lussier. (2013) *Effective Leadership*. Fifth Edition. South-Western:Cengage Learning.
- Adams, et al. (2005) Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance. *The Review of Financial Studies*. 18 (4).
- Amstrong at.al (2012) *How Do Powerful CEOs Affect Analyst Coverage ?*. European Financial management Journal, p 652-676.
- Andres C. (2008) "Family Ownership, Financing Constraints and Investment Decision", *Applied Financial Economic Journal*, 21, 1641-1654.
- Cirillo, et al. (2015) "All the Power in Two Hands: The Role of CEOs in Family IPOs". *European Management Journal*. p 1-15.
- Chahine, S., & Goergen, M. (2013) "The effects of management-board ties on IPO performance". *Journal of Corporate Finance*, 21, 153e179.
- Cetro, Holmes, and Holcomb (2007) *The Influence of People on The Performance of IPO Firms*, Business Horizon Vol. 5 p 271-276
- Certo, S. Trevis. (2003) "Influencing Initial Public Offering Investors With Prestige: Signaling With Board Structures". *Academy Management Review*, 28 (3), 432-446.
- Daily, C.& Dalton, D. (1993) "Board of Director Leadership and Structure: Control and Performance Implication", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 17 (3), 65-81
- Finkelstein, S. (1992) "Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation". *Academy of Management Journal*, 35(3), 505e538.
- La Porta , (1999) "Corporate Ownership Around the World", *The Journal of Finance*, 54, 471-517
- Mazzola, P. & Gaia Marchisio. (2002) "The Role of Going Public in Family Businesses' Long-Lasting Growth: A Study of Italian IPOs". *Family Business Review*, XV (2)
- Welbourne, T. M., & Andrews, A. O. (1996) "Predicting the performance of initial public offerings: should human resource management be in the equation?" *Academy of Management Journal*, 39(4), 891-919.
- Yukl, Gary. (2001) *Kepemimpinan dalam Organisasi*. Edisi Kelima. Terjemahan. Jakarta: PT Indeks
- Yanxiang Gu, (2003) "State Ownership, Firm Size, and IPO Performance; Evidance From Chinese "A" Share Issues", *American Business Review*, p 14-19.