



<http://jurnal.usahid.ac.id/index.php/accounting>

TINGKAT PENDIDIKAN CEO DAN IPO DISCOUNT: BUKTI EMPIRIS DARI INDONESIA

Kristian Eka Jaya¹, Arief Wibisono Lubis²

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh tingkat pendidikan Chief Executive Officer (CEO) terhadap tingkat Initial Public Offering (IPO) discount atau IPO underpricing perusahaan. Menggunakan teori upper echelon dan signaling, penelitian ini memiliki hipotesis bahwa tingkat pendidikan CEO yang lebih tinggi memiliki hubungan dengan tingkat IPO discount yang lebih rendah. Menggunakan dataset yang disusun secara unik dari 252 sampel IPO di Indonesia pada periode 2018-2022, penelitian ini menemukan bahwa perusahaan yang dipimpin oleh CEO dengan tingkat pendidikan yang lebih tinggi menunjukkan tingkat IPO discount yang lebih rendah, kendati hubungannya relatif lemah. Lebih lanjut, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ketika dikontrol dengan variabel lain pada tingkat CEO, perusahaan dan IPO, tingkat pendidikan CEO tidak lagi menjadi variabel yang signifikan dalam memengaruhi IPO discount. Hasil penelitian ini robust setelah diuji terhadap pengukuran alternatif dari IPO discount dan analisa split-sample.

Kata kunci: Pendidikan CEO, IPO discount, Underpricing, Karakteristik CEO, performa IPO.

Abstract

This study attempts to examine the impact of the Chief Executive Officer's (CEO) education level on Initial Public Offering (IPO) discount (underpricing). Based on upper-echelon and signaling theories, this study hypothesizes that CEO's higher education level is associated with a lower IPO discount. Using a hand-collected dataset of 252 Indonesian IPOs, we find that IPO firms led by CEO with higher education level exhibit lower IPO discounts, though the association between the two variables is relatively weak. Furthermore, our findings suggest that when controlled with other variables at the CEO-, firm- and IPO- level, CEO's education level impact on IPO discount turned insignificant. The results are robust to the alternative metric of IPO discount and split-sample analysis due to regulatory changes in the Covid-19 period.

Keywords: CEO Education, IPO discount, Underpricing, CEO characteristics, IPO performance.

^{1,2} Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia
kristian.eka91@ui.ac.id
ariefwl@ui.ac.id

PENDAHULUAN

Banyak penelitian dalam bidang manajemen sepakat bahwa *Chief Executive Officer* (CEO) memiliki efek substantif terhadap performa secara keseluruhan dari perusahaan yang mereka pimpin (Waldman et al., 2004). Di Indonesia, posisi CEO umumnya disebut sebagai presiden direktur atau direktur utama (Harymawan et al., 2020; Ooi et al., 2021; Chua et al., 2022). CEO dianggap sebagai salah satu individu yang paling penting dalam praktik menjalankan sebuah perusahaan. Karakteristik, preferensi, pendekatan, kemampuan, dan talenta yang dimiliki oleh seorang CEO dapat memengaruhi kebijakan, langkah dan performa perusahaan (Bertrand & Schoar, 2003; Kaplan et al., 2012; Waldman et al., 2004).

Teori *upper echelons* (UET) (Hambrick & Mason, 1984) menyatakan bahwa sebuah perusahaan adalah refleksi dari *top executives* di organisasi tersebut. UET menjelaskan bahwa sebagian dari keputusan strategis dan kinerja perusahaan, dapat dipengaruhi oleh karakteristik pribadi yang dimiliki oleh CEO perusahaan, seperti, nilai, pengalaman, usia, latar belakang sosial ekonomi, pendidikan, dan karakteristik lainnya (Hambrick & Mason, 1984).

Lewat perspektif UET, banyak penelitian berhasil mendokumentasikan bahwa karakteristik yang dimiliki oleh CEO (usia, pengalaman, karir, latar belakang, sertifikasi, jenis kelamin, dan pendidikan) dapat memengaruhi pilihan strategis dan *corporate outcomes* perusahaan, seperti, keputusan *financial leverage* (Ting et al., 2015), *corporate risk-taking* dan *capital allocation* perusahaan (Faccio et al., 2016), *corporate cash-holding* (Chen et al., 2020), kebijakan keuangan perusahaan (Custódio & Metzger, 2014), belanja penelitian dan pengembangan atau R&D perusahaan (Harymawan et al., 2020; Kao & Chen, 2020), dan utang perusahaan (Islam et al., 2021). Lebih lanjut, penelitian lain juga berhasil mendokumentasikan bahwa berbagai karakteristik CEO juga mempengaruhi kinerja atau performa perusahaan, seperti inovasi perusahaan (Yang et al., 2021), kinerja keuangan perusahaan (*return on assets*) (Kaur & Singh, 2018), dan kinerja penawaran umum perdana atau *Initial Public Offering* (IPO) (Zhao et al., 2022).

Studi untuk melihat dampak karakteristik CEO terhadap pilihan strategis atau kinerja perusahaan juga telah dilakukan di Indonesia. Diantaranya adalah pendidikan dan pengalaman CEO dan *dynamic capital structure* (Chua et al., 2022), CEO Muslim dan pengambilan risiko bank (Ooi et al., 2021), tingkat kesibukan CEO dan performa perusahaan (Harymawan et al., 2019), popularitas CEO dan kinerja perbankan (Wardhani & Wiwik, 2021), tingkat pendidikan CEO dan belanja R&D perusahaan (Harymawan et al., 2020). Studi-studi tersebut, secara umum, menunjukkan bahwa peran karakteristik CEO penting bagi pilihan strategis, *corporate outcomes* dan kinerja atau performa perusahaan di Indonesia.

Penelitian terdahulu dalam literatur *upper echelons*, khususnya yang dilakukan di Indonesia, umumnya berfokus pada pengaruh karakteristik CEO terhadap pilihan strategis perusahaan atau kinerja keuangan perusahaan. Namun demikian, kami menemukan bahwa studi untuk melihat pengaruh tingkat pendidikan CEO terhadap performa saham perusahaan, secara khusus performa IPO (*IPO discount* atau *underpricing*), masih belum banyak dilakukan. Oleh sebab itu, agar dapat berkontribusi lebih lanjut untuk literatur *upper echelons*, khususnya di Indonesia sebagai negara berkembang, penelitian ini akan berfokus untuk melihat pengaruh latar belakang pendidikan (tingkat) CEO terhadap fenomena *IPO discount* perusahaan di Indonesia. Mengikuti penelitian terdahulu (Zhao et al., 2022; Farag & Malin, 2016), penelitian mengkategorikan tingkat pendidikan CEO menjadi dua kelompok, yaitu (1) yang memiliki gelar pendidikan magister dan/atau doktoral, dan (2) yang tidak memiliki gelar

tersebut. Hal ini ditujukan untuk melihat apakah tingkat pendidikan CEO yang lebih tinggi dapat memengaruhi tingkat IPO discount perusahaan di Indonesia.

IPO *discount* (mengikuti terminologi yang sedang berkembang) atau *underpricing* mencerminkan dana yang tidak dapat diperoleh perusahaan karena gagal mendapatkan valuasi nilai saham yang sebenarnya pada saat perusahaan tersebut melakukan IPO. Secara sederhana, IPO discount adalah selisih dari harga IPO dengan harga penutupan pada saat pertama kali saham IPO diperdagangkan (Zhang et al., 2021). Semakin besar tingkat IPO *discount*, mengindikasikan semakin sedikit uang yang berhasil dihimpun oleh perusahaan pada saat IPO untuk mendanai operasinya dan mencerminkan tingginya biaya ekuitas perusahaan (Zhao et al., 2022). Pada periode 1990-2018, tingkat IPO *discount* di Amerika Serikat tercatat sebesar 16,8%, sedangkan di China dapat mencapai 170% (J. Li & Li, 2022). Secara umum, data tersebut mengindikasikan bahwa fenomena IPO *discount* yang terjadi di negara berkembang lebih buruk dari negara maju.

Kallias et al. (2023) mendokumentasikan bahwa latar belakang pendidikan CEO memengaruhi performa imbal hasil saham perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat. Dalam penelitiannya, Kallias et al. (2023) menemukan bahwa perusahaan yang dipimpin oleh CEO dengan gelar pendidikan *Doctor of Philosophy* (Ph.D.) dan *Master of Business Administration* (MBA), memiliki performa imbal hasil saham yang lebih tinggi, masing-masing 12% dan 11%, dibandingkan dengan perusahaan lainnya. Sementara itu, Zhao et al. (2022) menemukan bahwa perusahaan IPO di Tiongkok yang dipimpin oleh CEO dengan latar belakang akademisi memiliki tingkat IPO *discount* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan IPO lainnya. Namun demikian, Custódio & Metzger (2014) berargumen bahwa masih sedikit yang diketahui tentang bagaimana dan lewat apa CEO berperang dalam meningkatkan performa perusahaan dan menciptakan *value* untuk pemegang saham.

Penelitian ini memiliki tujuan untuk menguji dampak atau pengaruh tingkat pendidikan CEO yang lebih tinggi terhadap tingkat IPO *discount* yang dialami perusahaan-perusahaan IPO di Indonesia. Untuk menjawab pertanyaan dalam penelitian ini, kami mengobservasi 252 IPO di Indonesia selama periode 2018-2022 dan menggunakan metode *cross-sectional multiple regression* (Darmadi & Gunawan, 2013; Kallias et al., 2023; S. Wang et al., 2023; Zhang et al., 2021; Zhao et al., 2022). Penelitian ini menggunakan IPO di Indonesia sebagai sampel untuk dua alasan. Pertama, untuk menjawab isu kurangnya penelitian atas peran CEO bagi perusahaan di negara berkembang (Bertrand, 2009). Darmadi (2013) juga berargumen bahwa masih banyak penelitian yang masih harus dilakukan untuk melihat dampak dari karakteristik CEO, terutama di negara berkembang seperti Indonesia. Kedua, untuk mengeksplorasi faktor-faktor apa saja yang memengaruhi tingkat IPO *discount* di Indonesia mengingat perkembangan pasar IPO di Indonesia yang mengalami akselerasi belakangan ini.

Temuan utama dalam penelitian ini mengindikasikan bahwa tingkat pendidikan CEO yang lebih tinggi, memiliki pengaruh atau terhadap tingkat IPO *discount* perusahaan di Indonesia yang lebih rendah, kendati lemah. Dampak dari tingkat pendidikan CEO yang lebih tinggi menjadi tidak signifikan ketika dikontrol dengan variabel lain pada tingkat CEO, perusahaan dan IPO. Kami juga melakukan analisa *split-sample* (sebelum dan sesudah efektifnya diimplementasikan SEOJK 29/2021) untuk mendapatkan gambaran terkait perbedaan tingkat IPO *discount* akibat perubahan kebijakan yang diterapkan oleh pihak otoritas. Diimplementasikannya SEOJK 29/2021 membuat batas *auto-rejection* untuk saham-saham IPO berubah, mengakibatkan adanya perbedaan tingkat IPO *discount* sebelum dan

sesudah peraturan tersebut diterapkan. Hasil analisis *split-sample* menunjukkan bahwa tingkat pendidikan CEO yang lebih tinggi tetap tidak memiliki dampak yang signifikan dalam mengurangi tingkat IPO *discount* perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA

Peran CEO untuk perusahaan IPO. Atas dasar UET, *imprinting*, dan teori *human capital*, penelitian ini memiliki hipotesis bahwa tingkat pendidikan CEO memiliki hubungan yang negatif atau dapat mengurangi tingkat IPO *discount* perusahaan. Wai & Rindermann (2015) berargumen bahwa posisi atau jabatan CEO melambangkan capaian tertinggi dalam dunia korporasi. Penelitian tersebut mendokumentasikan bahwa CEO dengan tingkat pendidikan yang lebih tinggi dan kemampuan kognitif yang lebih baik memiliki hubungan yang positif atau dapat meningkatkan pendapatan atau penjualan perusahaan. UET menyatakan bahwa keputusan strategik, capaian, dan performa perusahaan dapat diprediksi lewat karakteristik yang dimiliki oleh CEO perusahaan tersebut. Namun demikian, sulit untuk mengobservasi konstruk psikologi seperti, nilai, perspektif, dan kognitif yang dimiliki oleh CEO. Oleh sebab itu, keunikan yang dibawa oleh seorang CEO untuk perusahaan dapat diukur melalui karakteristik demografi yang dimiliki oleh CEO tersebut sebagai proksi yang lebih mudah diobservasi, seperti, usia, masa jabatan, pengalaman, karir, latar belakang pendidikan, status sosial, dan posisi keuangan (Hambrick & Mason, 1984).

Lebih lanjut, pada tingkat individu, teori psikologi *imprinting* mengungkapkan bahwa pengalaman CEO, seperti pendidikan, dapat membentuk karakteristik CEO tersebut, yang nantinya akan berpengaruh terhadap pilihan, capaian, dan performa perusahaan, dalam konteks penelitian ini, tingkat IPO *discount* (Marquis & Tilcsik, 2013). Hambrick & Mason (1984) mengungkapkan bahwa latar belakang pendidikan formal seseorang menyimpan banyak informasi kendati kompleks. Sampai pada tingkat tertentu, latar belakang pendidikan formal dapat mengindikasikan pengetahuan dan kemampuan yang dimiliki seseorang. Penelitian-penelitian yang berdasar pada *human capital theory* sepakat bahwa pencapaian edukasi dan kapasitas memproses individu memiliki hubungan yang tidak dapat dipisahkan (Brahma et al., 2021; Lazear, 2009).

Studi upper echelon terdahulu juga berhasil mendokumentasikan bukti empiris bahwa karakteristik CEO, secara khusus latar belakang pendidikan, dapat memengaruhi performa perusahaan. Dalam studinya, Kallias et al. (2023), menemukan bahwa latar belakang pendidikan formal generalis atau spesialis dapat meningkatkan performa imbal hasil saham perusahaan. Gounopoulos et al. (2021) mendokumentasikan bahwa tingkat dan kualitas pendidikan CEO dapat mengurangi tingkat IPO *discount* sehingga meningkatkan kemampuan perusahaan dalam mencari pendanaan. Zhao et al. (2022) mendokumentasikan bahwa latar belakang CEO sebagai akademisi dapat mengurangi tingkat IPO *discount* perusahaan di Tiongkok secara signifikan. Hal ini sejalan dengan konsesus dari berbagai penelitian terdahulu, latar belakang pendidikan CEO merupakan faktor dalam menjelaskan perbedaan performa perusahaan (King et al., 2016). Oleh sebab itu, hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H1: Latar belakang pendidikan CEO yang lebih tinggi berdasarkan tingkatannya memiliki hubungan yang negatif dengan tingkat IPO *discount* perusahaan.

Peran CEO untuk perusahaan IPO. IPO *discount* (Zhang et al., 2021; Zhao et al., 2022) atau *underpricing* adalah selisih antara harga IPO dengan harga penutupan pada hari pertama saat saham IPO diperdagangkan. Penelitian terdahulu mendokumentasikan bahwa

Tingkat Pendidikan CEO dan IPO Discount: Bukti Empiris dari Indonesia

Kristian Eka Jaya, Arief Wibisono Lubis

harga IPO perusahaan umumnya terdiskon atau *underpriced* (Ljungqvist & Wilhelm, 2003; Certo et al., 2001). Selisih antara dua valuasi ini (*investment banker* dan pasar), adalah keuntungan yang diperoleh pemegang saham IPO, bukan pemegang saham awal (Certo et al., 2001). IPO *discount* mencerminkan dana atau uang yang gagal diperoleh perusahaan karena perusahaan tersebut tidak dapat memperoleh valuasi saham yang lebih tinggi pada saat penawaran umum atau IPO diselenggarakan. IPO *discount* yang tinggi atau signifikan mengimplikasikan bahwa perusahaan mendapatkan dana yang lebih sedikit untuk mendanai kegiatan operasionalnya sekaligus menunjukkan *cost of equity* yang tinggi (Zhao et al., 2022).

Studi terdahulu sepakat bahwa karakteristik yang dimiliki oleh CEO memainkan peran dalam meningkatkan atau mengurangi IPO *discount*. Zhang et al. (2021) menemukan bahwa tingkat IPO discount perusahaan di Tiongkok lebih tinggi ketika CEO perusahaan tersebut pernah mengalami peristiwa *great famine* atau kelaparan hebat pada masa anak-anak. Namun demikian, karakteristik seperti tingkat dan kualitas pendidikan yang lebih superior, latar belakang akademisi, memiliki peran dalam mengurangi tingkat IPO *discount* perusahaan (Gounopoulos et al., 2021; Zhao et al., 2022). Ge et al. (2019) dalam studinya mendokumentasikan bahwa CEO dengan koneksi politik memiliki peran yang signifikan dalam merevisi naik harga IPO saham perusahaannya di Tiongkok. Kaplan et al. (2012) berargumen bahwa secara umum, CEO memiliki talenta dan kemampuan yang dapat terefleksi dalam performa perusahaan, dalam konteks penelitian ini IPO *discount*. Maka dari itu, kami memprediksi bahwa tingkat pendidikan CEO yang lebih tinggi dapat berperan mengurangi IPO *discount* perusahaan.

METODE PENELITIAN

Data. Untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini, kami menggunakan populasi IPO di Indonesia pada periode 2018-2022. Berdasarkan data yang diperoleh dari Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), dalam periode 2018-2022, sebanyak 274 perusahaan berhasil melakukan IPO dan tercatat di Indonesia Stock Exchange (IDX). Mengikuti *standard restrictions* dalam literatur IPO (Gounopoulos et al., 2021; Kallias et al., 2023; Loughran et al., 2002; Zhao et al., 2022), penelitian ini mengecualikan perusahaan-perusahaan IPO di sektor keuangan (IDX-IC G-Financials) dari sampel penelitian. Sebagai tambahan, untuk menghindari angka atau nilai ekstrim dalam sampel (Zhao et al., 2022), prosedur *data trimming* dilakukan untuk data pada tingkat 1% dan 99%. Setelah dilakukan beberapa penyesuaian pada sampel penelitian, sampel akhir penelitian ini adalah sebanyak 252 perusahaan IPO dari periode 1 Januari 2018-31 Desember 2022.

Data yang digunakan dalam penelitian ini terbagi atas tiga bagian, yaitu tingkat edukasi dan karakteristik CEO lainnya, karakteristik perusahaan, dan karakteristik IPO. Data-data tersebut diperoleh secara *hand-collected* dari berbagai macam sumber seperti, prospektus, Bloomberg, dan IDNfinancials. Data harga saham IPO saat penutupan setelah pertama kali diperdagangkan yang digunakan untuk menghitung IPO *discount* diperoleh dari Bloomberg dan Bursa Efek Indonesia (BEI). Untuk reputasi underwriter, data diperoleh dari *Annual Bloomberg Official League Table* untuk periode 2018-2022.

Tabel 1. Prosedur Pemilihan Sampel Penelitian

Deskripsi	Jumlah Perusahaan
Populasi IPO di Indonesia dalam periode 2018-2022	274
Perusahaan IPO dengan data yang tidak lengkap	(1)
Perusahaan sektor finansial (IDX-IC G)	(17)
Prosedur <i>data trimming</i> pada tingkat 1% dan 99%	(4)
Sampel akhir penelitian	252
IPO sebelum SEOJK 29/2021 (1 Jan 2018 – 12 Mar 2020)	114
IPO sesudah SEOJK 29/2021 (13 Mar 2020 – 31 Dec 2022)	138

Sumber: hasil olahan data peneliti

Metode. Dalam menguji hipotesis dalam penelitian ini, kami menggunakan metode *cross-sectional multiple regression*, sebagaimana telah digunakan dalam penelitian terdahulu (Darmadi & Gunawan, 2013; Kallias et al., 2023; S. Wang et al., 2023; Zhang et al., 2021; Zhao et al., 2022). Dengan metode *cross-sectional multiple regression*, penelitian-penelitian terdahulu mampu mengungkapkan peran latar belakang pendidikan CEO terhadap performa saham perusahaan, baik di negara maju dan yang sedang berkembang.

Variabel lainnya pada tingkat CEO, perusahaan, dan IPO digunakan sebagai kontrol dalam menjelaskan variabilitas fenomena IPO *discount* perusahaan di Indonesia (Barker & Mueller, 2002; Gounopoulos et al., 2021; Hambrick & Mason, 1984; Harymawan et al., 2020). Untuk heteroskedastisitas, penelitian ini menggunakan *robust standard error*. Berikut adalah penjabaran model regresi yang digunakan dalam penelitian ini:

$$\begin{aligned}
 DISCOUNT_i(\text{or } DISCOUNT_ADJ_i) \\
 &= \beta_0 + \beta_1 C_EDU_i + CONTROL\ VARIABLES_i + YEAR \\
 &+ REGIME + INDUSTRY + \varepsilon_i
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
 DISCOUNT \\
 &= \frac{(\text{first day closing price} - \text{offer price})}{\text{offer price}}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

$$\begin{aligned}
 DISCOUNT_ADJ \\
 &= DISCOUNT - \text{first day IHSB return}
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

Tingkat Pendidikan CEO dan IPO Discount: Bukti Empiris dari Indonesia
Kristian Eka Jaya, Arief Wibisono Lubis

Operasionalisasi Variabel. Mengikuti penelitian terdahulu (Zhang et al., 2021; Gounopoulos et al., 2020), penelitian ini mendefinisikan variabel DISCOUNT atau IPO *discount* sebagai (Harga penutupan hari pertama – harga IPO) / offer price. Penelitian ini juga menggunakan DISC_ADJ atau IPO *discount adjusted* sebagai ukuran alternatif dari IPO *discount* (Zhang et al., 2021). Tabel 2 dan Tabel 3 menyajikan definisi dan operasionalisasi variabel-variabel yang digunakan dalam analisis regresi penelitian ini.

Tabel 2. Variabel Dependen dan Variabel Independen

Variabel	Simbol	Definisi	Referensi
Dependen			
IPO discount atau underpricing	DISCOUNT	(Harga penutupan hari pertama saham IPO – harga IPO) / harga IPO	Zhang et al. (2021), Gounopoulos et al. (2020)
IPO discount adj.	Discount_adj	(IPO discount - Market), market adalah imbal hasil IHSG pada saat hari IPO	Zhang et al. (2021), Gounopoulos et al. (2020)
Independen			
Tingkat pendidikan CEO	C_EDU	Dikotomis 1 apabila seorang CEO memiliki gelar magister dan/atau doktor dan 0 sebaliknya	Zhao et al. (2022); Farag dan Malin (2016)

Sumber: hasil olahan data peneliti

Tabel 3. Variabel Kontrol

Variabel	Simbol	Definisi	Referensi
Karakteristik CEO			
Usia CEO	C_AGE	Usia CEO hingga tanggal IPO perusahaan	Gounopoulos et al. (2020)
Gender CEO	C_GEN	Dikotomis 1 apabila CEO memiliki jenis kelamin laki-laki, dan 0 perempuan	Gounopoulos et al. (2020)
Masa jabatan CEO	C_TEN	Jumlah tahun menjabat sebagai CEO sampai dengan tanggal IPO	Gounopoulos et al. (2020)
Kepemilikan saham CEO	C_OWN	Persentase saham perusahaan IPO yang dimiliki oleh CEO sampai dengan tanggal IPO	B. Zhao et al. (2021); Barker & Mueller (2002)
Karakteristik Perusahaan			
Usia	F_AGE	Usia perusahaan hingga tanggal IPO	A. Kallias et. al (2023); Gounopoulos et al. (2020)
Ukuran	SIZE	Total nilai buku aset perusahaan berdasarkan laporan keuangan terakhir yang telah diaudit dalam prospektus perusahaan (variabel ini ditransformasi dengan natural log. pada analisis regresi)	Gounopoulos et al. (2020), B. Zhao et al. (2021), A. Kallias et al. (2023)
Leverage	LEV	Rasio dari total liabilitas terhadap total aset	Gounopoulos et al. (2020), B. Zhao et a. (2021)
EPS	EPS	Laba per saham. Dikotomis 1 apabila perusahaan memiliki EPS positif, dan 0 sebaliknya. Berdasarkan laporan laba rugi terakhir yang telah diaudit dalam prospektus IPO.	Gounopoulos et al. (2020), A. Kallias et al. (2023)
Independensi jajaran komisaris	B_IND	Rasio atau perbandingan dari jumlah komisaris independen terhadap jumlah komisaris perusahaan	Darmadi & Gunawan (2012)
Ukuran jajaran direksi dan komisaris	B_SIZE	Jumlah orang dalam jajaran komisaris dan direksi perusahaan IPO	Darmadi & Gunawan (2012); Gounopoulos et al. (2020)

Variabel	Simbol	Definisi	Refrensi
Karakteristik IPO			
Nilai emisi	PROCEEDS	Nilai emisi atau total dana yang diperoleh perusahaan dari IPO (variabel ini ditransformasi dengan natural log. dalam analisis regresi)	Gounopoulos et al. (2021)
Ukuran IPO	OFFER	Persentase saham yang dilepas ke publik pada saat IPO	A. Kallias et al. (2023); B. Zhao et al. (2022)
Reputasi underwriter	U_REP	Dikotomis 1 apabila perusahaan IPO menggunakan jasa underwriter unggulan dan 0 sebaliknya. Peringkat underwriter diperoleh dari Bloomberg Official Table League	Darmadi & Gunawan (2013)
Biaya underwriter	U_FEE	Biaya jasa penjaminan atau underwriting fee yang dibayarkan oleh perusahaan IPO ke underwriter	B. Zhao et al. (2022)
Reputasi auditor	A_REP	Dikotomis 1 apabila laporan keuangan terakhir perusahaan IPO diaudit oleh auditor Big 4 (PWC, EY, Deloitte, KPMG) dan 0 sebaliknya	Darmadi & Gunawan (2012); S. Wang et al (2023)

Sumber: hasil olahan data peneliti

Penelitian dalam literatur upper-echelon terdahulu memiliki metode yang berbeda dalam melihat dampak latar belakang pendidikan CEO terhadap tingkat IPO *discount perusahaan*. Namun demikian, penelitian-penelitian tersebut secara umum mengungkapkan hal yang sama, yaitu bahwa latar belakang CEO dapat memengaruhi tingkat IPO *discount*. Hasil ini diperoleh setelah mengontrol variabel-variabel lain pada tingkat CEO, IPO dan perusahaan untuk menjelaskan variabilitas pada tingkat IPO *discount* perusahaan (Barker & Mueller, 2002; Gounopoulos et al., 2021; Hambrick & Mason, 1984; Harymawan et al., 2020). Selain menggunakan variabel kontrol sebagaimana dipaparkan dalam Tabel 2 dan Tabel 3, penelitian ini juga menggunakan kontrol rezim kebijakan (sebelum SEOJK 29/2021 and sesudah SEOJK 29/2021) untuk keperluan analisis *split-sample*. Selain itu, model yang digunakan dalam penelitian ini juga mengontrol tahun dan klasifikasi industri perusahaan IPO berdasarkan IDX-IC.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif. Pada Tabel 4 menyajikan analisis deskriptif untuk variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Nilai rata-rata untuk IPO *discount* tercatat sebesar 0.348, mengindikasikan bahwa tingkat IPO *discount* di Indonesia adalah 34.8%. Angka ini lebih tinggi apabila dibandingkan dengan periode 2003 – 2011 yang mencatatkan IPO *discount* 22.2% (Darmadi & Gunawan, 2013). Tingkat IPO *discount* di Indonesia juga tercatat lebih tinggi apabila dibandingkan dengan Amerika Serikat yang memiliki tingkat IPO *discount* sebesar 18.82% pada periode 2000-2016 (Gounopoulos et al. 2021). Namun demikian, tingkat IPO *discount* di Indonesia masih relatif lebih kecil apabila dibandingkan dengan Tiongkok yang mencatatkan IPO *discount* sebesar 56.4% (Zhao et al., 2022). Hal ini sejalan dengan temuan J. Li & Li (2022) yang menyatakan bahwa tingkat IPO *discount* di pasar saham negara berkembang cenderung lebih besar (buruk) dibandingkan dengan pasar saham di negara maju.

Nilai rata-rata C_EDU adalah 0.298, mengimplikasikan sekitar 29.8% atau 75 CEO dari perusahaan IPO memiliki gelar pascasarja dan/atau doktoral. Persentase ini secara signifikan

lebih kecil apabila dibandingkan dengan Amerika Serikat, yang sekitar 47% CEO-nya memiliki gelar magister dan/atau di atasnya (Gounopoulos et al., 2021).

Tabel 4. Ringkasan Statistik

2018-2022 Variabel	1 N	2 mean	3 sd	4 min	5 max	9 p25	10 p50	11 p75
Dependen								
<i>Discount (%)</i>	252	0.348	0.243	-0.357	0.700	0.145	0.349	0.500
<i>Discount 0 (%)</i>	114	0.516	0.230	-0.357	0.700	0.496	0.500	0.695
<i>Discount 1 (%)</i>	138	0.209	0.148	-0.100	0.350	0.100	0.248	0.347
<i>Discount_adj (%)</i>	252	0.348	0.244	-0.364	0.766	0.141	0.346	0.501
Independen								
<i>C_EDU</i>	252	0.298	0.458	0.000	1.000	0.000	0.000	1.000
<i>C_EDU 0</i>	114	0.272	0.447	0.000	1.000	0.000	0.000	1.000
<i>C_EDU 1</i>	138	0.319	0.468	0.000	1.000	0.000	0.000	1.000
Kontrol - CEO								
<i>C_TEN</i>	252	5.714	7.095	0.000	38.000	1.000	3.000	9.000
<i>C_GEN</i>	252	0.937	0.244	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
<i>C_AGE</i>	252	48.660	10.440	24.000	78.000	41.000	48.000	55.500
<i>C_OWN (%)</i>	252	0.077	0.163	0.000	0.812	0.000	0.000	0.054
Kontrol - Perusahaan								
<i>F_AGE</i>	252	15.880	11.590	1.000	64.000	7.000	13.000	23.000
<i>SIZE (IDR bn)</i>	252	1784.0	9614.0	13.5	148200.0	107.3	323.5	1070.0
<i>LEV</i>	252	0.486	0.228	0.016	0.986	0.310	0.504	0.655
<i>EPS</i>	252	0.877	0.329	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
<i>B_SIZE</i>	252	6.306	1.999	4.000	13.000	5.000	6.000	7.000
<i>B_IND</i>	252	0.405	0.087	0.200	0.667	0.333	0.333	0.500
Kontrol IPO								
<i>PROCEEDS (IDR bn)</i>	252	317.0	1101.0	16.5	13730.0	41.5	94.3	222.2
<i>OFFER (%)</i>	252	0.222	0.089	0.010	0.520	0.177	0.200	0.277
<i>U_REP</i>	252	0.179	0.384	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000
<i>U_FEE (IDR bn)</i>	252	0.94	3.43	0.00	47.50	0.14	0.28	0.71
<i>A_REP</i>	252	0.115	0.320	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000

Sumber: hasil olahan data peneliti

Tabel 5 menyajikan hasil regresi dari tingkat pendidikan CEO dan IPO *discount*. Tingkat pendidikan CEO memiliki pengaruh yang negative dan signifikan pada tingkat 10% terhadap IPO *discount*. Namun demikian, ketika dikontrol dengan variabel lain (karakteristik CEO, perusahaan, dan IPO), dampak dari tingkat pendidikan CEO tidak lagi signifikan terhadap IPO *discount*, kendati pengaruhnya tetap negatif. Kami menemukan bahwa variabel-variabel lain, seperti, masa jabatan CEO, ukuran aset perusahaan, kemampuan perusahaan untuk mencetak laba sebelum IPO, ukuran jajaran direksi dan komisaris, nilai emisi, dan persentase saham yang ditawarkan kepada publik, memengaruhi tingkat IPO *discount* secara signifikan. Mengikuti Zhao et al. (2022), penelitian ini juga menggunakan *Discount_adj* atau IPO *discount adjusted* sebagai ukuran alternatif dari IPO *discount*. Analisis regresi menunjukkan bahwa temuan penelitian ini *robust* terhadap ukuran alternatif dari IPO *discount*.

Tabel 5. Tingkat Pendidikan CEO dan IPO Discount

VARIABLES	1	2	3	4
	DISCOUNT	DISCOUNT	Discount_adj	Discount_adj
C_EDU	-0.0498*	-0.0378	-0.0485*	-0.0373
	-0.0264	-0.025	-0.0264	-0.0251
C_TEN		-0.00321*		-0.00331*
		-0.00174		-0.00174
C_GEN		-0.042		-0.0503
		-0.0463		-0.0464
C_AGE		-0.000108		3.40E-05
		-0.00123		-0.00123
C_OWN		-0.102		-0.0953
		-0.0729		-0.0731
F_AGE		-0.00117		-0.00122
		-0.00107		-0.00107
ln_SIZE		0.0543***		0.0540***
		-0.0153		-0.0153
LEV		-0.000582		3.43E-05
		-0.0547		-0.0549
EPS		-0.0587*		-0.0582*
		-0.035		-0.0352
B_SIZE		-0.0135*		-0.0131*
		-0.00737		-0.0074
B_IND		-0.228		-0.236
		-0.145		-0.145
ln_PROCEEDS		-0.0690***		-0.0693***
		-0.0174		-0.0175
OFFER		0.544***		0.548***
		-0.185		-0.186
U_REP		0.0148		0.0179
		-0.0327		-0.0328
U_FEE		0		0
		0		0
A_REP		-0.0174		-0.0166
		-0.0436		-0.0437
Constant	0.522***	0.962***	0.521***	0.976***
	-0.0523	-0.36	-0.0524	-0.362
Industri	YA	YA	YA	YA
Tahun	YA	YA	YA	YA
Rezim	YA	YA	YA	YA
Observasi	252	252	252	252
R-squared	0.4614	0.5707	0.4639	0.5711
Adj. R-squared	0.4271	0.5124	0.4298	0.5129
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000
F-statistic	13.48	9.79	13.61	9.81

Sumber: hasil olahan data peneliti

Tingkat signifikansi: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Pada Tabel 6 dilakukan uji heteroskedastisitas pada model regresi utama dalam penelitian ini. Hasil regresi menunjukkan bahwa model dalam penelitian ini bebas dari permasalahan heteroskedastisitas.

Tingkat Pendidikan CEO dan IPO Discount: Bukti Empiris dari Indonesia
 Kristian Eka Jaya, Arief Wibisono Lubis

Tabel 6. Tingkat Pendidikan CEO dan IPO *Discount*

VARIABEL	1	2
	DISCOUNT	Discount_adj
C_EDU	-0.0378	-0.0373
	-0.025	-0.0251
C_TEN	-0.00321*	-0.00331*
	-0.00174	-0.00174
C_GEN	-0.042	-0.0503
	-0.0463	-0.0464
C_AGE	-0.000108	3.40E-05
	-0.00123	-0.00123
C_OWN	-0.102	-0.0953
	-0.0729	-0.0731
F_AGE	-0.00117	-0.00122
	-0.00107	-0.00107
ln_SIZE	0.0543***	0.0540***
	-0.0153	-0.0153
LEV	-0.000582	3.43E-05
	-0.0547	-0.0549
EPS	-0.0587*	-0.0582*
	-0.035	-0.0352
B_SIZE	-0.0135*	-0.0131*
	-0.00737	-0.0074
B_IND	-0.228	-0.236
	-0.145	-0.145
ln_PROCEEDS	-0.0690***	-0.0693***
	-0.0174	-0.0175
OFFER	0.544***	0.548***
	-0.185	-0.186
U_REP	0.0148	0.0179
	-0.0327	-0.0328
U_FEE	0	0
	0	0
A_REP	-0.0174	-0.0166
	-0.0436	-0.0437
Constant	0.962***	0.976***
	-0.36	-0.362
Industri	YA	YA
Tahun	YA	YA
Rezim	YA	YA
Observasi	252	252
R-squared	0.5707	0.5711
Adjusted R-squared	0.5124	0.5129
Prob > F	0.000	0.000
F-statistic	9.79	9.81
Heteroskedasticity	0.8578	0.8986

Sumber: hasil olahan data peneliti

Tingkat signifikansi: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabel 7. Pengaruh Perubahan Kebijakan Terhadap IPO Discount

VARIABEL	1 Jan 2018 - 12 Mar 2020	13 Mar 2020 - 31 Des 2022
	DISCOUNT	DISCOUNT
C_EDU	-0.00899	-0.0245
	-0.0425	-0.0278
C_TEN	-0.000816	-0.002
	-0.00289	-0.00218
C_GEN	-0.0361	-0.0485
	-0.0842	-0.05
C_AGE	-0.0000378	0.000583
	-0.00233	-0.00135
C_OWN	-0.0734	-0.141
	-0.132	-0.0861
F_AGE	-0.00133	-0.000948
	-0.00189	-0.00125
ln_SIZE	0.0408	0.0431**
	-0.029	-0.0175
LEV	0.0748	-0.0339
	-0.089	-0.0655
EPS	-0.027	-0.0503
	-0.0546	-0.0451
B_SIZE	-0.0241*	0.00677
	-0.0133	-0.00877
B_IND	-0.262	-0.198
	-0.269	-0.161
ln_PROCEEDS	-0.0790***	-0.0493**
	-0.0281	-0.0213
OFFER	0.479	0.556**
	-0.294	-0.253
U_REP	-0.0551	0.0419
	-0.0445	-0.0501
U_FEE	-5.46e-11**	0
	0	0
A_REP	-0.0201	-0.0532
	-0.0791	-0.051
Constant	1.594**	0.336
	-0.698	-0.415
Rezim	0	1
Observasi	114	138
Industri	YA	YA
Tahun	YA	YA
R-squared	0.4872	0.2449
Adjusted R-squared	0.3415	0.0764
F-statistic	3.34	1.45
Prob > F	0	0.0965

Sumber: hasil olahan data peneliti
 Tingkat signifikansi: *** p<0.01, **
 p<0.05, * p<0.1

Otoritas Jasa Keuangan menerbitkan dan mengimplementasikan SEOJK 29/2021 dalam rangka menstabilkan volatilitas pasar yang diakibatkan oleh krisis Covid-19. Diimplementasikannya peraturan ini memengaruhi IPO *discount* perusahaan-perusahaan di Indonesia karena adanya perubahan batas *auto-rejection* untuk perdagangan saham hasil

IPO. Hasil regresi menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan antara *Regime 0* (sebelum SEOJK 29/2021) and *Regime 1* (sesudah SEOJK 29/2021). Kami mendokumentasikan bahwa determinan-determinan IPO *discount* mengalami perubahan yang signifikan setelah diimplementasikannya kebijakan tersebut. Kami juga menemukan bahwa kapabilitas model dalam memprediksi IPO *discount* mengalami penurunan yang signifikan di periode *Regime 1*. Namun demikian, tingkat pendidikan CEO tetap tidak memengaruhi IPO discount secara signifikan dalam dua era kebijakan tersebut.

KESIMPULAN

Setelah melakukan observasi terhadap 252 perusahaan IPO di Indonesia dalam periode 2018-2022, terdokumentasikan bahwa tingkat pendidikan CEO memiliki peran yang minim dalam mengurangi tingkat IPO *discount* perusahaan di Indonesia. Pada analisis awal, ketika diasosiasikan secara langsung dengan tingkat IPO *discount* perusahaan, tingkat pendidikan CEO terlihat memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan. Namun demikian, setelah mengontrol tingkat pendidikan CEO dengan variabel-variabel lain pada tingkat CEO, perusahaan, dan IPO, kami tidak menemukan adanya hubungan yang signifikan antara tingkat pendidikan CEO dan IPO *discount* di Indonesia, kendati pengaruhnya tetap negatif. Hasil penelitian ini *robust* terhadap ukuran alternatif dari IPO *discount*, uji heteroskedastisitas, dan analisis *split-sample*.

Temuan utama dalam penelitian ini mengimplikasikan bahwa tingkat pendidikan CEO tidak memainkan peran yang signifikan dalam mengurangi IPO *discount*. Namun demikian, kami menemukan bahwa karakteristik CEO lain, seperti masa jabatan, secara signifikan dapat mengurangi IPO *discount*. Hal ini sejalan dengan gagasan dalam UET dan teori *human capital*. Karakteristik lainnya pada tingkat IPO seperti nilai emisi, persentase saham yang ditawarkan kepada publik, dan biaya *underwriter* juga ditemukan memengaruhi IPO discount secara signifikan, mengimplikasikan adanya determinan lain selain performa keuangan perusahaan yang dapat memengaruhi IPO *discount* perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Barker, V. L., & Mueller, G. C. (2002). CEO characteristics and firm R&D spending. *Management Science*, 48(6), 782–801. <https://doi.org/10.1287/mnsc.48.6.782.187>
- Bertrand. (2009). CEOs. *Annu. Rev. Econ.* 2009. 1:121–49.
- Brahma, S., Nwafor, C., & Boateng, A. (2021). Board gender diversity and firm performance: The UK evidence. *International Journal of Finance and Economics*, 26(4), 5704–5719. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2089>
- Carpenter, M. A., Geletkancz, M. A., & Sanders, W. G. (2004). Upper echelons research revisited: Antecedents, elements, and consequences of top management team composition. *Journal of Management*, 30(6), 749–778. <https://doi.org/10.1016/j.jm.2004.06.001>
- Certo, S. T., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2001). Signaling Firm Value Through Board Structure: An Investigation of Initial Public Offerings.
- Chen, Y. R., Ho, K. Y., & Yeh, C. W. (2020). CEO overconfidence and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 62. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101577>
- Chua, M., Ab Razak, N. H., Nassir, A. M., & Yahya, M. H. (2022). Dynamic capital structure in Indonesia: Does the education and experience of CEOs matter? *Asia Pacific Management Review*, 27(1), 58–68. <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2021.05.003>

- Custódio, C., & Metzger, D. (2014). Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies, *Journal of Financial Economics*, 114(1), 125–154. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.06.002>
- Darmadi, S. (2013). Board members' education and firm performance: evidence from a developing economy. *International Journal of Commerce and Management*, 23(2), 113–135. <https://doi.org/10.1108/10569211311324911>
- Darmadi, S., & Gunawan, R. (2013). Underpricing, board structure, and ownership: An empirical examination of Indonesian IPO firms, *Managerial Finance*, 39(2), 181–200. <https://doi.org/10.1108/03074351311294016>
- Deloitte (2023). Southeast Asia IPO Capital Market: 2022 Full Year Report. Deloitte Southeast Asia Ltd. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/sq/Documents/audit/sea-aud-dea-ipo-capital-market-report-2022.pdf>
- Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation, *Journal of Corporate Finance*, 39, 193–209. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008>
- Frag, H., & Mallin, C. (2016). The Impact of the Dual Board Structure and Board Diversity: Evidence from Chinese Initial Public Offerings (IPOs). *Journal of Business Ethics*, 139(2), 333–349. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2649-6>
- Ge, Y., Guo, H., Fung, H. G., & Guang, K. (2019). CEO effects on the IPO market under different policy regimes: Evidence from the Chinese SME board. *International Review of Economics and Finance*, 63, 163–175. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.08.023>
- Gounopoulos, D., Loukopoulos, G., & Loukopoulos, P. (2021). CEO education and the ability to raise capital. *Corporate Governance: An International Review*, 29(1), 67–99, <https://doi.org/10.1111/corg.12338>
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers, In *Management Review* (Vol. 9, Issue 2).
- Hambrick, D. C. (2007). Upper Echelons Theory: An Update. In *Source: The Academy of Management Review* (Vol. 32, Issue 2).
- Harymawan, I., Nasih, M., Agustia, D., Ratri, M. C., & Nowland, J. (2020). Ceo & cfo education and r&d investment in indonesia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 14(2), 16–34. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v14i2.3>
- Harymawan, I., Nasih, M., Ratri, M. C., & Nowland, J. (2019), CEO busyness and firm performance: evidence from Indonesia. *Heliyon*, 5(5). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2019.e01601>
- Islam, M. A., Hossain, S., Singh, H., & Sultana, N. (2021). Outsider CEOs and corporate debt, *International Review of Financial Analysis*, 74. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101660>
- Kallias, A., Kallias, K., Tsalkamas, I., & Zhang, S. (2023). One size does not fit all: The conditional role of CEO education on IPO performance. *Journal of Business Research*, 157. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.113560>
- Kao, L., & Chen, A. (2020). CEO characteristics and R&D expenditure of IPOs in emerging markets: Evidence from Taiwan, *Asia Pacific Management Review*, 25(4), 189–197. <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2020.01.001>
- Kaplan, S. N., Klebanov, M. M., Sorensen, M., Altman, D., Baker, M., Frydman, C., Harvey, C., Graham, J., Jensen, M., Pratch, L., Robinson, D., Yermack, D., Da, X., Garger, S., Iftimie, C., Tang, I., Tse, P., & Yamada, J. (2012). Which CEO Characteristics and Abilities Matter? In *THE JOURNAL OF FINANCE* • Vol, LXVII (Issue 3).
- Kaur, R., & Singh, B. (2018). CEOs' Characteristics and Firm Performance: A Study of Indian Firms. *Indian Journal of Corporate Governance*, 11(2), 185–200. <https://doi.org/10.1177/0974686218806714>
- King, T., Srivastav, A., & Williams, J. (2016). What's in an education? Implications of CEO education for bank performance. *Journal of Corporate Finance*, 37, 287–308. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.01.003>

- Lazear, E. P. (2009). Firm-Specific Human Capital: A Skill-Weights Approach. In *Journal of Political Economy* (Vol. 117, Issue 5). <http://www.journals.uchicago.edu/t-and-c>
- Li, J., & Li, R. (2022). IPO policy and IPO underpricing: Evidence from the registration-based IPO reform in China. *Finance Research Letters*, 47. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102623>
- Ljungqvist, A., & Wilhelm, W. J. (2003). IPO Pricing in the Dot-com Bubble. In *THE JOURNAL OF FINANCE: Vol. LVIII* (Issue 2).
- Loughran, T., Ritter, J. R., Chen, C., Deangelo, H., Dunbar, C., Houge, T., Lerner, J., Ljungqvist, A., Schwert, B., Serita, T., Welch, I., Zhang, D., Barry, C., Field, L., Gompers, P., Smart, S., Woo, L.-A., & Zutter, C. (2002). *Why Has IPO Underpricing Changed Over Time? We wish to thank Hsuan-Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?* <http://bear.cba.ufl.edu/ritterhttp://bear.cba.ufl.edu/ritter/rank.htm.DonghangZhangsupplie>
[dusefulresearchassistance.](http://bear.cba.ufl.edu/ritterhttp://bear.cba.ufl.edu/ritter/rank.htm.DonghangZhangsupplie)
- Marquis, C., & Tilcsik, A. (2013). Imprinting: Toward a Multilevel Theory. *The Academy of Management Annals*, 7(1), 195–245. <https://doi.org/10.1080/19416520.2013.766076>
- Ooi, C. A., Setiawan, D., & Hooy, C. W. (2021). Muslim CEOs and bank risk-taking: Evidence from Indonesia. *Global Finance Journal*, 50. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2019.100507>
- Ting, I. W. K., Azizan, N. A. B., & Kweh, Q. L. (2015). Upper Echelon Theory Revisited: The Relationship between CEO Personal Characteristics and Financial Leverage Decision. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 195, 686–694. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.06.276>
- Wai, J., & Rindermann, H. (2015). The path and performance of a company leader: A historical examination of the education and cognitive ability of Fortune 500 CEOs. *Intelligence*, 53, 102–107. <https://doi.org/10.1016/j.intell.2015.10.001>
- Waldman, D. A., Javidan, M., & Varella, P. (2004). Charismatic leadership at the strategic level: A new application of upper echelons theory. *Leadership Quarterly*, 15(3), 355–380. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2004.02.013>
- Wang, S., Wang, P., Cebula, R. J., & Foley, M. (2023). Board characteristics and IPO underpricing in China: The perspective of moderating effect of venture capitalists. *Finance Research Letters*, 52. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103491>
- Wang, Y., & Yin, S. (2018). CEO educational background and acquisition targets selection. *Journal of Corporate Finance*, 52, 238–259. <https://doi.org/10.1016/j.icorpf.2018.08.013>
- Wardhani, Dian Kusuma and Supratiwi, Wiwik (2021) "THE INFLUENCE OF THE CEO POPULARITY ON PERFORMANCE OF BANKING COMPANIES AT THE EARLIER STAGES OF COVID-19," *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia: Vol. 18: Iss. 1*, Article 1. DOI: 10.21002/jaki.2021.01
- Yang, C., Xia, X., Li, Y., Zhao, Y., & Liu, S. (2021). CEO financial career and corporate innovation: Evidence from China, *International Review of Economics and Finance*, 74, 81–102. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.01.018>
- Zhang, X., Gao, K., Chan, K. C., & Zhuo, R. (2021). Does childhood famine experience matter in IPO discount? Evidence from the Great Chinese Famine. *Finance Research Letters*, 39, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101582>
- Zhou, M., Chen, F., & Chen, Z. (2021). Can CEO education promote environmental innovation: Evidence from Chinese enterprises. *Journal of Cleaner Production*, 297. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126725>