

## Asimetri Informasi Penyebab *Underpricing* IPO di Indonesia saat Pandemi Covid-19

Vivi Ariyani

Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya

Jl. Dinoyo 42-44, Surabaya, Jawa Timur

*E-mail:* vivi.ariyani@ukwms.ac.id

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji faktor yang mempengaruhi *underpricing* pada *Initial public offering* (IPO) yaitu return on asset (ROA) dan *underwriter*. Dengan menggunakan umur, ukuran, dan volume perdagangan sebagai variabel kontrol terhadap tingkat *underpricing* saham pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia. Sampel penelitian ini adalah 112 perusahaan periode tahun 2020-2022 dengan menggunakan purposive sampling. Dari hasil pengolahan data menunjukkan bahwa variabel reputasi *underwriter* berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini menjelaskan bahwa reputasi *underwriter* yang tidak masuk dalam 10 besar berpengaruh terhadap peningkatan *underpricing* perusahaan yang melakukan IPO. Hal ini diduga menimbulkan asimetri informasi antara manajemen perusahaan dengan investor. Hasil penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan investor ketika memutuskan untuk berinvestasi pada perusahaan tertentu dan pertimbangan kebijakan pemerintah ketika suatu perusahaan melakukan IPO di bursa.

**Kata kunci:** IPO; IR; MAAR; *underpricing*

### ABSTRACT

*This study aims to examine the factor that influence the underpricing of the Initial public offering (IPO), namely the Return on Assets and reputation of the underwriter. By using age, size, and trading volume as control variables on the level of underpricing of shares in companies conducting IPOs on the Indonesia Stock Exchange. The sample for this study was 112 companies for the 2020-2022 period using purposive sampling. From the results of data processing, it shows that the underwriter's reputation variable has a significant negative effect on the level of underpricing. This explains that the reputation of underwriters who are not included in the top 10 has an effect on increasing the underpricing of companies conducting IPOs. This is thought to cause information asymmetry between company management and investors. The results of this research can be taken into consideration by investors when deciding to invest in certain companies and government policy considerations when a company conducts an IPO on the stock exchange.*

**Keyword:** IPO; IR; MAAR; *underpricing*

### PENDAHULUAN

Bagi perusahaan yang akan melakukan proses *go public* di Bursa Efek Indonesia, sebelum menjual sekuritas di pasar sekunder, sekuritas akan tersedia untuk dibeli di pasar primer. Pada masa ini saham ditawarkan kepada masyarakat umum melalui pasar perdagangan perdana yang

dimaksud dengan istilah *initial public offering* (IPO). Kegiatan awal yang dilakukan di pasar perdana dikenal dengan penawaran umum. IPO dimaknai dengan kepercayaan sosial bahwa harga saham yang ditawarkan oleh perusahaan mengalami *underpricing*, Li, Wang & Wang (2019). Ketika perusahaan melakukan kesepakatan antara emiten dan *underwriter* pada saat IPO akan berdampak signifikan terhadap harga saham yang dijual di pasar perdana. Dampak yang terjadi adalah harga saham mengalami *underpricing* atau *overpricing*, *underpricing* adalah risiko yang timbul ketika harga saham yang ditetapkan pada saat IPO jauh lebih rendah dari harga di pasar sekunder pada hari pertama perdagangan sedangkan *overpricing* terjadi adalah sebaliknya. Chemmanur (1993) dan Sherman (1992) mendukung secara teoritis dan empiris, bahwa *underpricing* IPO digunakan oleh perusahaan penerbit atau bank investasi sebagai diskon untuk mendorong investor yang kurang memiliki informasi untuk berpartisipasi dalam investasi IPO, sehingga hal ini dapat menyebabkan terjadinya asimetri informasi,

Pada penelitian ini menggunakan *initial return* (IR) sebagai proksi dari *underpricing*. Pada penelitian tentang *underpricing*, IR seringkali digunakan sebagai variabel penjelas dari *underpricing*. Kontribusi dari penelitian ini adalah peneliti memberikan bukti terjadinya asimetri informasi yang menyebabkan *underpricing* IPO saat pandemi covid-19 di Indonesia. Peneliti menggunakan MAAR sebagai *robustness test* dari *underpricing*. Hal ini dilakukan untuk menguji konsistensi model penelitian. MAAR sebagai proksi dari *underpricing* mampu mendeteksi keuntungan maksimal investor dengan mengetahui kondisi pasar dengan menggunakan indeks pasar sebagai bagian dari perhitungan *underpricing*. Pada penelitian Rathnayake, Louembe, Kassi, Sun & Ning (2019) menjelaskan evaluasi pada sampel antara *underpricing* menggunakan IR dan MAAR. Sedangkan Huang, Li & Zhang (2019) menggunakan IR sebagai proksi dari *underpricing* dan menggunakan MAAR sebagai *robustness test*. Selain itu penelitian yang dilakukan oleh Don & Huang (2022) juga menguji pengaruh faktor-faktor yang dapat mempengaruhi *underpricing* dan membandingkan penggunaan *underpricing* dengan menggunakan selisih dari harga awal IPO dan akhir, dengan menggunakan return market sebagai perhitungan *underpricing*.

Wisudanto dan Putri (2021) menyatakan bahwa antara tahun 2009 hingga 2020, terdapat 285 perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana (IPO), dan lebih dari lima puluh persen perusahaan yang melakukan IPO mengalami *underpricing*. Pada penelitian Ramadana (2018) *underpricing* dipengaruhi oleh faktor-faktor antara lain *Return on Assets* (ROA), reputasi

*underwriter*, dan *size*. Sedangkan menurut Rathnayake, et al (2019); Don & Huang (2022) *Size, Risk, Market volatility* berpengaruh terhadap *underpricing* menggunakan proksi IR dan MAAR. Namun menurut Chen, et al (2018) dapat pula terjadi faktor-faktor yang diteliti tidak berpengaruh terhadap *underpricing*, karena pelaporan keuangan perusahaan IPO yang dibuat pada saat IPO memiliki dampak jangka panjang pada kualitas pelaporan keuangan perusahaan.

Selain ROA, *underpricing* dipengaruhi oleh reputasi *underwriter* karena adanya asimetri informasi yang disebabkan oleh keberadaan *underwriter*. Artinya *underwriter* harus memiliki pengalaman sebelumnya dalam menerbitkan saham, sedangkan emiten menengah tidak harus memiliki banyak keahlian sebelumnya. Dalam skenario ini, *underwriter* akan menggunakan informasi yang mereka miliki untuk menegosiasikan kesepakatan terbaik dengan penerbit. Ini akan dicapai dengan mengurangi risiko, perusahaan harus membayar premi untuk saham yang tidak banyak diminati. *Underpricing* dapat dipahami sebagai penetapan harga suatu saham di pasar perdana menjadi lebih rendah dari harga saham di pasar sekunder untuk saham yang sama apabila terdapat perbedaan informasi yang diterima oleh *underwriter* dan investor. Perbedaan informasi ini menyebabkan harga sekuritas yang ditawarkan oleh emiten pada saat IPO mengalami *underpricing*. Namun jika terjadi *overpricing*, investor akan mengalami kerugian karena tidak mendapatkan *Initial return* atas investasinya. Selain itu, *size* adalah variabel kontrol yang dimasukkan peneliti untuk mengontrol variabel selain profitabilitas dan *underwriter* yang mungkin mempengaruhi *underpricing*. *Size* adalah ukuran perusahaan dari sisi total aset, menunjukkan bahwa perusahaan dengan total aset yang besar kemungkinan signifikan mempengaruhi *underpricing*. Hal ini didukung oleh penelitian dari Utomo & Kuniasih (2020); Kuncoro dan Suryaputri (2019); Jayanarendra dan Wiagustini (2019); Mayasari dkk. (2018); Ramadhana (2018); Albada dan Yong (2018); Aslam dan Ullah (2017); Younesi, et al (2012), yang mengungkapkan bahwa *size* perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing*.

Teori asimetri menjelaskan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak memiliki informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan. Loughran et al. (1994) menemukan bahwa *underpricing* IPO adalah fenomena umum di pasar saham di seluruh dunia, meskipun berbeda di setiap negara dan lebih jelas dan signifikan di negara berkembang. Dalam hal ini perusahaan dianggap memiliki informasi yang lebih baik dan akurat dibandingkan dengan informasi yang dimiliki investor yang berada di luar perusahaan. Ketidaksamaan informasi antara

pihak perusahaan, dalam hal ini manajer dengan investor mengenai informasi yang dimiliki akan menimbulkan perbedaan persepsi, hal inilah yang dinamakan asimetri informasi.

Perusahaan yang akan *go public* akan melakukan penawaran umum atas penjualan saham untuk pertama kalinya di pasar perdana, kegiatan ini sering disebut dengan IPO. IPO adalah suatu keharusan bagi penjamin yang menjual sahamnya perdana dari perusahaan emiten di Bursa Efek. Setelah saham perusahaan dijual di pasar perdana, perusahaan dapat memperdagangkan sahamnya di pasar sekunder. IPO dilakukan berdasarkan UU No. 8 Tahun 1995 yang berisi tentang pasar modal dan peraturan pelaksanaannya. Dalam penawaran umum perdana, hasil kesepakatan antara emiten dan *underwriter* yang akan membentuk harga saham yang ditawarkan kepada publik. Meski dalam menentukan harga, emiten dan *underwriter* memiliki kepentingan yang berbeda. Emiten menginginkan harga yang tinggi untuk saham yang akan dijual di pasar perdana sehingga emiten mendapatkan dana yang besar dan maksimal. Sedangkan penjamin emisi menginginkan harga saham yang rendah dalam penawaran umum perdana untuk meminimalisir resiko yang menjadi tanggung jawabnya jika ada saham yang tidak terjual di pasar perdana.

*Underpricing* adalah selisih antara harga penawaran perdana dan harga penutupan saham IPO di pasar sekunder hari pertama. Selisih harga ini sering disebut pengembalian awal. *Underpricing* merupakan fenomena yang umum dan sering terjadi di pasar modal saat emiten melakukan IPO. Keadaan *underpricing* dapat merugikan perusahaan yang perdana melakukan *go public*, hal ini dikarenakan dana yang diperoleh dari masyarakat tidak maksimal. Dalam hal ini, Emiten ingin meminimalkan tingkat *underpricing*, karena terjadinya *underpricing* dapat mengakibatkan terjadinya pengalihan kekayaan dari pemilik perusahaan kepada investor. Terjadinya kesepakatan untuk penentuan harga saham yang akan ditawarkan di pasar perdana dilakukan oleh *Underwriter* dan emiten. *Underwriter* merupakan perusahaan sekuritas yang membantu menjualkan saham yang dikeluarkan oleh perusahaan, yang dijual kepada investor. Dalam hal ini tugas *underwriter* membantu emiten dalam mempersiapkan pernyataan pendaftaran emisi beserta dokumen pendukungnya dan memberi masukan kepada emiten

Selain itu perusahaan emiten melakukan pemilihan *underwriter* akan membantu pelaksanaan IPO, dengan cara melihat dari reputasi *underwriter*, yang dapat dilihat dari dua sisi, dari sisi klien maupun investor. Jika dilihat dari sisi klien, *underwriter* yang memiliki reputasi yang baik dapat dilihat dari tingkat permintaan jasa penjaminan dari klien. Semakin banyak

emiten yang mempercayakan IPO kepada *underwriter*, berarti *underwriter* tersebut memiliki reputasi yang baik. Sedangkan dari sisi calon investor, reputasi *underwriter* dapat dilihat dari nilai IPO (*gross proceeds*). Nilai IPO yang Semakin tinggi, menjelaskan bahwa semakin besar kepercayaan calon investor kepada *underwriter*. Dengan adanya fungsi penjaminan saham tersebut berarti *underwriter* mempunyai peranan kunci bagi kesuksesan emisi surat berharga suatu perusahaan. Oleh karena itu *underwriter* akan berusaha untuk menetapkan harga saham yang tidak terlalu tinggi, bahkan cenderung underpriced

Fenomena *underpricing* didasarkan pada teori asimetri informasi, yang dikemukakan dalam bentuk ketidakpastian ex-ante harga saham (Chen et al., 2004; Loughran et al., 1994). ROA merupakan salah satu rasio profitabilitas yang menunjukkan seberapa efektif perusahaan dapat beroperasi sehingga menghasilkan keuntungan atau laba bagi perusahaan. Profitabilitas yang tinggi dari suatu perusahaan akan mengurangi ketidakpastian bagi investor sehingga akan menurunkan tingkat *underpricing*. Dalam hal ini, nilai ROA yang semakin tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba di masa yang akan datang dan laba merupakan informasi penting bagi investor sebagai pertimbangan dalam menanamkan modalnya. ROA adalah salah satu faktor yang diduga dapat berpengaruh terhadap *underpricing*, ROA sebagai proksi untuk profitabilitas dan mengukur pengembalian total aset setelah dikurangi pajak dan biaya lainnya. Pengembalian total aset dapat menggambarkan bagaimana organisasi tertentu menggunakan manajemen kinerja yang efektif untuk menghasilkan keuntungan. Pada saat penerbitan sekuritas melalui IPO, emiten dengan rasio profitabilitas yang solid memiliki kekuatan untuk meredam ketidakpastian IPO yang pada gilirannya berdampak pada minimalisasi *underpricing*. Hal ini didukung oleh penelitian terdahulu oleh Ramadana (2018), Prathama (2015), dan Finkle and Lamb (2002), yang menemukan bahwa ROA berpengaruh terhadap *underpricing*.

H1: ROA berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat *underpricing* IPO periode tahun 2020 - 2022.

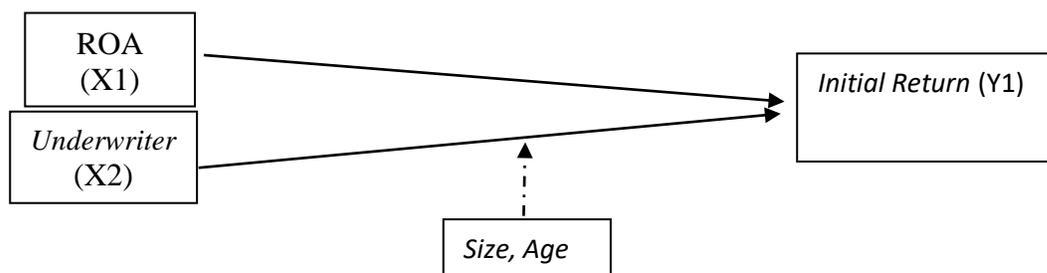
*Underwriter* merupakan lembaga yang berperan besar dalam setiap emisi efek di pasar modal. Dalam hal ini, perusahaan yang akan melakukan *go public*, akan menawarkan sahamnya terlebih dahulu di pasar perdana. Harga saham pada penawaran perdana ditentukan berdasarkan kesepakatan *underwriter* dengan emiten sedangkan harga saham di pasar sekunder akan ditentukan oleh mekanisme pasar. Dalam melaksanakan tugasnya *underwriter* akan membuat

kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan emiten dengan atau tanpa kewajiban membeli sisa efek yang tidak terjual. Teori asimetri informasi menjelaskan bahwa *underwriter* memiliki informasi yang lebih baik mengenai permintaan saham-saham emiten, dibandingkan dengan emiten itu sendiri. Dalam hal ini, *underwriter* akan memanfaatkan informasi yang dimiliki untuk membuat kesepakatan yang optimal dengan emiten, atau dengan kata lain *underwriter* yang mempunyai reputasi baik pasti dapat memahami kondisi pasar dan melihat kapan emiten dapat dinilai layak dan emiten mana yang mempunyai masa depan yang baik. Sedangkan *underwriter* yang memperoleh reputasi rendah akan menimbulkan ketidakpercayaan investor pada emiten.

Hal ini dapat diartikan bahwa apabila *underwriter* yang mempunyai reputasi tinggi dapat menekan konflik yang terjadi dengan menetapkan harga saham perdana sesuai dengan kondisi perusahaan, maka tingkat *underpricing* akan lebih rendah. Hal ini didukung oleh penelitian sebelumnya (Kuncoro dan Suryaputri, 2019; Ramadana, 2018; Albada dan Yong, 2018; Aslam dan Ullah, 2017; Hermin & Mutadi (2015), yang menemukan bahwa reputasi *underwriter* yang kuat berpengaruh negatif terhadap *underpricing*

H2: Reputasi *underwriter* berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat *underpricing* IPO periode tahun 2020 - 2022.

Berikut adalah rerangka penelitian ini untuk menguji pengaruh antar variabel independen terhadap variabel dependen, yang menjelaskan hubungan antara *Return on Assets* (ROA) sebagai proksi dari profitabilitas dan reputasi *underwriter* terhadap variabel dependen yang diprosikan dengan initial return. Penelitian ini menggunakan size dan age sebagai variabel kontrol untuk mengontrol variabel diluar penelitian yang diduga akan mempengaruhi IR, seperti yang disajikan dalam gambar berikut ini:



**Gambar 1. Kerangka Penelitian**

## METODE PENELITIAN

Metodologi penelitian merupakan perpaduan antara peraturan, prosedur, dan kegiatan yang digunakan oleh peneliti suatu disiplin ilmu. Populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 2020 sampai dengan tahun 2022. IPO hanya dapat dilakukan satu kali oleh perusahaan emiten yang terdaftar di bursa efek. Data penelitian adalah 12 sektor industri di Bursa Efek Indonesia (BEI), terdiri dari perusahaan di sektor barang konsumsi non primer, barang konsumsi primer, energi, barang mentah, teknologi, transportasi dan logistik, properti dan real estate, kesehatan, industri, infrastruktur, dan keuangan yang melakukan IPO dari tahun 2020 hingga 2022. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria yang telah ditentukan. Jumlah sampel penelitian adalah perusahaan yang memenuhi syarat *purposive sampling* sebanyak 112 perusahaan.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan tahunan dan prospektus untuk mengetahui nama *underwriter* dan kesepakatan penjualan sekuritas terhadap investor, antara perusahaan emiten dengan *underwriter*. Sumber data diperoleh dari sumber yang tersedia seperti Bursa Efek Indonesia (BEI). Sedangkan Pengukuran pada penelitian ini menggunakan beberapa faktor yang diduga berpengaruh terhadap *underpricing* berdasarkan penelitian terdahulu dan menggunakan pengukuran *underpricing*, yaitu IR

**Tabel 1. Pengukuran Variabel**

Varibel	Pengukuran
Initial Return	$IR = \frac{\text{Closing price (pasar sekunder)} - \text{opening price}}{\text{opening price}} \times 100\%$
MAAR	$\left( \frac{(1+IRi1)}{(1+Rm1)} - 1 \right) * 100$
ROA	ROA = Laba bersih/total aset
<i>Underwriter</i>	Reputasi <i>Underwriter</i> , 1= <i>underwriter</i> peringkat 10 besar 0=tidak termasuk peringkat 10 besar
<i>Age</i>	Umur perusahaah sejak pendirian
<i>Size</i>	Total aset
Vol	Vol = Jumlah saham diperdagangkan/jumlah saham beredar

Model Penelitian

(1)

$$IR = a + \beta_1ROA + \beta_2UR + \beta_3Size + \beta_4Age + \beta_5Vol + e$$

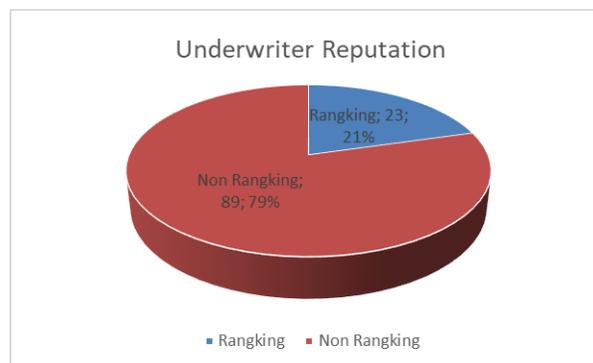
Keterangan:

IR	= <i>Initial Return</i>
ROA	= <i>Return On Assets</i>
UR	= Reputasi <i>Underwriter</i>
Size	= Ukuran perusahaan
Age	= Umur perusahaan sejak pendirian
Vol	= Volume perdagangan
<i>e</i>	= <i>Error</i>

## HASIL DAN PEMBAHASAN

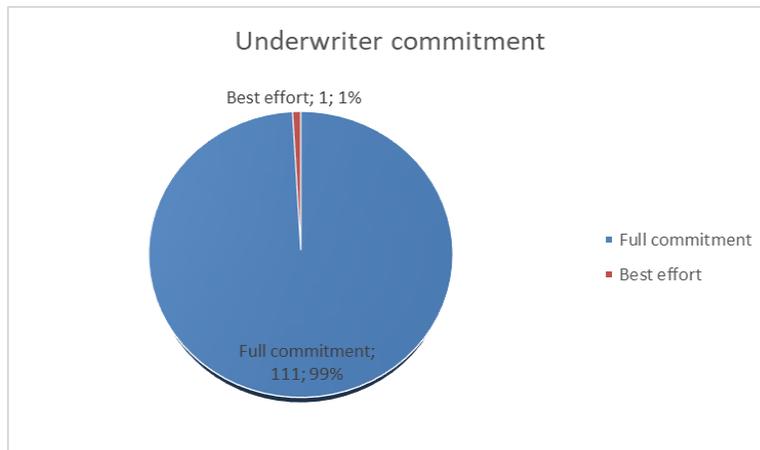
Pada bagian ini pembahasan ini memuat langkah-langkah dalam melakukan penelitian, hasil, dan pembahasan topik penelitian. Bagian ini juga menyajikan penjelasan berupa penjelasan, gambar dan tabel untuk menjelaskan hasil dari analisis deskriptif dan analisis regresi untuk melihat pengaruh antara variabel bebas dan variabel terikat. Berikut adalah analisis deskriptif.

Pada gambar 2 menunjukkan bahwa 21% atau sebanyak 23 perusahaan emiten menggunakan *underwriter* yang termasuk peringkat 10 besar BEI pada saat penawaran umum perdana (IPO) dan 79% atau 89 perusahaan emiten menggunakan *underwriter* yang tidak termasuk ke dalam peringkat 10 besar BEI pada saat penawaran umum perdana (IPO). BEI melakukan peringkat pada kinerja *underwriter* yang terdaftar di Otoritas Jasa Keuangan (OJK).



**Gambar 2. Underwriter Reputation**

Sumber: data diolah, 2023



**Gambar 3. Underwriter Commitment**

Sumber: data diolah, 2023

Dari hasil pengamatan, menemukan bahwa Sebagian besar perusahaan emiten yang melakukan IPO menggunakan *underwriter* yang tidak masuk kedalam peringkat sepuluh besar dalam hal kinerja *underwriter*, hal inilah yang diduga turut berperan terjadinya fenomena *underpricing* di Indonesia saat terjadi pandemi covid 19.

Pada gambar 3 menunjukkan bahwa 99% atau sebanyak 111 perusahaan menggunakan *underwriter* dengan jenis *full commitment* pada saat penawaran umum perdana (IPO). Kesepakatan *underwriter* jenis ini dengan perusahaan emiten, apabila pada penawaran IPO saham yang ditawarkan kepada investor tidak terjual semua maka *underwriter* akan membeli semua saham yang ditawarkan kepada publik dan 1% atau 1 perusahaan emiten yang menggunakan *underwriter* dengan jenis *best effort*. Hal ini menjelaskan *underwriter* akan mengerahkan segala kemampuan yang dimiliki untuk menjual jumlah lembar saham sesuai kesepakatan antara perusahaan emiten dengan *underwriter*. Apabila saham yang ditawarkan kepada publik tidak terjual semua, maka *underwriter* akan mengembalikannya kepada perusahaan emiten. Pemilihan jenis kesepakatan yang dipilih antara perusahaan emiten dengan *underwriter* juga berperan dalam fenomena terjadinya *underpricing* di Indonesia. Hal ini karena *underwriter* dengan kesepakatan *full commitment* harus mempersiapkan diri untuk membeli seluruh saham yang dijual saat IPO jika investor eksternal tidak atau kurang berminat membeli saham perusahaan emiten.

**Tabel 2. Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
IR	112	.004330	.963000	.289578	.174584
MAAR	112	-.0876001864	.791132661	.24617568	.209858
ROA	112	.0011270	61.3488040	1.3354767	7.68420
UR	112	0	1	.19	.392
Size	112	279965210	8827488314	2484571075	938461266
Age	112	1	63	15.41	11.807
Vol	112	.000000738	.677415867	.0689575913	.137722938
Valid N (listwise)	112				

Sumber: data diolah, 2023

Nilai minimum variabel *Initial return* sebesar 0,004 dan maksimum *Initial return* (IR) sebesar 0,9630. Angka positif pada nilai minimal dan maksimal menunjukkan bahwa harga saham perdana pada saat IPO berada dalam kategori *underpricing* atau di bawah nilai pasar. Nilai minimum MAAR sebesar -0,0876 sedangkan nilai maksimum sebesar 0,79113, dengan memasukkan return market, hal ini menjelaskan bahwa dengan menggunakan MAAR terjadi *overpricing* karena terjadi minus pada nilai minimum. Nilai minimum variabel ROA adalah 0,001 yang menunjukkan bahwa kinerja keuangan terendah dari 112 data adalah 0,1%. Nilai maksimum variabel ROA adalah 61,348 yang menunjukkan bahwa kinerja keuangan ROA Nilai minimum dari variabel *size* adalah Rp. 279 juta yang menunjukkan ukuran perusahaan terkecil dari 112 data perusahaan. Nilai maksimum variabel Ukuran adalah Rp. 9,3 triliun, yang menunjukkan ukuran perusahaan terbesar dari 112 data perusahaan yang diteliti. Rata-rata aset dari 112 data perusahaan adalah Rp. 2,4 triliun. Perusahaan yang melakukan IPO dapat terlihat pada tabel deskriptif menunjukkan perusahaan yang berdiri setahun dan yang paling lama telah berdiri 63 tahun. Selanjutnya rata-rata volume perdagangan pada perusahaan yang melakukan IPO adalah sebesar 6,89%.

**Tabel 3. Jumlah Perusahaan pada tiap Industri**

No	Sektor Industri	Jumlah
A	Energi	8
B	Basic Material	2
C	Industrials	3
D	Consumer non-cyclicals	23
E	Consumer cyclicals	27
F	Healthcare	12
G	Financials	7
H	Properties & Real estate	12
I	Technology	9
J	Infrastructure	8
K	Transportation & Logistic	1
L	Investment Product	0

Pada Bursa Efek Indonesia terdapat 12 sektor industri, maka pada penelitian ini peneliti mengelompokkan sampel perusahaan yang melakukan IPO ke dalam 12 sektor industri. Pada tabel 2 terlihat sektor industri *Consumer cyclicals* adalah sektor industri yang paling banyak melakukan IPO, yaitu sebanyak 27 perusahaan sepanjang periode tahun 2020-2022. Perusahaan ini memproduksi barang kebutuhan sekunder dan tersier, Sedangkan tidak ada perusahaan yang melakukan IPO pada sektor industri *Investment Product*. Dugaan perusahaan *consumer cyclicals* melakukan IPO lebih banyak dibandingkan perusahaan dari sektor lainnya di bursa efek, karena pada saat pandemi, keadaan perekonomian masyarakat mengalami penurunan drastis, hal ini tentu berakibat pada penurunan penjualan dari industri *consumer cyclicals*, hal ini diduga karena masyarakat melakukan penundaan pembelian dari produk perusahaan yang menjual barang sekunder maupun tersier.

Penurunan penjualan perusahaan akan berakibat pada penurunan kemampuan perusahaan menyelesaikan pemenuhan kewajiban pada operasional perusahaan. Oleh karena itu diduga membutuhkan pendanaan dari menerbitkan IPO di bursa efek dan berakibat pada terjadinya fenomena *underpricing* karena pengetahuan yang dimiliki investor bahwa perusahaan sektor *consumer cyclicals* mengalami penurunan perolehan modal sendiri dan utang.

Langkah selanjutnya adalah menggambarkan hubungan linier beberapa variabel bebas (variabel X) terhadap variabel terikat (variabel Y)). Variabel independen (X) adalah *Return on Assets (ROA)* (X1), reputasi *underwriter* (X2), *size* (X3), *Age* (X4). Volume Perdagangan (X5)

dan variabel dependen (Y) adalah *underpricing*. Berikut adalah hasil persamaan regresi:

**Tabel 4. Analisis Regresi**

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	IR	IR	IR	IR
UR	-1,070 (0,041)	-0,985 (0,042)	-0,937 (0,042)	-1,039 (0,041)
ROA	-1,068 (0,002)	-0,220 (0,002)	-1,214 (0,115)	-1,250 (0,002)
Lnsize	-	1,785 (0,038)	1,789 (0,002)	1,702 (0,021)
LnAge	-	-	1,789 (0,022)	0,795 (0,019)
Vol		-	-	-2,760 (0,116)***
(Constant)	16,127 (0,020)	-1,132 (0,460)	-1,198 (0,465)	-1,056 (0,452)
Adj-R2	0,084	0,044	0,048	0,112

\* significant at the 10 percent level

\*\* significant at the 5 percent level

\*\*\* significant at the 1 percent level

Sumber: Data diolah, 2023

Berdasarkan hasil analisis, model persamaan regresi adalah sebagai berikut:

$$IR = -0,477 - 0,043UR - 0,036ROA + 0,015LnSize + 0,15LnAge - 0,321Vol$$

Pada persamaan model 1 dengan variabel dependen IR hasilnya menjelaskan apabila *underwriter* yang dipilih perusahaan tidak memiliki reputasi atau dalam hal ini perusahaan tidak menggunakan jasa *underwriter* yang memiliki peringkat satu hingga 10, maka akan dapat meningkatkan *underpricing* saat IPO. Sedangkan dari sisi *size* menjelaskan semakin besarnya ukuran perusahaan yang dihitung dengan menggunakan total aset, akan meningkatkan *underpricing*. Demikian pula dengan variabel *age*, hasil penelitian menjelaskan apabila umur perusahaan semakin tinggi maka dapat meningkatkan potensi *underpricing*. Berbeda dengan variabel volume perdagangan, semakin tinggi volume perdagangan yang dilakukan oleh pasar, maka akan menurunkan tingkat *underpricing* yang terjadi saat IPO.

Penelitian yang dilakukan selama masa pandemi covid 19 selama periode tahun 2020-2022, terdapat 112 perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia. Dari 112 perusahaan tersebut, 111 perusahaan menggunakan perjanjian *Full Commitment* pada penjualan sekuritas sedangkan hanya 1 perusahaan yang menggunakan perjanjian *best effort*. Perjanjian antara perusahaan emiten dengan *underwriter* ini diduga menjadi penyebab terjadinya *underpricing* selama pandemi covid 19 di Indonesia. Perjanjian *Full Commitment* perusahaan sekuritas dari *underwriter* yang dipilih perusahaan emiten membeli saham yang dijual oleh

perusahaan emiten dengan harga lebih rendah dari harga penawaran. Hal ini dilakukan oleh perusahaan sekuritas karena harus bertanggungjawab membeli semua sekuritas yang ditawarkan emiten apabila tidak laku terjual di pasar. Dengan adanya informasi metode penjualan sahamnya dengan perusahaan sekuritas, maka investor akan menawar sekuritas di bawah harga penawaran perusahaan.

Hasil penelitian ini menemukan bahwa faktor yang mempengaruhi *underpricing* dengan proksi IR adalah volume perdagangan pada model 4, menjelaskan bahwa volume perdagangan berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing*. Artinya semakin tingginya permintaan pasar pada sekuritas yang ditawarkan emiten, maka akan meningkatkan kepercayaan investor pada perusahaan yang melakukan IPO sehingga akan menurunkan terjadinya *underpricing* pada sekuritas.

**Tabel 5. Robustness Test**

	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	IR		MAAR		IR		MAAR	
UR	-1,070	(0,041)	-1,738	(0,049)*	-1,039	(0,041)	-1,729	(0,049)*
ROA	-1,068	(0,002)	-0,992	(0,003)	-1,250	(0,002)	-1,137	(0,003)
Lnsize	-		-		1,702	(0,021)	1,366	(0,025)
LnAge	-		-		0,795	(0,019)	0,503	(0,023)
Vol					-2,760	(0,116)***	-2,762	(0,140)***
(Constant)	16,127	(0,020)	12,233	(0,024)	-1,056	(0,452)	-0,870	(0,546)
Adj-R2	0,084		0,096		0,112		0,114	

\* significant at the 10 percent level

\*\* significant at the 5 percent level

\*\*\* significant at the 1 percent level

Sumber: Data diolah, 2023

Pada penelitian ini menggunakan MAAR sebagai *robustness test*, untuk menguji konsistensi dari model penelitian dari *underpricing*. Hasilnya dapat dilihat dari tabel 5, pada model 1 dan model 2 menggunakan variabel Independen ROA dan *underwriter* sebagai variabel independen tanpa memasukkan variabel kontrol ke dalam model penelitian. Hasilnya volume perdagangan berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing*. Hasil dari Model 1 konsisten dengan model 2, dengan menggunakan MAAR sebagai proksi dari *underpricing*. Dalam hal ini menjelaskan bahwa semakin turun jumlah volume saham yang diperdagangkan pada sekuritas yang melakukan IPO, maka semakin tinggi kemungkinan terjadinya *underpricing*. Karena investor akan melihat seberapa banyak yang membeli saham yang menerbitkan IPO, semakin

tinggi permintaan membeli maka investor akan semakin percaya bahwa saham perusahaan emiten akan memberi keuntungan yang optimal. Hasil ini konsisten pula dengan model 3 dan 4 dengan memasukkan variabel kontrol, menjelaskan bahwa volume perdagangan dari saham memberikan pengaruh terhadap *underpricing* IPO.

Pada model 3 dan 4 konsisten menjelaskan mengenai reputasi *underwriter*, bahwa reputasi *underwriter* dapat memberikan sinyal ketika perusahaan melakukan IPO. *Underwriter* dengan reputasi tinggi lebih percaya pada keberhasilan penawaran saham yang diserap pasar. Dalam hal ini dapat diartikan bahwa semakin baik reputasi *underwriter* maka *underpricing* IPO akan semakin rendah. Sesuai dengan penelitian sebelumnya mengenai pengaruh reputasi *underwriter* terhadap *underpricing* oleh Kuncoro dan Suryaputri (2019); Albada dan Yong (2018); Ramadana (2018); Aslam dan Ullah (2017); Katti & Phani (2016), yang menemukan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Karena saat investor akan membeli saham perusahaan yang melakukan IPO, investor akan melihat reputasi *underwriter* sebagai perantara antara perusahaan emiten dan investor. Kepercayaan investor pada penjamin emisi yang memiliki reputasi baik dan dapat memahami kondisi pasar sehingga dipastikan dapat memberikan informasi yang baik dan menguntungkan bagi perusahaan emiten untuk menurunkan tingkat *underpricing*.

## KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi *underpricing* IPO dengan proksi *underwriter* menggunakan IR di Bursa Efek Indonesia saat pandemi covid-19 pada periode tahun 2020-2022. Berdasarkan hasil pengujian dan pembahasan yang telah dilakukan, dapat ditarik kesimpulan variabel reputasi *underwriter* memiliki nilai koefisien regresi dengan arah negatif. Artinya variabel reputasi *underwriter* berpengaruh negatif signifikan terhadap *underpricing*. *Underwriter* dengan reputasi tinggi dapat memahami keadaan pasar dan dapat melihat bahwa penerbit dinilai dengan tepat, dan perusahaan emiten memiliki citra perusahaan yang baik, hal ini dapat menghasilkan jumlah *underpricing* yang lebih rendah. Selain itu volume perdagangan dan size perusahaan berpengaruh terhadap *underpricing*. Hal ini konsisten saat peneliti menggunakan MAAR untuk robustness test, bahwa reputasi *underwriter* dan volume perdagangan berpengaruh signifikan terhadap terjadinya fenomena *underpricing* di Indonesia saat pandemi covid 19.

Keterbatasan pada penelitian ini, peneliti menggunakan data penelitian saat perusahaan melakukan IPO, sehingga hari pertama IPO kemungkinan asimetri informasi masih tinggi. Saran pada penelitian selanjutnya dapat menggunakan hari kedua IPO atau seminggu setelah perusahaan melakukan IPO, agar dapat melihat faktor yang dapat mempengaruhi *underpricing* dalam jangka pendek dan dalam jangka Panjang.

Implikasi penelitian ini bagi praktisi adalah memberikan bukti terbaru mengenai terjadinya asimetri informasi antara perusahaan emiten dengan investor mengenai harga saham yang ditawarkan pada pasar perdana, akan mengakibatkan harga saham perusahaan dipasar bursa lebih tinggi daripada harga yang ditawarkan oleh perusahaan emiten pada saat harga penutupan dihari pertama IPO saat pandemi covid-19 terjadi di Indonesia. Hal ini berdampak pada terjadinya *underpricing* pada harga saham perusahaan emiten. Selain itu pemilihan *underwriter* yang termasuk ke dalam *underwriter* bereputasi/tidak, akan berdampak pada asimetri informasi antara perusahaan emiten dengan *underwriter*. Dengan metode full commitment, *underwriter* akan memberikan diskon pada harga saham perusahaan emiten, agar jika saham tidak habis terjual, investor akan membeli saham tersebut. Dampaknya akan membuat harga saham yang dijual lebih murah daripada harga seharusnya dari saham tersebut.

Hasil penelitian ini semoga dapat menjadi pertimbangan bagi pemerintah dalam membuat kebijakan yang terkait dengan IPO, sehingga perusahaan emiten mendapatkan harga yang sesuai dengan dengan harapannya dan investor mendapatkan informasi harga saham perusahaan yang sesuai dan sama dengan yang ingin disampaikan oleh perusahaan emiten ke pasar bursa. Hal ini akan tercermin dari harga saham penutupan sama dengan harga yang ditawarkan perusahaan saat IPO.

## REFERENSI

- Albada, Ali & Yong, Othman. (2017). IPO Research in Malaysia: A Review of Under-Pricing Phenomenon. *International Journal of Banking and Finance*. 13. 95-118. doi:10.32890/ijbf2017.13.1.8502.
- Aslam, Uzma & Ullah, Saif. (2017). Determinants of IPO Short Run and Long Run Performance: A Case Study on the Listed Firm of Pakistan Stock Exchange. *Journal of Commerce, Economics, and Social Sciences*: Vol.11, No.2 Page 165-172. doi:10.24312/paradigms110206.
- Brigham, E. F., & Michael, C, E (2017). *Financial Management Teory & Practice*. Australia: Cengage Learning.
- Chen, G., Firth, M., Kim, J.B., (2004). IPO *underpricing* in China's new stock markets. *Journal of Multinational Financial Management*. 14(3), 283–302.

doi:10.1016/j.mulfin.b2003.07.007

- Chen, J, Ke, B, Wu, D, and Yang, Z. (2018). The Consequences of Shifting the IPO Offer Pricing Power from Securities Regulators to Market Participants In Weak Institutional Environments: Evidence From China. *Journal of Corporate Finance*. Vol.50, June, Pp 349-370. doi: 10.1016/j.corpfin.2016.10.007.
- Chemmanur, Thomas J. (1993). The Pricing of Initial Public Offerings: a Dynamic Model with Information Production. *The Journal of Finance*. Volume 48, Issue 1 p. 185-304. doi:10.1111/j.1540-6261.1993.tb04710.
- Jayanarendra, AAG, dan Wiagustini, NLP (2019). Pengaruh Reputasi *Underwriter*, Ukuran Perusahaan, Dan Return On Equity Terhadap *Underpricing* Saat IPO Di BEI. *Manajemen E-Jurnal*, [SI], 4731 – 4758. Doi: 10.24843/Ejmunud.2019.v08.i08.p01
- Katti, S & Phani. (2016). *Underpricing* of Initial Public Offerings: a Literature Review. *Universal Journal of Accounting and Finance* 4(2): 35-52. doi: 10.13189/ujaf.2016.040202.
- Kuncoro, H.B., & R.V. Suryaputri. (2019). Analysis of Factors Affecting *Underpricing* of Stocks in Initial Public Offerings. *Trisakti Accounting Journal*. Vol. 6, No. 2, 213-234. doi:10.25105/jat.v6i2.5573
- Li, Xiaorong, Wang, S, S, & Wang, Xue. (2019). Trust and IPO *Underpricing*. *Journal of Corporate Finance*. Vol.56, Pp 224-248. doi:10.1016/j.jcorpfin.2019.02.006.
- Loughran, T., Ritter, J.R., Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: international insights. *Pacific-Basin Finance Journal*. Volume 2, Issue 2-3, 165–199. doi:10.1016/0927538X(94)90016-7.
- Mahardika, D, F & Ismiyanti, F. (2021). The Effect of Financial and Non-Financial Variables on *Underpricing*. *European Journal of Economic and Financial Research*: Vol.4, Issue 4. doi:10.46827/ejefr.v4i4.991.
- Mayasari, T., Yusuf., and Yulianto, A. (2018). Effect of Return on Equity, Net Profit Margin, and Company Size on *Underpricing*. *Journal of Accounting Studies*, 2(1): 41-53. doi:10.33603/jka.v2i1.1271.
- Miswanto, M & Yanuar, R, A. (2020). Analysis of the effect of Firm Size, Profitability, and Capital Structure on IPO *Underpricing* on the Indonesia Stock Exchange (IDX). *International Journal of Innovation, Creativity, and Change*: Vol.13, Issue 10. www.ijicc.net.
- Ramadana, S.W. (2018). Several Factors Affecting Stock *Underpricing* in Companies Conducting Initial Public Offerings (IPOs) on the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management and Entrepreneurship Inspiration Research*, 2(2). doi:10.35130/jrimk.v2i2.22.
- Rathnayake, D, N, Louembe, P, A, Kassi, D,F, Sun, G, Ning, D. (2019). Are IPOs Underpriced ? Evidence form an Emenrging Market. *Research in International Business and Finance*. Vo. 50, Desember, Pp 171-190. doi: 10.1016/j.ribaf.2019.04.013.
- Sherman, Guenther A. (1992). The Pricing of Best Efforts New Issues. *The Journal of Finance*. Volume 47. Issue 2. p 781-790. doi: 10.1111/j.1540-6261.1992.tb04410.
- Utomo, A, H & Kuniasih, A. (2020). The Determinant of *Underpricing* Toward IPO Company at Indonesia Stock Exchange in 2019. *Journal of Economics, Finance and Management Studies*. Vol.3 Issue 8 Pp 117-125. doi: 10.47191/jefms/v2-i8-02.
- Wisudianto and Putri. (2021). Increasing Investor Profits: Investing in the Company's Initial Public Offering. <http://news.unair.ac.id/2021/12/23/>.

Younesi, N, Ardekani, A, M, Hashemijoo, M. (2012). Performance of Malaysian IPOs and Impact of Return Determinants. *Journal of Business Studies Quarterly*. Vol.4 NO.2 Pp 140-158. ISSN 2152-1034.