

**ANALISIS FAKTOR- FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
UNDERPRICING SAHAM PADA PENAWARAN SAHAM
PERDANA DI BURSA EFEK INDONESIA DENGAN KINERJA
KEUANGAN SEBAGAI VARIABEL *MODERATING***

Khoirul Umam
khumam.id@gmail.com
Universitas Islam Sultan Agung
Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis

ABSTRACT

This study aims to analyze the ability of financial performance in moderating the influence of factors that influence underpricing on the level of underpricing. The development of initial public offering today still faces problems in terms of underpricing. The underpricing condition is detrimental to the company that goes public because the funds obtained by the company from the public are not maximum so the company owner wants to minimize the underpricing situation. The population used is the company that made an initial public offering on the Indonesia Stock Exchange in 2016 to 2019. The sampling technique uses the purpose sampling method. The analytical technique used is moderated regression analysis. The results of the study prove (1) underwriter reputation and institutional ownership have no significant effect on the level of underpricing, (2) company size and sharia compliance have a significant negative effect on the level of underpricing, (3) financial performance can not moderate the influence of underwriter reputation, company size, institutional ownership, and sharia compliance with the level of underpricing. This study concludes that financial performance is not able to be a solution to moderate the influence of the factors that influence underpricing to reduce the level of underpricing.

Keywords: Underpricing, Underwriter, Company Size, Institutional Ownership, Syariah Compliance, Financial Performance, Profitability, Return on Asset s.

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Perusahaan membutuhkan tambahan dana untuk mengembangkan usahanya. Sumber pendanaan dapat diperoleh dari internal seperti laba ditahan maupun eksternal seperti penerbitan surat utang atau obligasi,

pinjaman kredit pada kreditor, dan penerbitan saham baru.

Penawaran saham baru ini dikenal dengan nama Penawaran Saham Perdana atau *Initial Public Offering* (IPO). Melalui Penawaran Saham Perdana, perusahaan

akan mendapatkan dana sebagai modal dari masyarakat/ publik. Penawaran Umum, menurut Menurut Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UU No. 8 Tahun 1995) adalah kegiatan penawaran Efek yang dilakukan oleh Emiten untuk menjual Efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur dalam undang-undang ini dan peraturan pelaksanaannya. Perusahaan yang melakukan IPO sering disebut sedang perusahaan "Go Public".

Perusahaan tentunya memiliki alasan memilih pendanaan dengan melakukan penerbitan saham baru. Menurut (Rock, 1986) dalam Cahyanda (2009), ada dua alasan pokok mengapa perusahaan melakukan Penawaran Saham Perdana. Pertama adalah perusahaan tidak mempunyai alternatif sumber dana yang lain untuk membiayai proyek-proyek investasi. Kedua, pemegang saham pendiri perusahaan ingin melakukan diversifikasi atas portofolio.

Pasar modal terbagi atas dua yaitu pasar perdana dan pasar sekunder. Penawaran Saham Perdana dilakukan pada pasar perdana yaitu tempat perusahaan untuk pertama kalinya menawarkan saham atau obligasi ke masyarakat umum. Selanjutnya saham diperdagangkan pada pasar sekunder yaitu tempat transaksi jual beli efek antar investor dan harga dibentuk oleh investor melalui perantara efek (Samsul, 2006:43) dalam Cahyanda (2009).

Pada saat kegiatan penawaran saham perdana, seringkali timbul masalah terjadinya fenomena *underpricing*. Menurut Kim, Krinsky dan Lee (1995) seperti dikutip Handayani (2008) apabila penentuan harga saham pada saat IPO

secara signifikan lebih rendah dibandingkan dengan harga yang terjadi di pasar sekunder di hari pertama, maka terjadi *underpricing*.

Beatty (1989) dalam Handayani (2008) mengatakan bahwa kondisi *underpricing* merugikan perusahaan yang melakukan *go public* karena dana yang diperoleh perusahaan dari publik tidak maksimum. Oleh sebab itu pemilik perusahaan menginginkan agar meminimalisasikan situasi *underpricing*.

Tabel berikut merupakan fenomena *underpricing* yang terjadi pada IPO di BEI pada tahun 2016 sampai dengan tahun 2019

**Tabel Fenomena *Underpricing*
Tahun 2016 – 2019**

No.	Tahun IPO	Total	<i>Overpricing</i>	Wajar	<i>Underpricing</i>	Persentase
1.	2016	16	1		15	94%
2.	2017	35	4		31	89%
3.	2018	55	3	2	50	91%
4.	2019	55	9	13	33	60%
Total		161			129	83%

Sumber : Data Sekunder yang diolah, 2020

. Jumlah saham yang mengalami *underpricing* saat IPO di BEI Tahun 2016 sampai 2019 masih cukup besar yaitu rata-rata 83% atau sejumlah 121 saham dari 161 saham.

**Tabel Sampel *Underpricing*
Tahun 2016 – 2019**

No.	Kode	Emiten	Tanggal Pencatatan	Open Price	Close Price	Under-pricing	Persen-tase
1	ARTO	Bank Artos Indonesia Tbk	12/01/2016	132	173	41	31%
2	MINA	PT Bank Tabungan Pensiunan Nasional Syariah Tbk	8/05/17	675	1460	785	116%
3	HELL	PT Jaya Trishindo Tbk	27/03/18	110	187	77	70%
4	UCID	PT Uni-Charm Indonesia Tbk	20/12/19	1600	1770	170	11%

Sumber : Data Sekunder yang diolah, 2020

Hal-hal yang menyebabkan terjadinya perbedaan harga saham sehingga terjadi *underpricing* ini menarik untuk diteliti.

Fenomena *underpricing* timbul karena adanya asimetri informasi sehingga menimbulkan ketidakpastian yang menghasilkan risiko bagi *underwriter* (penjamin emisi saham) dan emiten (perusahaan yang melakukan IPO) karena berhubungan dengan nilai instrinsik perusahaan. Informasi mengenai kondisi kinerja perusahaan emiten dan prospek di masa depan digunakan oleh investor (Rizqi dan Harto, 2013).

Emiten menerbitkan prospektus perusahaan untuk mengurangi adanya asimetri informasi. Prospektus adalah setiap informasi tertulis sehubungan dengan Penawaran Umum dengan tujuan agar Pihak lain membeli Efek. Informasi yang tercantum dalam prospektus terdiri dari informasi yang sifatnya keuangan dan non keuangan. Menurut Kim, Krinsky and Lee (1995) dalam handayani (2008), dalam membuat keputusan yang rasional mengenai risiko nilai saham sesungguhnya yang ditawarkan emiten, investor dibantu informasi yang dimuat dalam prospectus.

Perusahaan menginginkan pendanaan melalui penerbitan saham baru namun berusaha berusaha menghindari atau

meminimalisasi terjadinya *underpricing* sehingga dana yang diperoleh dapat optimal.

Kinerja keuangan perusahaan dapat diproyeksikan dengan rasio profitabilitas. Profitabilitas perusahaan dapat diukur dengan *Return On Asset* (ROA). ROA mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba dengan aset yang dimilikinya. Rasio ini dapat dijadikan pertimbangan apakah emiten dalam operasinya nanti dapat memperoleh laba. Kemampuan emiten yang tinggi untuk menghasilkan laba atas asetnya maka akan terlihat bahwa risiko yang akan dihadapi investor akan kecil. Hal ini berarti bahwa perusahaan dapat memanfaatkan seluruh asetnya dalam memperoleh laba sehingga tingkat *underpricing* yang diharapkan akan rendah (Handayani, 2008). Setiawan (2015) mengatakan bahwa semakin tinggi nilai ROA, akan mengurangi ketidakpastian penawaran saham perdana sehingga dapat mengurangi tingkat *underpricing*. Sedangkan Ghozali dan Mudrik (2002) dalam Tifani (2011) mengatakan bahwa ROA berpengaruh signifikan negatif terhadap *underpricing*.

Tifani (2011) meneliti 50 perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana pada BEI selama periode 2005 sampai 2009 yang mengalami *underpricing*. Hasilnya menunjukkan bahwa ROA berpengaruh negatif signifikan terhadap *underpricing*. Hasil sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yasin (2018).

Kinerja keuangan perusahaan yang baik dicoba menjadi solusi yang ditawarkan bagi perusahaan yang akan melakukan penawaran saham perdana. Kinerja

keuangan sebagai solusi pada penelitian ini menghubungkan antara *underpricing* dengan faktor-faktor yang mempengaruhinya pada penelitian sebelumnya yaitu reputasi *underwriter*, ukuran perusahaan, kepemilikan institusional, dan syariah *compliance*.

Penelitian-penelitian sebelumnya menunjukkan pengaruh positif signifikan antara faktor-faktor tersebut dengan profitabilitas. Menurut Rifat, dkk (2014) ada pengaruh yang signifikan antara ukuran perusahaan terhadap profitabilitas secara parsial. Kepemilikan institusional, menurut Nurkhin, dkk (2017) berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas. Adanya kesenjangan antara pihak prinsipal dan agen karena adanya benturan kepentingan dapat dikurangi dengan adanya pemilik saham institusi. Alsharari dan Alhmoud (2019) menemukan pengungkapan syariah berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas perusahaan.

Penelitian sebelumnya menunjukkan keempat faktor tersebut berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

Underwriter yang berperan menjembatani kepentingan emiten dan investor berpengaruh terhadap tinggi rendahnya tingkat *underpricing*. Carter dan Manaster (1990), Kim dkk. (1993) dalam Indriartono (1998) menyatakan bahwa untuk mengurangi ketidakpastian yang tidak terungkap pada prospektus, emiten dapat menggunakan *underwriter* yang berkualitas. Hal ini sekaligus menunjukkan informasi prospek emiten di masa mendatang tidak menyesatkan. Sebaliknya, penelitian Setiawan (2015) menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* tidak

berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*.

Menurut Hidayat (2018) informasi perusahaan yang tersedia banyak berpengaruh pada persepsi investor. Skala perusahaan yang semakin besar maka akan lebih dikenal oleh masyarakat karena informasi perusahaan tersedia lebih banyak. Ardiansyah (2004) menyatakan bahwa masyarakat/ investor yang memperoleh informasi perusahaan yang banyak maka tingkat ketidakpastian yang dihadapinya semakin kecil. Penelitian Setiawan (2015) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *underpricing*. Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Indriartono (1998), Handayani (2008), dan Cahyanda (2013) yang menyatakan bahwa antara ukuran perusahaan dengan *underpricing* tidak ada pengaruh yang signifikan.

Struktur kepemilikan perusahaan akan mempengaruhi keputusan yang akan diambil perusahaan. Darmadi dan Gunawan (2012) menemukan bahwa tingkat *underpricing* berhubungan negatif signifikan dengan kepemilikan institusional. Sebaliknya, penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2015) menunjukkan tidak ada pengaruh yang signifikan antara kepemilikan institusional dengan *underpricing*.

Penelitian terkait syariah *compliance* dengan *underpricing* masih sangat terbatas. Alqahtani and Boulanuoar (2017) menemukan bahwa syariah *compliance* secara signifikan mengurangi *underpricing* pada IPO di Saudi Arabia.

Berdasarkan uraian fenomena *underpricing* dan *research gap* penelitian diatas, maka dilakukan penelitian ini dengan mengambil judul “**Analisis Faktor- Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham pada Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Indonesia dengan Kinerja Keuangan sebagai Variabel Moderating**”.

Rumusan Masalah

Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Bagaimana pengaruh reputasi *underwriter* terhadap tingkat *underpricing* ?
2. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan terhadap tingkat *underpricing* ?
3. Bagaimana pengaruh kepemilikan institusional terhadap tingkat *underpricing* ?
4. Bagaimana pengaruh syariah *compliance* terhadap tingkat *underpricing* ?
5. Bagaimana pengaruh kinerja keuangan dalam memoderasi pengaruh reputasi *underwriter* terhadap tingkat *underpricing* ?
6. Bagaimana pengaruh kinerja keuangan dalam memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap tingkat *underpricing* ?
7. Bagaimana pengaruh kinerja keuangan dalam memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap tingkat *underpricing* ?
8. Bagaimana pengaruh kinerja keuangan dalam memoderasi pengaruh syariah *compliance* terhadap tingkat *underpricing* ?

Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian adalah sebagai berikut:

1. Menguji pengaruh reputasi *underwriter* terhadap tingkat *underpricing*;
2. Menguji pengaruh ukuran perusahaan terhadap tingkat *underpricing*;
3. Menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap tingkat *underpricing*;
4. Menguji pengaruh syariah *compliance* terhadap tingkat *underpricing*;
5. Menguji pengaruh kinerja keuangan dalam memoderasi pengaruh reputasi *underwriter* terhadap tingkat *underpricing*;
6. Menguji pengaruh kinerja keuangan dalam memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap tingkat *underpricing*;
7. Menguji pengaruh kinerja keuangan dalam memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap tingkat *underpricing*;
8. Menguji pengaruh kinerja keuangan dalam memoderasi pengaruh syariah *compliance* terhadap tingkat *underpricing*.

KAJIAN PUSTAKA

Initial Public Offering

Menurut Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 tentang

Pasar Modal, Penawaran Saham Perdana atau *Initial Public Offering* (IPO) adalah kegiatan penawaran Efek yang dilakukan oleh Emiten untuk menjual Efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur dalam Undang-Undang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya.

Underpricing

Fenomena *underpricing*, menurut Gautama (2015) merupakan peristiwa dimana pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder, harga saham perusahaan melonjak. *Underpricing* sering dikaitkan dengan *initial return* yaitu selisih antara harga perdana suatu saham dengan harga pada saat di pasar sekunder yang merupakan keuntungan yang diterima oleh investor. Sedangkan harga saham yang terjadi di pasar sekunder merupakan hasil mekanisme pasar yaitu hasil dari mekanisme penawaran dan permintaan.

Teori Asimetri Informasi

Teori asimetri menjelaskan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan (Yasin, 2018). Pihak *underwriter* dapat memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan dengan emiten dan investor. Pihak manajer juga dapat memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan dengan investor.

Astuti (2014) mengungkapkan Model Baron (1982) berkaitan dengan asimetri informasi yang menjelaskan perbedaan informasi yang dimiliki oleh pihak – pihak yang terlibat dalam penawaran perdana yaitu emiten, masyarakat pemodal dan penjamin emisi atau *underwriter*. Informasi tentang pasar

diketahui lebih lengkap oleh *underwriter* daripada emiten. Selain itu, kondisi emiten diketahui lebih lengkap oleh *underwriter* dibandingkan dengan calon investor. Risiko yang dihadapi oleh investor semakin besar jika asimetri informasi yang terjadi semakin besar. Hal ini berarti semakin tinggi *initial return* yang diharapkan dari harga saham atau akibatnya meningkatkan tingkat *underpricing*.

Teori Signaling

Menurut Kim (1999) Astuti (2014), *Signal* yang baik harus dapat memenuhi 2 (dua) persyaratan, yaitu :

1. *Signal* dapat ditangkap oleh investor sehingga biaya tidak sia-sia.
2. *Signal* tersebut sulit untuk ditiru oleh perusahaan yang berkualitas rendah. Tingkat ketidakpastian yang dihadapi oleh investor dapat dikurangi dengan penggunaan *signal* positif secara efektif oleh emiten dan penjamin emisi sehingga investor dapat membedakan kualitas perusahaan.

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Underpricing*

Reputasi *Underwriter*

Menurut Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, *underwriter* atau Penjamin Emisi adalah pihak yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum perdana begi kepentingan emiten dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang terjual.

Carter dan Manaster (1990 dalam Cahyanda (2013) menyatakan bahwa penjamin emisi yang berkualitas akan mengurangi tingkat ketidakpastian yang

tidak dapat diungkapkan oleh informasi yang terdapat dalam prospektus. Hal tersebut menunjukkan sinyal bahwa prospek perusahaan di masa datang tidak menyedapkan. Penjamin emisi bereputasi tinggi berani menetapkan harga saham yang tinggi sebagai konsekuensi dari kualitas penjaminannya. Sebaliknya penjamin emisi yang belum bereputasi cenderung menetapkan harga relatif rendah untuk menghindari risiko tidak terjualnya saham.

Ukuran Perusahaan

Menurut Hidayat (2018) informasi perusahaan yang tersedia banyak berpengaruh pada persepsi investor. Skala perusahaan yang semakin besar maka akan lebih dikenal oleh masyarakat karena informasi perusahaan tersedia lebih banyak. Ardiansyah (2004) menyatakan bahwa masyarakat/ investor yang memperoleh informasi perusahaan yang banyak maka tingkat ketidakpastian yang dihadapinya semakin kecil.

Yakub dan Sherif (2019) menghitung ukuran perusahaan menggunakan kapitalisasi pasar pada tanggal IPO dengan cara jumlah saham total dikalikan dengan harga penawaran IPO. Handayani (2008) dan Yasin

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi, dan kepemilikan institusi lain (Tarjo, 2008) dalam Lestari (2017). Putri dan Nasir (2006) juga menjelaskan bahwa kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pemerintah,

institusi berbadan hukum, institusi keuangan, dana perwalian, insititusi luar negeri serta institusi lainnya.

Jensen dan Meckling (1976) dikutip Lestari (2017) mengatakan bahwa konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimalisasi melalui kepemilikan institusional. Keputusan yang diambil manajer dapat dimonitoring secara efektif oleh investor institusional sehingga tindakan manipulasi laba tidak mudah dilakukan. Darmadi dan Gunawan (2013) menyatakan bahwa asimetri informasi antara emiten dan calon investor baru dapat dikurangi melalui kehadiran investor institusional.

Syariah Compliance

Syariah *compliance* adalah pemenuhan ketentuan syariah sesuai ketentuan yang berlaku. Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merupakan indikator dari kinerja pasar saham syariah Indonesia. Konstituen ISSI adalah seluruh saham syariah yang tercatat di BEI dan masuk ke dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang diterbitkan oleh OJK.

Saham syariah dapat diperoleh dari 2 (dua) hal sebagai berikut:

1. Saham diterbitkan oleh perusahaan yang menyatakan dalam anggaran dasarnya, melakukan kegiatan yang berdasarkan pada prinsip syariah Islam.
2. Saham yang tidak menyatakan kegiatan usahanya berdasarkan prinsip syariah Islam namun sahamnya memenuhi kriteria sebagai saham syariah yaitu:
 - a. Kegiatan usaha utama perusahaan tidak bertentangan dengan prinsip syariah.

- b. Harus memenuhi rasio keuangan yang telah ditetapkan. Rasio antara total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45 persen dan rasio antara total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal dibandingkan dengan total pendapatan tidak lebih dari 10 persen.

Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan adalah gambaran kondisi keuangan menyangkut aspek penghimpunan dana penyaluran dana perusahaan pada periode tertentu yang biasanya diukur dengan indikator kecukupan modal, profitabilitas, dan likuiditas (Jumingan, 2006:239).

Return on Asset (ROA) merupakan salah satu rasio profitabilitas. Menurut (Ang, 1997) dalam Handayani (2008) ROA digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan cara memanfaatkan aktivitya. Ghozali (2002) dalam Handayani (2008) menyatakan bahwa semakin tinggi nilai ROA menunjukkan bahwa semakin tinggi pula laba yang dihasilkan pada masa depan dimana laba merupakan bahan pertimbangan penting bagi calon. Profitabilitas yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian bagi investor sehingga akan menurunkan tingkat *underpricing*. Yasa (2008) dalam Astuti (2014) mengungkapkan bahwa sebelum menentukan investasinya, calon investor akan mempertimbangkan rasio profitabilitas untuk mengurangi ketidakpastian sehingga hal ini bisa berdampak pada menurunnya tingkat *underpricing*.

Pengaruh Antar Variabel

Berdasarkan hipotesis yang dibangun, kinerja keuangan berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Kinerja keuangan diukur dengan rasio profitabilitas yang dalam penelitian ini diproyeksikan dengan ROA. Berdasarkan penelitian sebelumnya, profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

Tifani (2011) meneliti 50 perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana pada BEI selama periode 2005 sampai 2009 yang mengalami *underpricing*. Hasilnya menunjukkan bahwa ROA berpengaruh negatif signifikan terhadap *underpricing*. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yasin (2018). Hasil penelitian Reaningsih (2013) menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan antara tingkat profitabilitas dengan tingkat *underpricing* saham perdana, perusahaan emiten dapat mempertimbangkan aspek profitabilitas sebagai variabel yang dapat mengurangi tingkat *underpricing*.

Yasa (2008) dalam Astuti (2014) mengungkapkan bahwa sebelum menentukan investasinya, calon investor akan mempertimbangkan rasio profitabilitas untuk mengurangi ketidakpastian sehingga hal ini bisa berdampak pada menurunnya tingkat *underpricing*.

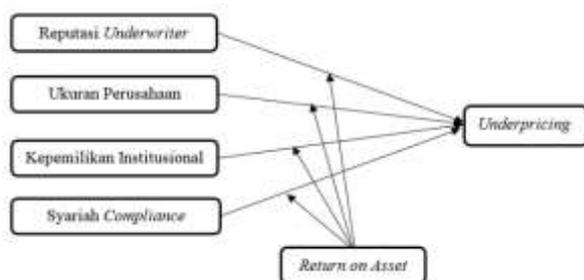
Ghozali (2002) dalam Handayani (2008) menyatakan bahwa semakin tinggi nilai ROA menunjukkan bahwa semakin tinggi pula laba yang dihasilkan pada masa depan dimana laba merupakan bahan pertimbangan penting bagi calon. Profitabilitas yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian bagi investor sehingga akan menurunkan tingkat *underpricing*.

Profitabilitas dinilai dapat menjembatani pengaruh reputasi

underwriter, ukuran perusahaan, kepemilikan institusional, dan syariah *compliance* terhadap *underpricing*.

Rifat, dkk (2014) menemukan ada pengaruh yang signifikan antara ukuran perusahaan terhadap profitabilitas secara parsial, artinya bahwa semakin besar nilai ukuran perusahaan dapat menjelaskan dan memprediksi peningkatan profitabilitas. Nurkhin, dkk (2017) mengatakan kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas. Perilaku variabel kepemilikan institusional menunjukkan pengaruh terhadap profitabilitas sesuai dengan pandangan teori keagenan dimana adanya benturan kepentingan pihak prinsipal (pemilik modal) dan agen (manager) yang menyebabkan adanya *agency cost*. Konflik keagenan ini dapat diatasi oleh fungsi pengawasan oleh pemilik saham institusional. Selanjutnya Alsharari dan Alhmod (2019) menemukan pengungkapan syariah berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas perusahaan yang mematuhi syariah di Yordania.

Model Empirik



Gambar Model Empirik

Hipotesis

- H₁ : Reputasi *underwriter* berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*;
- H₂ : Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*;
- H₃ : Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*;
- H₄ : Syariah *compliance* berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*;
- H₅ : Kinerja keuangan mampu memoderasi pengaruh reputasi *underwriter* terhadap tingkat *underpricing*;
- H₆ : Kinerja keuangan mampu memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap tingkat *underpricing*;
- H₇ : Kinerja keuangan mampu memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap tingkat *underpricing*;
- H₈ : Kinerja keuangan mampu memoderasi pengaruh syariah *compliance* terhadap tingkat *underpricing*.

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian penjelasan (*explanatory research*) dengan pendekatan kuantitatif. Metode pengumpulan data adalah metode dokumentasi. Populasi yang digunakan adalah perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana (IPO) di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2016 sampai dengan tahun 2019. Sampel penelitian ditentukan berdasarkan *purpose sampling* dengan kriteria yaitu perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana di Bursa Efek Indonesia tahun 2016-2019,

saham mengalami *underpricing*, tersedianya prospektus, dan tersedia data harga saham saat IPO.

(2015) Hidayat (2018), dan Yasin (2018).

Definisi Operasional Variabel

Tabel Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi	Pengukuran Variabel	Satuan
1.	Dependen: Tingkat <i>Underpricing</i> (UND)	Selisih harga Saham pada penawaran saham perdana dengan harga Saham di pasar sekunder	$UND = ((CP - OP) / OP) \times 100\%$ CP adalah <i>Close Price</i> OP adalah <i>Open Price</i>	Persentase
2.	Independen: Reputasi <i>Underwriter</i> (UNW)	Tingkat reputasi yang dimiliki oleh <i>underwriter</i>	Diukur dengan memberi nilai 1 untuk penjamin emisi yang masuk dalam peringkat 10 besar <i>underwriter</i> berdasarkan total frekuensi melakukan penjaminan emisi dalam tahun 2016-2019 dan nilai 0 untuk penjamin emisi yang tidak masuk dalam peringkat 10 besar.	Nominal
3.	Ukuran Perusahaan (SIZE)	Ukuran perusahaan berdasarkan aset yang dimiliki	Total aset perusahaan	Nominal
4.	Kepemilikan Instusional (INS)	Saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga	Saham Institusi / saham yang beredar	Rasio
5.	Syariah Compliance (SYA)	Pemenuhan ketetapan syariah sesuai ketentuan yang berlaku.	1. Memenuhi syarat: a. Jenis usaha tidak termasuk dalam usaha yang dilarang dalam prinsip syariah. b. Utang berbasis bunga dibanding total aset < 45%. c. Pendapatan bunga dan sumber tidak halal lainnya dibanding total revenue < 10%. 2. Diumumkan sebagai saham ISSI sebelum IPO. Jika memenuhi dua syarat ini maka nilai = 1 ; jika tidak maka nilai = 0.	Nominal
6.	Moderating Return on Asset (ROA)	Rasio profitabilitas yang dapat mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aktiva yang dipasokan	$Net\ Income\ After\ Tax / Total\ Aset$	Rasio

Sumber : Indriartoro (1998), Handayani (2008), Tifani (2011), Setiawan

Metode Analisis Data

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif bertujuan untuk mendeskripsikan data menjadi sebuah informasi yang lebih jelas dan mudah dipahami. Analisis ini menunjukkan seberapa besar rata-rata, nilai minimum dan maksimum, dan standar deviasi dari variabel-variabel terkait.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas data dilakukan untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas data dalam penelitian ini menggunakan Uji Normal Probability Plot (P-Plot). Untuk mendeteksi kenormalan nilai menurut Ghazali (2001), pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik dari residualnya. Jika titik-titik atau data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.

Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dilakukan untuk mengetahui apakah antara variabel itu saling berkorelasi. Menurut Ghazali (2001) untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinieritas didalam model regresi, dapat menggunakan cara dengan menganalisis matrik korelasi variabel-

variabel bebas. Jika antar variabel bebas ada korelasi yang cukup tinggi (diatas 0,80) maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinearitas.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terjadi heterogenitas varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah tidak terjadi heteroskedastisitas.

Untuk mendeteksi gejala heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan residualnya (SRESID), yaitu dengan deteksi ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara SRESID dan ZPRED.

Moderated Regression Analysis

Analisis ini secara matematis ditulis dengan persamaan sebagai berikut :

$$Y = c + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_1 X_5 + \beta_6 X_2 X_5 + \beta_7 X_3 X_5 + \beta_8 X_4 X_5 + e$$

Keterangan:

Y : Tingkat *underpricing* (UND)

a : Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_8$: Koefisien regresi

X₁ : reputasi *underwriter* (UNW)

X₂ : ukuran perusahaan (SIZE)

HASIL DAN PEMBAHASAN

X₃ : kepemilikan institusional (INS)
 X₄ : syariah *compliance* (SYA)
 X₅ : *return on asset* (ROA)
 X_n X₅ : Interaksi variabel independen dengan variabel moderasi
 e : *error term*

Pengujian Hipotesis

Uji Parsial (Uji t Statistik)

Uji t pada dasarnya menunjukkan apakah ada pengaruh yang nyata secara parsial antara variabel terikat (Y) oleh variabel bebas (X). Pengambilan keputusan dilakukan dengan cara membandingkan nilai probabilitas (Sig.) dengan besarnya nilai alpha yaitu 0,05. H₀ diterima dan H₁ ditolak, apabila probabilitas > 0,05. H₀ ditolak dan H₁ diterima, apabila probabilitas < 0,05.

Uji Simultan (Uji F Statistik)

Uji F digunakan untuk menguji pengaruh dari seluruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat. Pengambilan keputusan dilakukan dengan cara membandingkan nilai probabilitas (Sig) dengan besarnya nilai alpha (α) yaitu 0,05. Jika signifikansi nilai $F > \alpha$, maka H₀ diterima dan H₁ ditolak. Jika signifikansi nilai $F < \alpha$, maka H₀ ditolak H₁ diterima.

Tabel Hasil Statistik Deskriptif

N	Min	Max	Sum	Mean	Median	Std. Deviation
---	-----	-----	-----	------	--------	-------------------

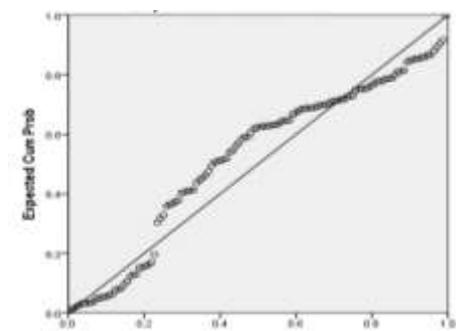
UND	126	.45	116.3	6025.56	47.8219	50.0000	24.62999
			0				
UNW	126	0	1	84	.67	1.00	.473
SIZE	126	9.64	13.19	1463.05	11.6115	11.6174	.63268
INS	126	.0000	99.99	2254.58	17.8935	0.00	32.70956
SYA	126	0	1	80	.63	1.00	.483
ROA	126	-.1021	.6127	5.9576	.047283	0.02406	.0845963
Valid	126						

Sumber : Data Sekunder yang diolah menggunakan SPSS 24, 2020

Hasil Uji Asumsi Klasik Uji Normalitas

Hasil uji normalitas menunjukkan bahwa titik-titik atau data berada di dekat atau mengikuti garis diagonalnya maka dapat disimpulkan bahwa model memiliki nilai residual yang terdistribusi normal.

Gambar Hasil Uji Normalitas



Sumber : Output hasil uji normalitas, 2020

Uji Multikolinearitas

Hasil analisis interkorelasi antara variabel bebas yang ditandai dengan nilai koefisien korelasi pearson. Dalam hal ini

dapat dilihat pada persilangan antar variabel bebas. Hasil korelasi antara semua variabel bebas kurang dari 0,8 maka gejala multikolinearitas tidak terdeteksi.

Tabel Hasil Uji Multikolinearitas

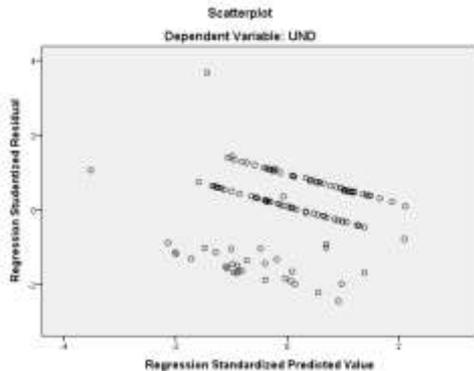
	UND	UNW	SIZE	INS	SYA	ROA
UND	.	.287	.006	.413	.001	.012
UNW	.287	.	.210	.420	.302	.379
SIZE	.006	.210	.	.462	.102	.097
INS	.413	.420	.462	.	.313	.069
SYA	.001	.302	.102	.313	.	.135
ROA	.012	.379	.097	.069	.135	.

Sumber: Output hasil uji multikolinearitas, 2020

Uji Heteroskedastisitas

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas, dapat dilihat titik terpencar dan tidak membentuk suatu pola tertentu. Oleh karena itu dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas pada model analisis penelitian ini.

Gambar Hasil Uji Heteroskedastisitas



Sumber : Hasil output uji heteroskedastisitas, 2020

Hasil Pengujian *Moderated Regression Analysis*

Tabel Hasil Uji Regresi

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
	B	Std. Error			
(Constant)	143.305	39.392		3.638	.000
UNW X ₁	-1.249	5.667	-.024	-.220	.826
SIZE X ₂	-7.472	3.394	-.192	-2.201	.030
INS X ₃	.054	.076	.071	.705	.482
SYA X ₄	-11.490	4.964	-.225	-2.315	.022
UNWxROA X ₁ X ₅	-56.139	81.495	-.190	-.689	.492
SIZExROA X ₂ X ₅	4.227	7.788	.169	.543	.588
INSxROA X ₃ X ₅	-.526	.683	-.094	-.769	.443
SYAxROA X ₄ X ₅	-42.063	57.803	-.131	-.728	.468

Sumber : *Output* hasil estimasi koefisien regresi, 2020

Dari hasil regresi tersebut dapat dibentuk model persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$Y = 143,305 - 1,249X_1 - 7,472X_2 + 0,054X_3 - 11,49X_4 - 56,139X_1X_5 + 4,27X_2X_5 - 0,526X_3X_5 - 42,063X_4X_5$$

Hasil Pengujian Hipotesis

Uji Parsial (Uji t Statistik)

Berikut pembahasan uji t untuk masing-masing variabel berdasarkan Tabel Hasil Uji Regresi.

1. **Hipotesis pertama (H₁) ditolak**, terbukti sig t = 0.826 > 0,05 artinya reputasi *underwriter* tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*.
2. **Hipotesis kedua (H₂) diterima**, terbukti sig t = 0.030 < 0,05 artinya

ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing* sehingga dapat dikatakan semakin tinggi ukuran perusahaan akan semakin turun tingkat *underpricing*.

3. **Hipotesis ketiga (H₃) ditolak**, terbukti sig $t = 0,482 > 0,05$ artinya kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*.
4. **Hipotesis keempat (H₄) diterima**, terbukti sig $t = 0,022 < 0,05$ artinya syariah *compliance* berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing* sehingga dapat dikatakan semakin tinggi syariah *compliance* akan semakin turun tingkat *underpricing*.
5. **Hipotesis kelima (H₅) ditolak**, terbukti sig $t = 0,492 > 0,05$ artinya kinerja keuangan tidak mampu memoderasi pengaruh reputasi *underwriter* terhadap tingkat *underpricing*.
6. **Hipotesis keenam (H₆) ditolak**, terbukti sig. $t = 0,588 > 0,05$ artinya kinerja keuangan tidak mampu memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap tingkat *underpricing*.
7. **Hipotesis ketujuh (H₇) ditolak**, terbukti sig. $t = 0,443 > 0,05$ artinya kinerja keuangan tidak mampu memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap tingkat *underpricing*.
8. **Hipotesis kedelapan (H₈) ditolak**, terbukti sig. $t = 0,468 > 0,05$ artinya kinerja keuangan tidak mampu memoderasi pengaruh syariah *compliance* terhadap tingkat *underpricing*.

Uji Simultan (Uji F Statistik)

Dari hasil uji ANOVA, didapat F-hitung sebesar 2,699 dengan tingkat signifikansi (sig) 0,009. Hal ini berarti model regresi yang digunakan layak (fit) terbukti sig. $F < \alpha$ yaitu $0,009 < 0,05$. Model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *underpricing*.

Koefisien Determinasi

Hasil koefisien determinasi nilai R Square dalam tabel 4.4 sebesar 0,171. Hal ini berarti bahwa tingkat *underpricing* mampu dijelaskan oleh reputasi *underwriter*, ukuran perusahaan, kepemilikan institusional, dan syariah *compliance* serta interaksi ROA dengan reputasi *underwriter*, ukuran perusahaan, kepemilikan institusional, dan syariah *compliance* sebesar 0,156 atau 15,6% sedangkan sisanya sebesar 84,4% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian ini.

Pembahasan

Pengaruh *Underwriter* Terhadap *Underpricing*

Hasil dari pengujian hipotesis pertama (H₁) yang dilakukan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh tidak signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Wahyusari (2013), Setiawan (2015), dan Yasin (2018). Hasil sebaliknya ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Puspita (2011) Cahyanda (2013) dan Risqi dan Harto

(2013) yaitu reputasi *underwriter* berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

Hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa pada umumnya reputasi *underwriter* pada sampel ini adalah baik yaitu sejumlah 68% atau 84 dari dari 126 emiten berdasarkan kriteria dalam penelitian ini. Reputasi *underwriter* diukur dengan memberi nilai 1 untuk penjamin emisi yang masuk dalam peringkat 10 besar *underwriter* berdasarkan total frekuensi melakukan penjaminan emisi dalam tahun 2016-2019 dan nilai 0 untuk penjamin emisi yang tidak masuk dalam peringkat 10 besar.

Pengaruh tidak signifikan pada penelitian ini diduga disebabkan oleh beberapa hal. Pertama, rentang waktu yang digunakan pada indikator sangat terbatas yaitu hanya empat tahun sehingga kurang mencerminkan reputasi *underwriter*. Sebagai contoh perusahaan sampel pada tahun 2016 tentunya akan memperhatikan reputasi *underwriter* pada tahun-tahun sebelumnya yang tidak diperhitungkan pada penelitian ini. Oleh sebab itu, perlu diperhatikan rekam jejak *underwriter* sejak sebelum periode penelitian agar reputasi *underwriter* lebih representatif. Kedua, *underwriter* yang terafiliasi dengan emiten diperhitungkan pada indikator reputasi *underwriter*. Pada penelitian ini terdapat *underwriter* yang memiliki hubungan afiliasi atau adanya hubungan lain yang bersifat material dengan emiten. Hubungan afiliasi ini diungkap pada prospektus perusahaan sebagai kewajiban yang harus dilakukan pada saat penawaran saham perdana. Calon investor akan melihat *underwriter* terafiliasi mempunyai kepentingan dengan emiten sehingga mengurangi kepercayaan terhadap

prospektus. Hal ini berbeda dengan *underwriter* independen yang akan berusaha menjaga kepentingan emiten dan investor.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap *Underpricing*

Hasil dari pengujian hipotesis kedua (H_2) yang dilakukan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat *underpricing* sehingga dapat dikatakan semakin tinggi ukuran perusahaan maka tingkat *underpricing* akan semakin turun. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2015), Yasin (2018), dan Yaakub and Sherif (2019). Hasil sebaliknya ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Indriantoro (1998), Handayani (2008), Cahyanda (2013) dimana ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*.

Perusahaan yang berskala besar umumnya lebih dikenal oleh masyarakat daripada perusahaan yang berskala kecil sehingga informasi mengenai perusahaan besar lebih banyak dibandingkan perusahaan yang berukuran kecil. Jika informasi yang ada di tangan investor banyak, maka tingkat asimetri informasi akan semakin kecil.

Berdasarkan Teori Asimetri Informasi Model Baron (1982) dalam Astuti (2014) menjelaskan bahwa Penjamin emisi memiliki informasi tentang pasar yang lebih lengkap daripada emiten, sedangkan terhadap calon investor, penjamin emisi memiliki informasi yang lebih lengkap tentang kondisi emiten. Semakin besar asimetri informasi yang terjadi maka semakin besar risiko yang dihadapi oleh investor, dan semakin tinggi

initial return (underpricing) yang diharapkan dari harga saham.

Selanjutnya ukuran perusahaan yang semakin besar digunakan oleh emiten dan *underwriter* untuk memberikan sinyal positif yang ditangkap oleh investor. Hal ini memenuhi Teori *Signaling* oleh Kim (1999) bahwa *signal* yang baik atau positif harus memenuhi 2 (dua) syarat yaitu *signal* harus dapat ditangkap oleh investor dan sulit untuk dapat ditiru oleh perusahaan yang berkualitas rendah. Untuk menghasilkan ukuran perusahaan (aset) yang besar merupakan tantangan yang besar sehingga aset perusahaan sulit ditiru perusahaan lainnya. Teori ini menjelaskan bahwa penggunaan signal positif secara efektif oleh emiten dan *underwriter* dapat mengurangi tingkat ketidakpastian yang dihadapi oleh investor, sehingga investor dapat membedakan kualitas dari perusahaan yang baik dan buruk.

Berdasarkan kedua teori tersebut, semakin besar ukuran perusahaan dapat mengurangi tingkat ketidakpastian investor akan masa depan. Investor dapat mengambil keputusan lebih tepat jika memiliki informasi yang banyak dan mendapatkan *signal* yang positif. Keputusan yang tepat ini semakin mengurangi tingkat *underpricing*. Oleh sebab itu, pengaruh ukuran perusahaan negatif yaitu semakin besar ukuran perusahaan yang diproyeksikan dengan nilai aset perusahaan maka tingkat *underpricing* semakin menurun.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap *Underpricing*

Hasil dari pengujian hipotesis ketiga (H_3) yang dilakukan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak

berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Ternyata Pengaruh yang ditimbulkan adalah positif artinya pengaruh kepemilikan institusional berbanding lurus dengan tingkat *underpricing*. Hal ini berbanding terbalik dengan landasan teori dan hasil penelitian terdahulu yang diangkat pada penelitian ini dimana kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap tingkat *underpricing*.

Pengaruh tidak signifikan pada penelitian ini disebabkan oleh kepemilikan institusional pada sampel pada umumnya bukan pemegang saham mayoritas bahkan mayoritas sampel tidak memiliki pemegang saham institusional. Secara keseluruhan rata-rata persentase kepemilikan institusional hanya 17,8935%. Hanya terdapat 25 sampel atau 19,84% sampel yang memiliki pemegang saham institusional mayoritas. Terdapat 18 sampel atau 11,9% sampel memiliki pemegang saham institusional minoritas. Sisanya sebanyak 83 sampel atau sebesar 65,87% sampel tidak memiliki pemegang saham institusional. Keadaan ini tentunya membuat pemilik saham institusional tidak berpengaruh signifikan dalam melakukan monitoring dan pengawasan dimana hal tersebut faktor yang diharapkan mengurangi ketidakpastian sehingga dapat mengurangi tingkat *underpricing*. Oleh sebab itu, investor pun kurang mempertimbangkan kepemilikan institusional pada periode penelitian ini.

Setiawan (2015) mengungkapkan bahwa pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap tingkat *underpricing* dapat terjadi karena keinginan suatu institusi sebagai pemilik saham untuk mendapat keuntungan dari selisih harga saham yang ada di pasar sekunder dengan

di pasar perdana. Hal ini bertolak belakang dengan gagasan yang kemukakan Darmadi dan Gunawan (2013) bahwa kehadiran investor institusional dapat mengurangi asimetri informasi antara emiten dan calon investor baru emiten tidak perlu membuat kebijakan harga penawaran saham perdana yang *underprice* untuk mencapai keberhasilan IPO.

Pengaruh Syariah *Compliance* Terhadap *Underpricing*

Hasil dari pengujian hipotesis keempat (H₄) yang dilakukan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa syariah *compliance* berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing* dengan pengaruh yang negatif sehingga dapat dikatakan semakin tinggi syariah *compliance* akan semakin turun tingkat *underpricing*.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Alqahtani and Boulanuoar (2017) dimana syariah *compliance* secara signifikan mengurangi *underpricing* pada IPO di Saudi Arabia. Menariknya Sebaliknya, penelitian Yaakub dan Sherif (2019) dan Bakar and Uzaki (2013) yang meneliti IPO di Malaysia menemukan bahwa perusahaan yang syariah *compliance* mengalami tingkat *underpricing* sedikit lebih tinggi dibanding perusahaan non-syariah *compliance*.

Pemenuhan ketentuan syariah terbukti mempengaruhi tingkat *underpricing* saat melakukan penawaran saham perdana. Kriteria pemenuhan saham syariah yang menjadi indikator variabel ini dapat memberikan signal positif yang ditangkap investor. Berdasarkan Teori *Signaling* oleh Kim (1999) bahwa *signal* yang baik atau positif dapat mengurangi tingkat ketidakpastian yang dihadapi oleh

investor, sehingga investor dapat membedakan kualitas dari perusahaan yang baik dan buruk. *Signal* positif tersebut diberikan pada saat pengumuman saham dimaksud ke dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang merupakan indikator dari kinerja pasar saham syariah Indonesia. Pengumuman ini dilakukan sebelum dilaksanakan IPO oleh pihak yang berwenang yaitu OJK.

Hal ini direspon positif oleh investor setidaknya karena beberapa hal. Pertama pemenuhan rasio keuangan yang telah ditetapkan dapat mengurangi risiko investor dan meyakinkan adanya prospek perusahaan di masa depan. Kedua, pemenuhan kriteria kegiatan usaha utama perusahaan tidak bertentangan dengan prinsip syariah dapat meyakinkan investor baik individu maupun lembaga keuangan syariah/non-syariah yang peduli nilai-nilai syariah atau nilai-nilai universal yang sejalan dengan syariah. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun peraturan terkait kriteria efek syariah didasarkan kepada sumber hukum islam, hal ini sesuai dengan perilaku pelaku pasar modal meskipun masyarakat tidak hanya berasal dari umat Islam.

Selanjutnya pemenuhan rasio keuangan yang telah ditetapkan mendukung upaya pengurangan asimetri informasi. Menurut Teori Asimetri Informasi Model baron (1982) Penjamin emisi memiliki informasi tentang pasar yang lebih lengkap daripada emiten, sedangkan terhadap calon investor, penjamin emisi memiliki informasi yang lebih lengkap tentang kondisi emiten. Semakin besar asimetri informasi yang terjadi maka semakin besar risiko yang dihadapi oleh investor, dan semakin tinggi *initial return (underpricing)* yang

diharapkan dari harga saham. Ketika saham IPO diumumkan termasuk saham syariah oleh OJK, investor melihat bahwa risiko utang perusahaan relatif kecil dan *prudent*. Dengan rasio antara total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45 persen, investor menilai perusahaan mampu manajemen risiko utang dengan baik. Selanjutnya, dengan rasio antara total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal dibandingkan dengan total pendapatan tidak lebih dari 10 persen, investor menilai perusahaan berusaha memaksimalkan kinerjanya pada sektor riil atau sektor perusahaan terkait dengan tidak mengandalkan pendapatan bunga. Kehandalan informasi ini dijamin karena saham tersebut sudah termasuk Daftar Efek Syariah (DES). Tentunya hal ini membuat asimetri informasi semakin kecil. Sesuai dengan teori, semakin kecil asimetri informasi maka semakin kecil risiko yang dihadapi investor sehingga mengurangi tingkat *underpricing*.

Pengaruh Kinerja Keuangan dalam Memoderasi Pengaruh Reputasi Underwriter Terhadap Underpricing

Hasil dari pengujian hipotesis kelima (H_5) yang dilakukan dalam penelitian ini membuktikan bahwa variabel interaksi antara reputasi *underwriter* dan ROA mempunyai pengaruh tidak signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini berarti kinerja keuangan tidak mampu memoderasi pengaruh reputasi *underwriter* terhadap tingkat *underpricing* secara signifikan.

Hasil analisis diskriptif menunjukkan bahwa rata-rata sampel menghasilkan ROA sebesar 0,047282 atau 4,72% dengan setengah sampel menghasilkan ROA tidak lebih dari 0,02406 atau 2,4%. Nilai ROA

relatif rendah sehingga kurang mendapat perhatian investor. Mengutip Wahyusari (2013) nilai ROA yang relatif rendah (kurang dari 5%) diduga mengakibatkan kurang berpengaruhnya variabel ini terhadap terjadinya *underpricing*.

Pengaruh tidak signifikan pada penelitian ini juga disebabkan beberapa sampel mengalami kerugian. Data penelitian menunjukkan 19 sampel atau 15,08% sampel mengalami kerugian sehingga rasio ROA negatif. Hal ini dapat mengurangi perhatian bahkan kepercayaan investor terhadap variabel ini dalam pengambilan keputusan pembelian saham.

Selanjutnya para investor tidak hanya memperhatikan ROA dalam prospektus tahun berjalan yang menjadi indikator penelitian ini tetapi juga untuk beberapa tahun sebelum perusahaan melakukan IPO. Beberapa sampel menunjukkan laporan keuangan tahun sebelum IPO dalam posisi belum diaudit. Sampel lainnya menunjukkan ROA tahun sebelum IPO negatif sedangkan saat IPO positif. Dengan demikian investor memiliki pandangan apakah laporan keuangan atau prospektus tersebut dilakukan rekayasa atau tidak.

Pengaruh tidak signifikan juga disebabkan tidak adanya klasifikasi jenis industri sampel. Hal ini dapat diamati dari selisih yang sangat tinggi dari nilai minimal variabel sebesar -0,10% dibanding nilai maksimal 61,27%. Dengan laba yang sama, perusahaan yang bergerak di bidang konstruksi dan transportasi tentu memiliki ROA yang lebih kecil jika dibandingkan dengan perusahaan di bidang jasa keuangan, dengan faktor lain dianggap sama. Hal ini disebabkan perusahaan di bidang konstruksi dan transportasi memiliki aset yang lebih besar dari

perusahaan yang bergerak di bidang jasa keuangan.

Pengaruh Kinerja Keuangan dalam Memoderasi Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap *Underpricing*

Hasil dari pengujian hipotesis kelima (H₆) yang dilakukan dalam penelitian ini membuktikan bahwa variabel interaksi antara ukuran perusahaan dan ROA mempunyai pengaruh tidak signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini berarti kinerja keuangan tidak mampu memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap tingkat *underpricing* secara signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat profitabilitas yang semakin tinggi tidak ikut andil dalam mengurangi ketidakpastian meskipun ukuran perusahaan semakin besar.

Meskipun pengaruhnya tidak signifikan, ternyata arah pengaruhnya adalah positif. Hal ini berarti hubungan interaksi antara ukuran perusahaan dan ROA terhadap tingkat *underpricing* adalah berbanding lurus. Hasil ini berbeda dengan gagasan pengaruh antar variabel pada kajian pustaka.

Pengaruh kinerja keuangan yang tidak signifikan pada penelitian ini disebabkan oleh data nilai ROA yang tidak cukup menarik perhatian investor yaitu nilai ROA relatif rendah bahkan beberapa sampel bahkan mengalami kerugian. Selain itu, posisi ROA dalam laporan keuangan belum meyakinkan dan ROA tidak diklasifikasikan berdasarkan jenis industri sampel juga mengakibatkan pengaruh tidak signifikan. Arah positif disebabkan kuatnya pengaruh ROA dalam interaksinya dengan ukuran perusahaan sehingga justru interaksi keduanya mempunyai arah yang positif terhadap tingkat *underpricing*.

Pengaruh Kinerja Keuangan dalam Memoderasi Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap *Underpricing*

Hasil dari pengujian hipotesis kelima (H₇) yang dilakukan dalam penelitian ini membuktikan bahwa variabel interaksi antara kepemilikan institusional dan ROA mempunyai pengaruh tidak signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini berarti kinerja keuangan tidak mampu memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap tingkat *underpricing* secara signifikan.

Pengaruh kinerja keuangan yang tidak signifikan memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap tingkat *underpricing* diduga disebabkan oleh ROA yang relatif rendah sehingga kurang mendapat perhatian dari investor. Hal ini diperkuat dengan pemilik saham institusional termasuk pemegang saham minoritas pada sampel ini sehingga pengaruhnya juga tidak signifikan.

Pengaruh Kinerja Keuangan dalam Memoderasi Pengaruh Syariah *Compliance* Terhadap *Underpricing*

Hasil dari pengujian hipotesis kelima (H₈) yang dilakukan dalam penelitian ini membuktikan bahwa variabel interaksi antara syariah *compliance* dan ROA mempunyai pengaruh tidak signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini berarti kinerja keuangan tidak mampu memoderasi pengaruh syariah *compliance* terhadap tingkat *underpricing* secara signifikan.

Ketika syariah *compliance* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*, justru interaksinya dengan ROA membuat berpengaruh tidak signifikan. Hal ini diduga juga disebabkan

nilai ROA yang relatif rendah menyebabkan variabel ini tidak berperan terhadap tingkat *underpricing*. Selain itu bisa jadi investor tidak menjadikan ROA sebagai fokus utama pertimbangan investasi. Faktor lainnya bisa jadi nilai ROA tidak representatif mengingat penelitian tidak membedakan jenis perusahaan.

Simpulan

Berdasarkan hasil hasil penelitian dan pembahasan yang telah dilakukan maka dapat ditarik simpulan sebagai berikut :

1. Berdasarkan hasil uji terdapat dua variabel yang berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing* yaitu ukuran perusahaan dan syariah *compliance*.
2. Untuk mengurangi tingkat *underpricing* pada saat melakukan penawaran saham perdana, ada hal-hal yang perlu dilakukan perusahaan/emiten yaitu :
 - a. Memastikan nilai aset bernilai besar. Penelitian ini menunjukkan semakin tinggi nilai perusahaan maka tingkat *underpricing* semakin rendah. Oleh sebab itu, perusahaan yang berencana melakukan penawaran saham perdana, lebih khusus manajer keuangan, harus merencanakan dan menerapkan kebijakan pengelolaan aset yang efektif dan efisien sehingga berdampak pada meningkatnya nilai aset perusahaan. Nilai aset ini akan menjadi perhatian investor.
 - b. Mengupayakan pemenuhan ketentuan syariah terutama berkaitan dengan rasio utang agar tidak lebih dari 45 persen.

Ketentuan syariah menjelaskan bahwa kebijakan rasio antara total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45 persen. Oleh sebab itu, perusahaan yang berencana melakukan penawaran saham perdana, lebih khusus manajer keuangan, harus menerapkan kebijakan manajemen risiko keuangan untuk meminimalisasi risiko utang. Risiko utang ini menjadi perhatian investor.

3. Perusahaan perlu memperhatikan *underwriter* independen daripada yang terafiliasi.
4. Dalam hal pemegang saham institusional dapat mengurangi tingkat *underpricing* belum dapat dibuktikan melalui penelitian ini.
5. Kinerja keuangan yang diproyeksikan *return on asset* sebagai rasio profitabilitas dalam penelitian ini tidak mampu menjadi solusi memperkuat pengaruh reputasi *underwriter*, ukuran perusahaan, kepemilikan institusional, dan syariah *compliance* dalam mengurangi tingkat *underpricing* sebagaimana yang diharapkan pemilik perusahaan yang akan melakukan penawaran saham perdana.

Implikasi Manajerial

1. Bagi perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana di masa mendatang tentunya berupaya mengurangi risiko *underpricing*. Oleh sebab itu disarankan untuk memperhatikan ukuran perusahaan atau nilai aset perusahaan dan syariah *compliance*. Pemenuhan kriteria syariah (*syariah compliance*) dengan

cara memastikan syarat-syarat terpenuhi dan diumumkan termasuk saham ISSI sebelum IPO. Perusahaan disarankan memperhatikan faktor selain *return on asset* karena faktor ini ternyata belum dapat menjadi solusi untuk mengurangi tingkat *underpricing*.

2. Bagi Investor hendaknya memperhatikan informasi dalam prospektus berupa nilai aset perusahaan dan pemenuhan kriteria syariah karena hal ini dapat menunjukkan prospek perusahaan yang baik di masa depan terbukti dalam penelitian ini hal tersebut berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing*.
3. Bagi Pemerintah agar menguatkan regulasi terutama tentang komitmen emiten dan penjamin emisi untuk meminimalisasi risiko keduanya. Pemerintah juga diharapkan dapat meningkatkan pengawasan pada fenomena penawaran saham perdana dan mendukung upaya Dewan Efek Syariah (DES) dalam mengklasifikasikan dan mengumumkan saham yang sesuai syariah.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini mengalami keterbatasan dalam beberapa hal, yaitu :

1. Model penelitian ini hanya mampu menjelaskan tingkat *underpricing* sebesar 15,6% sedangkan sisanya sebesar 84.4% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian ini.
2. Variabel yang digunakan terbatas sedangkan masih banyak variabel lain yang mempengaruhi *underpricing* dengan signifikan.

3. Sektor industri perusahaan tidak dibedakan sehingga bisa jadi mempengaruhi hasil penelitian.

Agenda Penelitian Mendatang

1. Untuk aspek teoritis, disarankan hasil penelitian dapat berkontribusi dan menjadi referensi ilmu pengetahuan tentang variabel-variabel dalam penelitian ini terutama tentang ukuran perusahaan dan syariah *compliance* yang berpengaruh negatif signifikan.
2. Untuk penelitian selanjutnya, bagi peneliti yang tertarik pembahasan *underpricing* disarankan menambah jumlah periode dan sampel penelitian. Selain itu, sampel disarankan dapat diklasifikasikan berdasarkan bidang usaha perusahaan. Adapun variabel dapat ditambahkan dengan variabel yang berpengaruh signifikan baik yang bersifat keuangan atau non keuangan atau yang berasal dari internal maupun eksternal. Untuk indikator reputasi *underwriter* dapat menganalisis dari tahun sebelum IPO atau metode lainnya. Disarankan juga agar senantiasa memperhatikan keuangan syariah dalam penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Alqahtani F and Boulanouar Z. 2017. “ Sharia compliance status & investor demand for IPOs: Evidence from Saudi Arabia. “ *Pacific-Basin Finance Journal* Volume 46, Part B, 258-268.
- Alsharari, N.M. and Alhmoud, T.R. 2019. “ The determinants of profitability in Sharia-compliant corporations: evidence from Jordan. ” **Journal of**

- Islamic Accounting and Business Research.**
- Arikunto, S. 2002. *Metodologi Penelitian Suatu Pendekatan Proposal*. Jakarta: PT. Rineka Cipta.
- Astuti, dkk. 2014. *Pengaruh Variabel Keuangan dan Non Keuangan Terhadap Underpricing pada Saham Perusahaan yang Melakukan Initial Public Offering di Bursa Efek Indonesia*. Universitas Sumatera Utara.
- Bakar, N. A and Uzaki, K. 2013. “ Initial Public Offerings (IPOs): An Empirical Study of Initial Public Offerings Underpricing For Syariah-compliant Companies: The Case of Malaysian Market.” **International Journal of Economics, Business and Finance** Vol. 1, No. 9, 262 – 274.
- Bursa Efek Indonesia. 2020. *Prospektus Perusahaan IPO*. Jakarta.
- Bursa Efek Indonesia. 2020. *Indeks Saham Syariah Indonesia*. Jakarta
- Carter, Richard and Steve Manaster, 1990. “ Initial Public Offering and Underwriter Reputation. “ **Journal of Finance**, Vol XIV, No 4, September.
- Cahyanda, Andina Dwi. 2013, *Pengaruh Informasi Akuntansi dan Non Akuntansi Terhadap Underpricing Saham (Studi Pada Perusahaan Yang Melakukan Initial Public Offering (IPO) di BEI Pada Tahun 2008-2011)*, Skripsi. Universitas Negeri Padang, Padang.
- Darmadi, Salim and Gunawan, Randy. 2012. “ Underpricing, Board Structure, and Ownership: An Empirical Examination of Indonesian IPO Firms “. *SSRN Electronic Journal*, 1–36.
- Gautama, Antono; dkk, 2015. “Analisa Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Initial Return Setelah Initial Public Offering (IPO). “ **Jurnal Administrasi Kantor**.
- Ghozali, Imam. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Semarang: Badan Penerbit UNDIP.
- Handayani, Sri Retno. 2008, *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Underpricing Pada Penawaran Umum Perdana (Studi Kasus Pada Perusahaan Keuangan Yang Go Publik Di Bursa Efek Jakarta Tahun 2000-2006)*, Tesis. Universitas Diponegoro, Semarang: <http://eprints.undip.ac.id/>
- Hidayat, Deni. 2018, *Pengaruh Corporate Governance Dan Sharia Compliance Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Penawaran Saham Perdana (Initial public Offering) Di Bursa Efek Indonesia*, Tesis. Sekolah Tinggi Ekonomi Islam Tazkia, Bogor: Al-Falah: Journal of Islamic Economics.
- Jumingan. 2006. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: PT. Bumi Aksara
- Indriartono, Siti Nurhidayati Nur. 1998, “ Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underpriced pada Penawaran Perdana di Bursa Efek Jakarta.” **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia** Vol 13 No.1 Tahun 1998
- Intan, Kenia. 2019. “Saham-saham syariah memiliki prospek positif tahun

- depan” melalui
<https://investasi.kontan.co.id/news/saham-saham-syariah-memiliki-prospek-positif-tahun-depan>
- Lestari. 2017. “ Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan.” **Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis (JRMB) Fakultas Ekonomi UNIAT** Vol.2, S1, September 2017: 293 – 306.
- Mayes, David and Al Qahtani, Faisal. 2015. “Underpricing of IPOs in Saudi Arabia and Sharia compliance.” **Journal of Islamic Accounting and Business Research.**
- Nurkhin, Ahmad, dkk. 2017. “Relevansi Struktur Kepemilikan Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Barang Konsumsi. ” **Jurnal Akuntansi Multiparadigma.**
- Puspita, Tifani. 2011, *Analisis Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing Saham Pada Saat Initial Public Offering (IPO) di Bursa Efek Indonesia Periode 2005 – 2009*, Skripsi. Universitas Diponegoro Semarang.
- Putri, I.F. dan Nasir, Mohammad. 2006. “Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan.” **Simposium Nasional Akuntansi IX.**
- Renaningsih, Tri. 2013. *Pengaruh Profitabilitas Terhadap Tingkat Underpricing Pada Saat Initial Public Offering (IPO) di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2010.* Skripsi. Universitas Pendidikan Indonesia.
- Risqi, Indita Azisia dan Harto, Puji. 2013. “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Ketika Initial Public Offering (IPO) di Bursa Efek Indonesia.” **Diponegoro Journal Of Accounting.** Volume 2, Nomor 3, Tahun 2013, Halaman 1-7.
- Ritter, Jay R. 1991. “The Long-run, Performance of Initial Public Offerings”. **Journal of Finance.** Vol 46. hal.3-27.
- Seputar Forex. 2020. *Data Historis Saham.* Jakarta.
- Setiawan, Andreas Nova. 2015, *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing Saham pada Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Indonesia*, Skripsi. Universitas Negeri Semarang, Semarang.
- Sugiyono. 2005. *Memahami Penelitian Kualitatif.* Bandung: CV. Alfabeta.
- Sugiyono. 2011. *Populasi, Sampel, Pengujian Normalitas Data. In Statistika Untuk Penelitian.*
- Sugiyono. 2013. *Metode Penelitian Pendidikan Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D.*
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal
- Wahyusari, Ayu. 2013. “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham Saat IPO di BEI.” **Accounting Analysis Journal.**
<http://journal.unnes.ac.id/sju/index.php/aaj>.

- Yaakub N and Sherif M. 2019. “
Performance of initial public
offerings (IPOs): The Case of
Syariah-compliant companies. “
Islamic Economic Studies. Vol.
27 No. 1, 2019 pp. 65-76 Emerald
Publishing Limited.
- Yahoo Finance. 2020. *Data Historis
Saham*. Jakarta.
- Yasin, Mohammad. 2018, *Analisis Faktor-
Faktor Yang Mempengaruhi
Tingkat Underpricing Saham Pada
Penawaran Umum Perdana (IPO)*.
Skripsi. Universitas Islam Negeri
Walisongo, Semarang:
<http://eprints.walisongo.ac.id/>

IDENTITAS DIRI

Nama : Khoirul Umam
NIM : 30401700341
TTL : Jember, 22 November 1990
Alamat : Jalan Kijang Utara II No. 11 Gayamsari, Kota Semarang
No. HP : 085 711 722 523
Email : khumam.id@gmail.com
Instansi : Universitas Islam Sultan Agung Semarang
Alamat Instansi : Jl. Seroja Selatan, Karangkidul, Kota Semarang, 50241
Fakultas/Jurusan : Ekonomi / S1 Manajemen
Judul Artikel : Analisis Faktor- Faktor yang Mempengaruhi *Underpricing* Saham pada Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Indonesia dengan Kinerja Keuangan sebagai Variabel *Moderating*