JURNAL ILMIAH MANAJEMEN BISNIS DAN INOVASI UNIVERSITAS SAM RATULANGI (JMBI UNSRAT)

APAKAH FAKTOR EKSTERNAL MEMPREDIKSI *UNDERPRICING* LEBIH BAIK DIBANDINGKAN FAKTOR INTERNAL? STUDI *INITIAL PUBLIK OFFERING* DI BEI TAHUN 2009-2017

Saefudin, Tri Gunarsih
Universitas Teknologi Yogyakarta

A R T I C L E I N F O

***Keywords**: Underpricing, Initial Public Offering, and Indonesian Stock Exchange.*

Abstract. Underpricing is a phenomenon that still occurs in the Indonesian capital market, where the offering price of shares in the primary market is lower than the opening price or closing price on the first day on the secondary market. This study aims to examine the effect of Return On Assets (ROA), Debt to Equity Ratio (DER), company size, underwriter reputation, age, and interest rates on the underpricing of shares in companies's Initial Public Offering (IPO) listing on the Indonesia Stock Exchange (BEI) in 2009 to 2017. The population in this study are companies that conduct IPOs on the BEI period 2009 to 2017. The sample selection in this study uses a purposive sampling method, based on certain criteria. The sample in this study were 183 underpricing companies from 205 companies conducting IPO in the period 2009 to 2017. The data used in this study used secondary data. The multiple regression analysis was implemented in this study. The results showed that DER, company size, and underwriter reputation did not significantly influence underpricing. While ROA, age and interest rates have a significant negative effect on underpricing. In this study, investors consider ROA, age, interest rates compared to DER, company size, and the reputation of the underwriter to invest in companies that make an IPO.

***Kata Kunci:** Underpricing, IPO, dan Bursa Efek Indonesia*

Abstrak. *Underpricing* merupakan fenomena yang masih terjadi di pasar modal Indonesia, dimana harga penawaran saham di pasar primer lebih rendah dibandingkan dengan harga pembukaan atau harga penutupan di hari pertama di pasar sekunder. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *Return On Asset* (ROA), *Debt to Equity Ratio* (DER), ukuran perusahaan, reputasi *underwriter*, umur, dan tingkat suku bunga terhadap *underpricing* saham pada perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009 sampai 2017. Populasi yang digunakan pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan IPO di BEI periode 2009 sampai 2017. Pemilihan sampel pada penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* atau berdasarkan kriteria tertentu. Sampel yang digunakan pada penelitian ini sebanyak 183 perusahaan yang mengalami *underpricing* dari 205 perusahaan yang melakukan IPO pada periode 2009 sampai 2017. Data yang digunakan pada penelitian ini menggunakan data sekunder. Metode pengujian yang digunakan pada penelitian ini yaitu menggunakan metode analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa DER, ukuran perusahaan, dan reputasi *underwriter* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*. Sedangkan ROA, umur dan tingkat suku bunga berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *underpricing*. Pada penelitian ini investor lebih mempertimbangkan ROA, umur, tingkat suku bunga dibandingkan dengan DER, ukuran perusahaan, dan reputasi *underwriter* untuk melakukan investasi pada perusahaan yang melakukan IPO.

Corresponding author:
Tri Gunarsih
trigunarsih@uty.ac.id

PENDAHULUAN

Initial Public Offering (IPO) merupakan salah satu alternatif bagi perusahaan untuk mendapatkan sumber pendanaan dalam melakukan ekspansi. IPO sebagai cara perusahaan untuk menambah ekuitas kepada publik dengan menawarkan surat berharga berupa saham (Sheokand, 2015). Undang-undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 pasal 72 ayat 1 dan 2, menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan IPO harus menunjuk dan memilih perusahaan penjamin emisi (*underwriter*) dan boleh lebih dari satu. *Underwriter* merupakan perusahaan sekuritas atau penjamin emisi yang bertanggungjawab dan membantu perusahaan yang akan menerbitkan surat berharga berupa saham di pasar modal. Menurut Murtini (2015) pada proses IPO *underwriter* harus bersikap profesional pada emiten maupun calon investor.

Saat melakukan IPO sering terjadi fenomena menarik yang dihadapi oleh emiten yakni adanya *price disparity*, seperti terjadinya *overpricing* dan *underpricing*. *Overpricing* maupun *underpricing* memiliki risiko yang sama bagi emiten maupun investor. Pada saat *overpricing*, emiten akan diuntungkan karena harga penawaran di pasar primer relatif lebih tinggi dibandingkan dengan harga penawaran di pasar sekunder. Kondisi ini menguntungkan emiten karena mendapatkan *maximum funding* dari hasil penawaran saham perdana. Sebaliknya, pada kondisi *underpricing* emiten akan mengalami kerugian karena harga penawaran di pasar primer relatif lebih rendah dibandingkan dengan harga penawaran di pasar sekunder.

Kondisi *underpricing* tidak memberikan keuntungan bagi emiten yang melakukan IPO, karena dana yang diperoleh pada saat IPO tidak maksimum (Yulanda, 2010). Sebaliknya, kondisi *underpricing* justru memberikan keuntungan bagi investor. Investor akan mendapatkan *return* saham dari selisih harga antara harga penawaran di pasar primer dengan harga penawaran di pasar sekunder atau dapat disebut sebagai *initial return*.

Isu tentang *underpricing* merupakan fenomena menarik yang sering dialami oleh emiten saat melakukan IPO. Fenomena ini pun sering terjadi di pasar modal di Indonesia. Salah satu penyebab terjadinya *underpricin*g karena adanya asimetri informasi.

Asimetri informasi terjadi antara dua pihak yaitu emiten dengan *underwriter* dan antar investor. Asimetri informasi antara emiten dengan *underwriter*, bisa terjadi karena *underwriter* memiliki informasi pasar dari pada emiten. Kondisi ini dimanfaatkan oleh *underwriter* dalam melakukan negosiasi penetapan harga penawaran dengan emiten agar harga saham yang ditawarkan relatif rendah dari harga pasar. Tujuan penetapan harga rendah untuk dapat menarik investor serta mengurangi risiko saham yang tidak terjual di pasar primer. Asimetri informasi antara investor dengan investor bisa terjadi karena ada dua kemungkinan, yaitu investor yang memiliki informasi lebih tentang emiten dengan investor yang tidak memiliki informasi sama sekali. Investor yang memiliki informasi hanya membeli saham yang benar-benar mengalami *underpricing* dengan mempertimbangkan berbagai aspek, kondisi, serta prospek perusahaan di masa yang akan datang, sedangkan investor yang tidak memiliki informasi terkait emiten yang melakukan IPO, investor cenderung akan membeli saham pada kondisi yang terlihat murah (*underpriced*) tanpa mempertimbangkan kondisi serta prospek perusahaan di masa yang akan datang (Fitriana, 2017).

Penelitian terkait isu *underpricing* telah banyak dilakukan sebelumnya. Namun hasil dari penelitian tersebut masih terjadi inkosistensi antara hasil penelitian (*research gap*), sehingga isu tersebut masih sangat menarik untuk diteliti kembali. Sebagian besar penjelasan ini didasarkan pada keberadaan jenis yang sama dari asimetri informasi dalam proses IPO (Sheokand, 2015). Berikut penjelasan variabel-variabel yang mempengaruhi *underpricing* dari hasil penelitian terdahulu.

Reputasi *underwriter* merupakan faktor penting yang harus diperhatikan oleh emiten dalam memilih *underwriter*. Semakin tinggi reputasi *underwriter*, maka investor semakin tertarik karena adanya kelengkapan data dan informasi yang disajikan oleh *underwriter*. Hasil temuan Rosyidah (2014) dan Fitriana (2017) variabel reputasi *underwriter* tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Namun hasil temuan

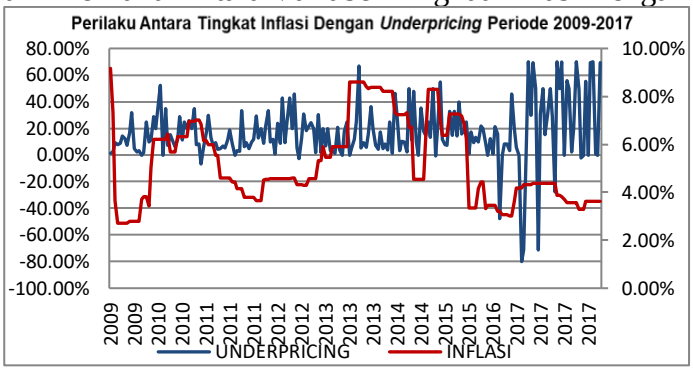
Nashiroh dan Uzaki (2013), Gumanti *et al.* (2017), dan Chhabra *et al.* (2017) mendapatkan hasil yang berbeda yang menunjukkan bahwa variabel reputasi *underwriter* berpengaruh terhadap *underpricing*.

Ukuran perusahaan dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan bagi calon investor untuk mengambil keputusan. Semakin besar ukuran perusahaan, maka perusahaan mampu bertahan dalam jangka waktu yang relatif lama. Kondisi ini memberikan sinyal positif untuk meningkatkan kepercayaan dari calon investor. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Lismawati dan Munawarah (2015) menyatakan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *underpricing*. Namun pada penelitian yang dilakukan oleh Rosyidah (2014) dan Fitriana (2017) memberikan hasil berbeda yang menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* saham. Kinerja perusahaan merupakan hasil prestasi dari kegiatan perusahaan selama beroperasi. Semakin baik kinerja perusahaan, maka semakin besar pula *return* yang dihasilkan oleh perusahaan yang dapat meningkatkan kepercayaan calon investor untuk berinvestasi. Hasil temuan Lismawati dan Munawarah (2015) menyatakan bahwa variabel *Return On Asset* (ROA) memiliki pengaruh terhadap *underpricing*. Sedangkan hasil temuan Putra dan Damayanthi (2013) justru memberikan hasil temuan yang berbeda yang menunjukkan bahwa variabel ROA tidak memiliki pengaruh terhadap *underpricing*.

Hutang merupakan salah satu sumber pendanaan eksternal. Semakin besar hutang yang dimiliki oleh perusahaan dari pada total ekuitasnya, maka semakin besar pula beban bunga yang harus dibayarkan oleh perusahaan yang dapat mengurangi *return* yang dihasilkan. Ketika *return* perusahaan menurun, maka kondisi ini akan mempengaruhi menurunnya jumlah dividen yang diterima oleh investor. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Rachmadhanto dan Raharja (2014) variabel *Debt To Equity Ratio* (DER) berpengaruh positif terhadap *underpricing*. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Aini (2013) mendapatkan hasil berbeda yang menunjukkan bahwa variabel DER tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Faktor lain yang menyebabkan terjadinya *underpricing* adalah umur perusahaan. Semakin lama perusahaan beroperasi, maka perusahaan tersebut memiliki pengalaman yang lebih banyak di bidang bisnis dibandingkan dengan perusahaan yang baru berdiri. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Lestari *et al.* (2015) variabel umur berpengaruh terhadap *underpricing*. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Kurniawan (2014) dan Martino (2015) mengalami perbedaan hasil yang menyatakan bahwa variabel umur tidak berpengaruh terhadap *underpricing*.

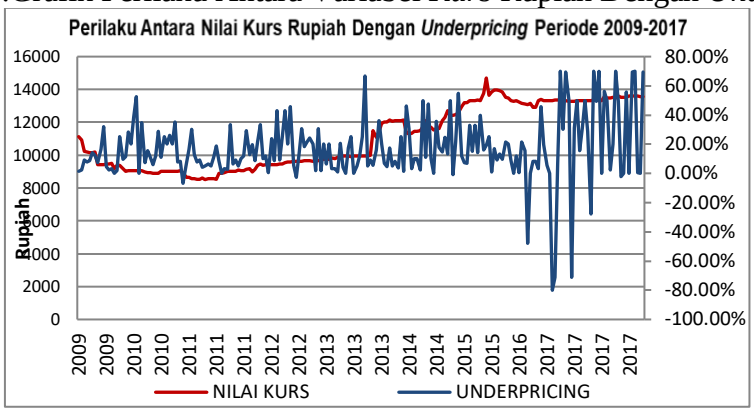
Beberapa penelitian sebelumnya hanya menyebutkan indikator yang mengacu pada informasi laporan keuangan dan *non* keuangan saja, tetapi ada indikator lain yang diduga dapat mempengaruhi terjadinya *underpricing* bagi perusahaan yang melakukan IPO yaitu dari lingkungan makro ekonomi. Adapun indikator dari lingkungan makro ekonomi, seperti tingkat inflasi, nilai *kurs* rupiah dan tingkat suku bunga (Sukirno, 2006). Berikut merupakan perbandingan untuk mengetahui pola perilaku antara variabel tingkat inflasi, nilai *kurs* rupiah dan tingkat suku bunga dengan *underpricing* di BEI periode 2009 sampai 2017.

Gambar 1. Grafik Perilaku Antara Variabel Tingkat Inflasi Dengan *Underpricing*



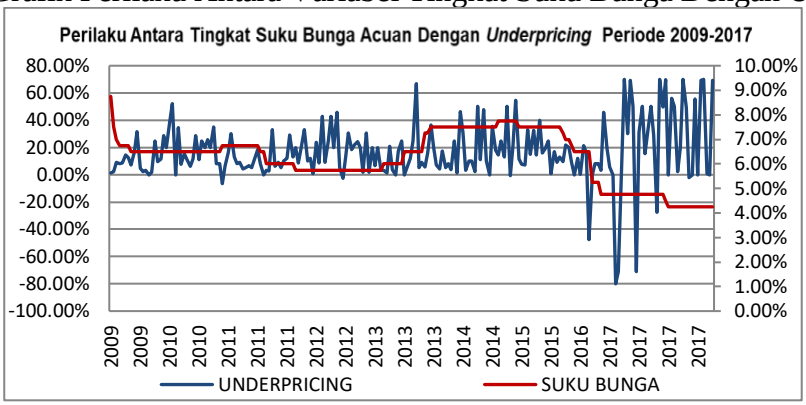
Sumber: *IDX, Yahoo Finance, dan Bank Indonesia (data diolah 2018)*

Gambar 2.Grafik Perilaku Antara Variabel *Kurs* Rupiah Dengan *Underpricing*



Sumber: *IDX, Yahoo Finance, dan Bank Indonesia (data diolah 2018)*

Gambar 3. Grafik Perilaku Antara Variabel Tingkat Suku Bunga Dengan *Underpricing*



Sumber: *IDX, Yahoo Finance, dan Bank Indonesia (data diolah 2018)*

Perbandingan gambar 1, 2 dan 3 menunjukkan bahwa variabel yang memiliki perilaku sama dengan variabel *underpricing* dari periode 2009 sampai 2017 hanya variabel tingkat suku bunga, dengan arah yang berkebalikan atau memiliki hubungan negatif. Penelitian ini menambahkan variabel eksternal perusahaan yaitu tingkat suku bunga. Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh faktor ekstermal (tingkat suku bunga dan reputasi *underwriter)* dan faktor internal (ROA, DER, ukuran perusahaan, dan umur perusahaan) terhadap *underpricin*. Data yang dipergunakan adalah perusahaan yang melakukan IPO di BEI periode 2009-2017.

LANDASAN TEORI

Initial Public Offering (IPO)

Carter dan Manaster (1990) mendefinisikan IPO sebagai usaha yang dilakukan oleh perusahaan privat dalam rangka meningkatkan modal di pasar modal. IPO sebagai suatu mekanisme dimana perusahaan menawarkan saham perdana kepada publik (Fakhruddin dan Hendy, 2008). Senada dengan definisi yang dikemukakan oleh Murtini (2015) penawaran perdana merupakan proses yang harus dilalui oleh perusahaan–perusahaan yang ingin mencatatkan sahamnya di bursa efek. Brigham dan Houston (2015) mendefinisikan IPO sebagai pasar untuk saham-saham perusahaan yang dalam proses masuk bursa (*go public*).

Asymmetric Information Theory

Menurut Ljungqvist (2007) ada empat teori yang dapat mempengaruhi terjadinya *underpricing*, antara lain: (1)Teori asimetri informasi (*asymmetric information*, (2) Teori alasan kelembagaan (*institutional theories*), (3) Teori tindakan pengendalian (*control theories*) dan (4) Teori pendekatan perilaku (*behavioral theories*). Teori yang memiliki pengaruh besar terhadap terjadinya *underpricing* dari ke empat teori tersebut adalah teori asimetri informasi. Lu Xu (2013) berpendapat bahwa teori asimetri informasi mengasumsikan bahwa salah satu entitas yang terlibat dalam prosedur IPO memiliki informasi lebih dari yang lain. Pada teori ini telah tejadi *gap information* antara pihak-pihak yang terlibat sehingga dapat menyebabkan terjadinya *underpricing*. Menurut Chhabra *et al.* (2017) *underpricing* sering terjadi karena adanya asimetri informasi antara emiten dengan *underwriter* maupun investor dengan investor.

Underpricing

Underpricing merupakan kondisi yang dialami emiten dimana harga penawaran saham perdana dinilai lebih rendah dibandingkan harga saham pada saat penutupan hari pertama di pasar sekunder (Lestari, 2015). Sedangkan menurut Jogiyanto (2015) *underpricing* merupakan *initial return* yaitu harga penawaran di pasar primer selalu lebih rendah dibandingkan dengan harga pembukaan atau penutupan pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder. Dari berbagai paparan di atas maka *underpricing* dapat diartikan bahwa harga saham yang ditawarkan di pasar primer lebih rendah dibandingkan dengan harga saham yang ditawarkan di pasar sekunder yang dapat merugikan emiten karena tidak ada kesempatan untuk mendapatkan dana maximum. Menurut Carter dan Manaster (1990) *underpricing* dapat terjadi karena adanya *mispriced* di pasar primer sebagai akibat adanya *gap information* antara *underwriter* dengan emiten.

Hipotesis Return On Asset (ROA) terhadap tingkat underpricing

ROA merupakan salah satu rasio yang digunakan untuk mengukur *profitabilitas* perusahaan. Menurut Handayani dan Shaferi (2011) ROA sebagai suatu rasio penting yang dapat dipergunakan untuk mengukur kinerja perusahaan untuk memperoleh *return* dari seluruh aset yang dimilikinya. Semakin besar ROA perusahaan, maka semakin baik kinerja perusahaan selama beroperasi karena memiliki *return* yang relatif besar. Sebaliknya, jika ROA pada perusahaan semakin kecil atau menurun dari tahun sebelumnya, maka kinerja perusahaan semakin memburuk karena tingkat *return* yang dihasilkan mengalami penurunan. ROA merupakan salah satu tolak ukur bagi para investor dalam mengambil keputusan untuk melakukan investasi.

Ketika *return* yang dihasilkan oleh perusahaan relatif tinggi, maka perusahaan tersebut dipandang sebagai perusahaan yang memiliki kinerja yang baik. Informasi tersebut dapat meningkatkan kepercayaan investor dan dapat meminimalisir terjadinya *underpricing* di pasar primer, karena investor tertarik untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut.

Hasil temuan yang dilakukan oleh Pahlevi (2014) pada perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana di BEI periode 2000-2012, menunjukkan bahwa ROA memiliki pengaruh negatif terhadap *underpricing*. Senada dengan hasil temuan yang dilakukan oleh Lismawati dan Munawarah (2015) ROA berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*, dapat diartikan bahwa semakin tinggi ROA maka semakin meminimalisir risiko terjadinya tingkat *underpricing*. Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut maka disusun hipotesis sebagai berikut:

H1: ROA berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

Hipotesis *Debt To Equity Ratio* (DER) terhadap tingkat *underpricing*

DER mencerminkan analisis kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian ekuitas yang digunakan untuk membayar hutang (Handayani dan Saferi, 2011). DER merupakan rasio *leverage* yang dapat diukur dari seluruh total hutang yang dimiliki perusahaan baik hutang lancar maupun hutang jangka panjangnya terhadap total ekuitas yang dimiliki perusahaan. Aini (2013) menyatakan DER sebagai kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. DER merupakan rasio *leverage* yang digambarkan dengan perbandingan antara seluruh kewajiban, baik kewajiban jangka panjang maupun kewajiban jangka pendek dengan seluruh ekuitas perusahaan (Horne dan Wachowicz, 1997).

Jika total hutang yang dimiliki oleh perusahaan lebih besar dibandingkan dengan total ekuitas perusahaan, maka perusahaan memiliki beban bunga yang relatif lebih tinggi yang harus dibayarkan kepada kreditur. Pada kondisi ini perusahaan akan mengalami *financial risk*. Perusahaan akan mengalami kendala untuk mengembalikan seluruh hutangnya kepada kreditur, karena beban hutang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan total ekuitas. Kondisi ini berdampak buruk bagi kinerja perusahaan, karena *return* yang dihasilkan oleh perusahaan menjadi kurang maksimum. Secara otomatis kondisi tersebut akan mempengaruhi *return* yang terima oleh para investor.

Besar kecilnya hutang yang dimiliki oleh perusahaan akan menjadi alat ukur oleh para calon investor dalam mengambil keputusan untuk melakukan investasi. Jika hutang yang dimiliki oleh perusahaan relatif lebih kecil dibandingkan dengan total ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan, maka akan memberikan sinyal positif bagi investor untuk berinvestasi karena perusahaan tersebut memiliki risiko yang rendah. Sebaliknya, jika hutang yang dimiliki oleh perusahaan relatif lebih besar dibandingkan total ekuitasnya, maka perusahaan memiliki risiko yang tinggi. Kondisi ini dapat mengakibatkan ketidakpastian bagi para investor untuk melakukan investasi.

Hasil temuan yang dilakukan oleh Lismawati dan Munawaroh (2015) DER berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini juga senada dari hasil temuan yang dilakukan oleh Linazah dan Setyowati (2015) terdapat pengaruh positif pada variabel DER terhadap variabel tingkat *underpricing*, hal ini berarti bahwa semakin besar hutang yang dimiliki oleh emiten maka akan semakin tinggi tingkat *underpricing*. Berdasarkan hasil temuan tersebut maka disusun hipotesis sebagai berikut:

H2: DER berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*.

Hipotesis ukuran perusahaan terhadap tingkat *underpricing*

Ukuran perusahaan merupakan seluruh total aset kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan tersebut baik dari aset lancar maupun aset tidak lancar. Menurut Purbangga (2013) ukuran aset perusahaan dapat dijadikan sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek yang bagus dimasa yang akan datang dan mengurangi perkiraan (*ex-ante*) ketidakpastian bagi investor, atau dengan kata lain tingkat ketidakpastian perusahaan berskala besar pada umumnya relatif rendah karena perusahaan besar cenderung tidak dipengaruhi oleh pasar. Ketika perusahaan tersebut memiliki skala ukuran yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki skala yang kecil, maka hal ini dapat memperkecil tingkat asimetri informasi. Perusahaan yang terlihat mapan mampu menyediakan informasi yang lebih lengkap dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil. Selain itu, perusahaan tersebut dipandang sebagai perusahaan yang mampu bertahan dalam jangka waktu yang relatif lebih lama. Informasi tersebut dapat meningkatkan kepercayaan oleh para investor mengenai prospek perusahaan di masa mendatang.

Pernyataan di atas konsisten dengan hasil temuan yang dilakukan oleh Pahlevi (2014) ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *underpricing*. Temuan tersebut juga diperkuat oleh penelitian yang dilakukan oleh Linazah dan Setyowati (2015) dan Witjaksono (2012) mendapatkan hasil

penelitian yang sama, yaitu memiliki pengaruh negatif antara ukuran perusahaan terhadap *underpricing*. Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, maka disusun hipotesis sebagai berikut:

H3: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

Hipotesis Pengaruh reputasi *underwriter* terhadap tingkat *underpricing*.

Hasil temuan Chorruk dan Worthington (2010) pada risetnya di Bursa Efek Thailand dari periode Februari 1997 sampai Oktober 2008 dengan sampel 142 perusahaan, bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh terhadap tinggi rendahnya tingkat *underpriced*, karena *underwriter* berperan dalam penentuan harga saham di pasar perdana dan *underwriter* yang lebih tahu keadaan di pasar modal. Hal ini senada dari hasil temuan dari Nashirah dan Uzaki (2013), Rizqi dan Harto (2013), Junaeni dan Agustian (2013) Martino (2015) Amborowati (2017) dan Gumanti, *et al.* (2017) menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*, yang berarti bahwa *underwriter* yang memiliki reputasi baik dapat meminimalisir risiko terjadinya *underpricing*. Hal tersebut juga konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Chhabra *et al.* (2017) pada pasar modal di India pada perode 2005-2012, yang menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* memiliki dampak negatif terhadap *underpricing.* Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, maka disusun hipotesis sebagai berikut:

H4: Reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing.*

Hipotesis umur perusahaan terhadap tingkat *underpricing*

Umur dapat diketahui dari tahun berdirinya perusahaan sampai tahun perusahaan tersebut melakukan penawaran saham perdana di bursa saham (Murtini, 2015). Senada yang dikemukakan oleh Handayani dan Shaferi (2011) menyatakan bahwa variabel ini diukur dengan lamanya perusahaan beroperasi sejak didirikan berdasarkan akte pendirian sampai dengan saat perusahaan tersebut melakukan penawaran umum perdana (IPO). Semakin lama perusahaan itu berdiri, maka semakin banyak masyarakat umum atau calon investor yang sudah mengenal dan mengetahui profil perusahaan tersebut. Selain itu, investor lebih mudah untuk mendapatkan informasi yang dibutuhkan sebagai bahan analisis dalam pengambilan keputusan untuk berinvestasi. Hal inilah yang dapat mengurangi risiko terjadinya *underpricing* saham pada perusahaan yang melakukan IPO di bursa efek.

Hal tersebut dibuktikan dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Amborowati (2017) pada penelitiannya di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan dua periode pengamatan yaitu era *fixed price offerings* (1991-1996) dan era *bookbuilding* (2001-2006), yang menyatakan bahwa umur memiliki pengaruh negatif terhadap *underpricing*, yang berarti bahwa semakin lama perusahaan berdiri maka akan semakin dapat meminimalisir terjadinya *underpricing*. Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, maka disusun hipotesis sebagai berikut:

H5: Umur berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*

Hipotesis tingkat suku bunga Bank Indonesia (*BI Rate*) terhadap tingkat *underpricing*

Bank Indonesia (BI) merupakan bank sentral yang memiliki wewenang untuk menetapkan suku bunga bagi bank-bank umum, syariah, maupun perkreditan rakyat. Suku bunga merupakan *return* yang diberikan kepada para investor sebagai timbal balik atas penggunaan dana yang diinvestasikan. Umumnya jenis investasi yang mendapatkan *return* berupa suku bunga adalah investasi berbentuk *saving* seperti hutang, obligasi, dan deposito. Besaran suku bunga didasarkan dari perhitungan nilai ekonomi pada periode tertentu. Tingkat suku bunga diatur dan diterapkan sebagai kebijakan moneter untuk mengontrol stabilitas perekonomian di Indonesia. Tingkat suku bunga akan mempengaruhi tingkat suku bunga kredit perbankan

dan bunga deposito yang berakibat pada keputusan masyarakat dalam berinvestasi (Rachmadhanto dan Raharja, 2014).

Peningkatan suku bunga memancing para investor untuk memilih investasi berbentuk *saving* berupa obligasi maupun deposito. Kondisi ini akan menurunkan permintaan para investor untuk berinvestasi ke saham atau meningkatkan penawaran para investor untuk menjual sahamnya. Kondisi ini akan mengakibatkan tingkat *underpricing* semakin rendah yang sesuai dengan perilaku hubungan antara tingkat suku bunga dengan *underpricing* di Indonesia pada periode 2009 sampai 2017 yang berlawanan. Hal ini juga diperkuat oleh Granger (1969 dalam Mok, 1993) yang menyatakan bahwa suku bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham. Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

H6: Suku bunga berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

METODE PENELITIAN

Populasi Dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan *go public* yang melakukan IPO dan tercatat di BEI. Sampel dipilih dengan metode *purposive sampling dengan* kriteria sebagai berikut: (1) perusahaan *go public* yang melakukan IPO di BEI pada periode 2009 sampai 2017; (2) Perusahaan yang mengalami *underpricing*;

Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan pada penelitian ini menggunakan data sekunder. Data yang digunakan pada penelitian ini berupa: (1) Daftar emiten yang melakukan IPO periode 2009 sampai 2017 diperoleh dari *website* IDX; (2) Harga saham penawaran perdana di pasar primer diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), sedangkan harga pembukaan hari pertama di pasar sekunder (*open price*) diperoleh dari *website* IDX untuk kekurangan data diambil dari *website Yahoo finance*; (3) ROA, DER, ukuran perusahaan, umur dan nama *underwriter* diperoleh dari *annual report* dan ICMD; (4) Reputasi *underwriter* periode 2009 sampai 2017 diperoleh dari *website* IDX *Fact Book* tahunan; (5) daftar tingkat suku bunga periode 2009 sampai 2017 diperoleh dari *website* Bank Indonesia (BI).

Variabel Penelitian

Variabel Dependen

Underpricing yang dihitung dari *initial return*. Menurut Jogiyanto (2017) *Initial return* merupakan keuntungan yang diperoleh oleh investor dari selisih harga saham saat penawaran perdana di pasar primer dengan harga pembukaan (*open price*) di pasar sekunder atau dari selisih harga saham saat penawaran perdana di pasar primer dengan harga penutupan (*close pricing*) pada hari pertama di pasar sekunder. *Initial return* pada penelitian ini dihasilkan dari perhitungan selisih harga saham saat penawaran perdana di pasar primer dengan harga pembukaan (*open price*) di pasar sekunder pada hari pertama. Rumus yang digunakan untuk menghitung *initial return* sebagai berikut:

$$IR = \frac{Open\ Pricing - Offering\ Pricing}{Offering\ Pricing}\ x\ 100\% \qquad (1)$$

Keterangan:

IR = *Initial Return* (*return* awal)
Open Pricing = Harga pembukaan hari pertama di pasar sekunder
Offering Pricing = Harga penawaran perdana

Variabel Independen

a. *Return On Asset* (ROA)

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Asset}\ x\ 100\% \qquad (2)$$

Keterangan:
ROA = *Ratio On Asset*
Net Income = Laba bersih setelah pajak
Total Asset = Total aset

b. *Debt to Equity Ratio* (DER)

$$DER = \frac{Total\ Debt}{Total\ Equity}\ x\ 100\% \qquad (3)$$

Keterangan:
DER = *Debt to Equity Ratio*
Total Debt = Total kewajiban
Total Equity = Total modal atau ekuitas

c. Ukuran Perusahaan

$$Size = Log\ Total\ Asset \qquad (4)$$

Keterangan:
Size = Ukuran perusahaan
Log = Logaritma
Total Asset = Total aset

d. Reputasi *Underwriter*

Reputasi *underwriter* merupakan variabel *dummy* yaitu variabel yang bersifat kualitatif yang dikuantitatifkan. Model pengukuran variabel ini yaitu angka 1 untuk *underwriter* yang masuk ke dalam 20 top besar dari 50 *most active* IDX *members in total trading frequency* dan angka 0 untuk *underwriter* yang tidak masuk ke dalam 20 top besar dari 50 *most active* IDX *members in total trading frequency* (Gunarsih *et al.* 2014). Data reputasi *underwriter* yang digunakan pada penelitian ini diperoleh dari IDX *Fact Book*.

e. Umur Perusahaan

Umur digunakan untuk mengukur waktu lama perusahaan berdiri dan beroperasi. Umur dapat dihitung mulai dari awal perusahaan itu berdiri sampai perusahaan tersebut melakukan IPO. Semakin lama perusahaan itu berdiri maka perusahaan tersebut memiliki pengalaman yang lebih banyak dalam menjalankan bisnisnya yang dapat mengurangi risiko terjadinya kebangkrutan. Umur biasanya dihitung dengan skala tahunan.

$$Age = Tipo - Tberdiri \qquad (5)$$

Keterangan:
Age = Umur perusahaan
Tipo = Tahun perusahaan saat IPO
Tberdiri = Tahun perusahaan saat berdiri

f. Tingkat Suku bunga

Suku bunga merupakan salah satu kebijakan moneter yang besarannya ditentukan oleh bank sentral di setiap negara. Besaran tingkat suku bunga berbentuk persentase yang diperoleh dari BI *Rate*. Data suku bunga disesuaikan dengan hari pada saat emiten melakukan IPO.

Model Regresi

Persamaan regresi *linier* secara empiris sebagai berikut:

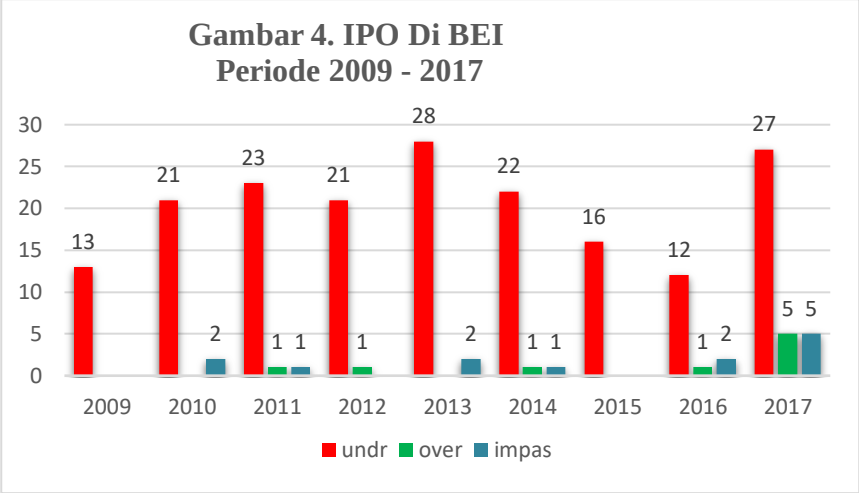
$$Undp = a + \beta 1ROA + \beta 2DER + \beta 3Size + \beta 4Rep_{Und} + \beta.Ag + \beta 6Sk_Bunga + e \quad (6)$$

Keterangan:

Undp	= *Underpricing* atau *initial return*
ROA	= *Return On Asset*
DER	= *Debt to Equity Ratio*
Size	= Ukuran perusahaan
Rep_Und	= Reputasi *underwriter*
Age	= Umur perusahaan
Sk_Bunga	= Suku bunga
e	= Residual

PEMBAHASAN

Jumlah perusahaan yang melakukan IPO dengan kategori *underpricing*, *overpricing* dan impas adalah sebagimana gabar 4. *Underpricing* mendominasi data IPO pada tahun 2009-2017.



Sumber: Olahan data 2019

Statistik deskriptif adalah sebagaimana tabel 1, dengan nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean) dan standard deviasi perusanaan sampel.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	Min	Max	Mean	Std. Dev
Undp	0,006	0,700	0,20649	0,177820
ROA	0,000	0,513	0,06711	0,080891
DER	0,000	84,157	2,98774	6,702312
Size	23,393	31,934	27,66079	1,466141
Rep_Und	0,000	1,000	0,49180	0,501304
Age	1,100	111,500	19,96557	16,277236
Sk_Bunga	0,043	0,088	0,06346	0,009959

Sumber: Olahan Data, 2019

Hasil analisis regresi yang dipergunakan untuk menguji hipotesis adalah sebagaimana tabel 2. Nilai F adalah 6,388 signifikan secara statistis pada α 1%. Pengujian hipotesis adalah sebagai berikut.

Tabel 2. Hasil persamaan Regresi

Variabel	Koefisien	Std. Error	t	Sig.
(Constant)	1,401	0,265	5,289	0,000
ROA	-0,174	0,093	-1,883	0,061
DER	-0,016	0,014	-1,159	0,248
Size	-0,014	0,009	-1,498	0,136
Rep_Und	-0,036	0,027	-1,342	0,181
Age	-0,018	0,008	-2,422	0,016
Sk_Bunga	-2,483	0,727	-3,415	0,001
Adjusted R Square	0,156			
F statistik	6,388	Sig.0,000		

Catatan: Model regresi sudah diuji Normalitas Residual, Autokorelasi, ultikolinieritas dan Heteroskedastisitas

Sumber: Olahan Data, 2019

Pengaruh ROA Terhadap *Underpricing*

Variabel ROA memiliki nilai t sebesar -1,883 pada *α* sebesar 0,061, maka variabel ROA signifikan pada tingkat kepercayaan 0,10, yang berarti bahwa variabel ROA berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Hasil analisis tersebut mendukung hipotesis pertama yang berarti H1 diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Pahlevi (2014) dan Lismawati dan Munawarah (2015) yang menyatakan bahwa variabel ROA memiliki pengaruh negatif terhadap *underpricing*.

ROA merupakan indikator yang dijadikan sebagai bahan pertimbangan oleh investor dalam pengambilan keputusan untuk melakukan investasi. Hasil pengamatan dari penelitian ini bahwa investor lebih memilih perusahaan yang lebih produktif dalam mengelolah seluruh asetnya. Pengelolaan aset merupakan hal penting yang harus diperhatikan oleh perusahaan untuk meningkatkan produktivitas dan meminimalisir terjadinya pembengkakan biaya saat perusahaan beroperasi, seperti dalam penyediaan bahan baku, jumlah kebutuhan mesin untuk mendukung kegiatan operasional, maupun dalam mengelolah kas dan piutang. Semakin baik perusahaan dalam mengelolah seluruh asetnya, maka *return* yang dihasilkan oleh perusahaan pun semakin tinggi. Kondisi ini dapat meningkatkan kepercayaan investor institusi maupun investor individu untuk berinvestasi.

Pengaruh DER Terhadap *Underpricing*

Variabel DER memiliki nilai t sebesar -1,159 pada α sebesar 0,248 atau lebih besar dari tingkat kepercayaan 0,10, yang berarti bahwa H2 ditolak karena variabel DER tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Aini (2013) bahwa DER tidak berpengaruh terhadap *underpricing*.

Temuan ini mungkin disebabkan karena investor tidak mempertimbangkan besar kecilnya hutang yang dimiliki oleh perusahaan, melainkan karena investor lebih melihat pada prospek perusahaan dalam jangka panjang dari penggunaan dan pengelolaan hutang, seperti pembelian mesin baru, peralatan baru, serta penambahan persediaan bahan baku yang dapat digunakan untuk meningkatkan kapasitas proses produksi dan penjualan. Pengelolaan hutang yang baik diharapkan dapat meningkatkan pendapatan serta

return yang dihasilkan oleh perusahaan di masa yang akan datang, sehingga investor akan mendapatkan *return* berupa *capital gain* dan dividen.

Pengaruh Variabel Ukuran Perusahaan Terhadap *Underpricing*

Variabel ukuran perusahaan memiliki nilai t sebesar -1,498 pada α sebesar 0,136, yang berarti tidak signifikan karena nilai α lebih besar dari tingkat kepercayaan 0,10, sehingga variabel DER tidak berpengaruh terhadap *underpricing* yang berarti bahwa H3 ditolak. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian dari Chorruk dan Worthington (2010), Rosyidah (2014) dan Fitriana (2017) yang menyebutkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *underpricing*.

Berdasarkan hasil penelitian tersebut, dapat disimpulkan bahwa ternyata investor tidak mempertimbangkan besar kecilnya ukuran perusahaan untuk mengambil keputusan dalam berinvestasi. Investor memandang bahwa perusahaan yang memiliki ukuran yang besar belum tentu perusahaan tersebut dapat menghasilkan *return* yang tinggi. Hal ini terjadi karena perusahaan tidak produktif dalam mengelolah seluruh asetnya untuk menghasilkan laba yang tinggi.

Pengaruh Reputasi *Underwriter* Terhadap *Underpricing*

Variabel reputasi *underwriter* memiliki nilai t sebesar -1,342 pada α sebesar 0,181 atau lebih besar dari tingkat kepercayaan 0,10, yang berarti bahwa H4 ditolak karena variabel reputasi *underwriter* tidak berpengaruh terhadap *underpricing.* Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Rosyidah (2014) dan Fitriana (2017) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* tidak memiliki pengaruh terhadap *underpricing*. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Nashiroh dan Uzaki (2013), Rizqi dan Harto (2013), Junaeni dan Agustian (2013), Martino (2015), Amborowati (2017), dan Gumanti *et al.* (2017), serta Chhabra *et al.* (2017) yang menyatakan bahwa reputasi *underwriter* memiliki pengaruh negatif terhadap *underpricing*.

Perbedaan hasil penelitian ini terjadi karena *underwriter* yang memiliki reputasi baik tidak memberikan sinyal kepada investor tentang baik buruknya emiten serta penetapan nilai yang pantas pada harga penawaran saham, hal ini didukung dari hasil penelitian yang dilakukan Aini (2013) pada perusahaan yang melakukan IPO pada periode 2007 sampai 2011 di BEI.

Underwriter yang memiliki reputasi baik tidak memberikan informasi khusus kepada calon investor institusi maupun calon investor individu dalam menilai kualitas emiten. Pada kondisi ini investor sulit untuk membedakan mana *underwriter* yang memiliki reputasi yang baik, dan mana *underwriter* yang tidak memiliki reputasi. *Underwriter* yang tidak memiliki reputasi terus berusaha untuk menyajikan prospektus selengkap mungkin terkait emiten yang melakukan IPO. Hal tersebut dilakukan untuk meningkatkan citra dan kepercayaan baik kepada emiten maupun kepada calon investor.

Pengaruh Umur Terhadap *Underpricing*

Berdasarkan hasil analisis regresi, variabel umur memiliki nilai t sebesar -2,422 pada α sebesar 0,016, maka variabel umur signifikan pada tingkat kepercayaan 0,05. Artinya H5 diterima karena variabel umur memiliki pengaruh negatif secara signifikan. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Amborowati (2017) yang menunjukkan bahwa umur memiliki pengaruh negatif terhadap *underpricing*.

Perusahaan yang baru beroperasi atau memiliki umur yang relatif muda menimbulkan terjadinya *underpricing* yang tinggi, sedangkan perusahaan yang sudah beroperasi sejak dulu dapat meminimalisir terjadinya *underpricing*. Para investor berpandangan bahwa semakin lama perusahaan beroperasi, maka semakin banyak pengalaman perusahaan di bidang bisnis dibandingkan dengan perusahaan yang baru

berdiri atau memiliki umur yang muda. Perusahaan ini akan lebih mudah untuk memasarkan produknya karena sudah memiliki *brand* dan citra yang baik di mata konsumen. Kondisi ini akan menguntungkan perusahaan untuk menawarkan dan menjual produknya dengan biaya promosi yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang masih baru, sehingga laba yang dihasilkan bisa optimal. Selain itu, informasi dan data perusahaan pun lebih mudah didapat oleh para investor yang dapat dijadikan sebagai acuan untuk melakukan analisis dalam pengambilan keputusan untuk berinvestasi, sehingga dapat disimpulkan bahwa umur dapat berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.

Pengaruh Suku Bunga Terhadap *Underpricing*

Variabel suku bunga memiliki nilai t sebesar -3,415 pada α sebesar 0,001, yang artinya signifikan pada tingkat kepercayaan 0,01. Dari hasil tersebut maka H6 diterima karena variabel suku bunga berpengaruh negatif secara signifikan. Pada kondisi ini investor lebih memperhatikan kebijakan yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia terkait peningkatan suku bunga. Peningkatan suku bunga dapat mempengaruhi dalam pengambilan keputusan untuk memilih investasi yang paling menguntungkan serta memiliki risiko yang rendah. Investasi tersebut berupa obligasi ataupun deposito. Ketika permintaan investasi terhadap obligasi ataupun deposito mengalami peningkatan, maka investasi di pasar modal terutama pada saham perdana akan mengalami penurunan yang dapat mengakibatkan harga penawaran saham pada hari pertama di pasar sekunder cenderung melemah atau lebih rendah dari harga saham pada saat IPO. Berdasarkan hal tersebut dapat disimpulkan bahwa suku bunga berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.

KESIMPULAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh faktor ekstermal (tingkat suku bunga dan reputasi *underwriter)* dan faktor internal (ROA, DER, ukuran perusahaan, dan umur perusahaan) terhadap *underpricin*. Data yang dipergunakan adalah perusahaan yang melakukan IPO di BEI periode 2009-2017. Dari hasil pengujian dari 183 perusahaan yang mengalami *underpricing,* maka kesimpulan yang dapat diambil sebagai berikut:

1. Variabel ROA berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *underpricing*. Hasil tersebut menunjukkan bahwa investor mempertimbangkan besaran *return* yang dihasilkan oleh perusahaan dari total asetnya. Pada kondisi ini investor lebih melihat pada perusahaan yang produktif dalam mengolah seluruh asetnya untuk menghasilkan *return* yang setinggi mungkin untuk menjadi tolak ukur dalam menilai kinerja perusahaan.
2. Variabel DER tidak berpengaruh terhadap *underpricing.* Hasil tersebut menunjukkan bahwa investor tidak mempertimbangkan seberapa besar hutang yang dimiliki oleh perusahaan. Melainkan investor lebih melihat untuk prospek dari penggunaan hutang tersebut yang dapat meningkatkan penjualan di masa yang akan datang.
3. Variabel ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Hasil tersebut menunjukkan bahwa investor tidak mempertimbangkan besaran ukuran perusahaan, karena tidak semua perusahaan yang memiliki ukuran yang besar dapat menghasilkan laba yang tinggi. Banyak perusahaan dengan ukuran yang besar tetapi *return* yang dihasilkan kurang optimal.
4. Variabel reputasi *underwriter* tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Investor sulit membedakan antara *underwriter* yang memiliki reputasi yang baik dan *underwriter* yang tidak memiliki reputasi. *Underwriter* yang tidak bereputasi akan berusaha untuk memberikan informasi dan data selengkap mungkin untuk meningkatkan citra dan reputasi *underwriter* serta menarik calon investor konstitusi maupun individu.

5. Variabel umur berpengruh negatif dan signifikan terhadap *underpricing*. Hasil tersebut menggambarkan bahwa investor mempertimbangkan umur perusahaan. Semakin lama perusahaan beroperasi, maka semakin banyak pengalaman perusahaan di bidang bisnis dibandingkan dengan perusahaan yang masih baru beroperasi. Selain itu, investor lebih mudah untuk mencari informasi dan data perusahaan di masa lampau.
6. Variabel suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *underpricing*. Pada kondisi ini, investor akan mempertimbangkan besaran suku bunga yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia. Jika suku bunga mengalami peningkatan, investor lebih memilih untuk melakukan investasi berbentuk *saving* seperti deposito dan obligasi dibandingkan dengan saham karena lebih berisiko. Kondisi ini akan mempengaruhi menurunnya permintaan saham di pasar sekunder terutama pada hari pertama setelah IPO yang mengakibatkan harga saham pada saat penawaran hari pertama di pasar sekunder mengalami penurunan atau lebih rendah dari harga pada saat IPO.

Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa tidak semua variabel independen signifikan secara statistis. Dari variabel yang signifikan, koefisien tingkat suku bunga adalah yang paling tinggi. Hal ini menujukkan bahwa faktor eksternal (suku bunga) memiliki pengaruh yang lebih kuat dibandingkan faktor internal perusahaan. Dengan demikian, faktor eksternal memprediksi *underpricing* lebih baik dibandingkan faktor internal perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Aini, S. N. (2013). Faktor-faktor Yang Mempengaruhi *Underpricing* Saham Pada Perusahaan IPO Di BEI Periode 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Manajemen, 01(01)*, 88-102.

Amborowati, D. (2017). Analisis Perbandingan Tingkat *Underpricing* Emisi Saham Perdana Pada Era *Fixed Price Offerings* Dan *Bookbuilding* Di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi.* Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada.

Brigham, E. F. dan Houston, J. F. (2014). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.

Carter, R. dan Manaster, S. (1990). Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. *The Journal of Finance XL, XLV (04),* 1045-1067.

Chhabra, S., Kiran, R., dan Sah, A. N. (2017). Information Assymetry Leads Underpricing: Validitation Through SEM For Indian IPOs. *Program, 51 (02),* 116-131.

Chorruk, J. dan Worthington, A. (2010) "New evidence on the pricing and performance of initial public offerings in Thailand, 1997-2008". *Emerging Markets Review, 11(3),* 285-299.

Fact Book. 2010. Tentang *Indonesian Stock Exchange*.

Fakhruddin, H. M. (2008). *Go Public: Strategi Pendanaan dan Peningkatan Nilai Perusahaan*. Jakarta: PT Gramedia.

Fitriana, P. M. (2017) "Pengaruh Asimetri Informasi Terhadap *Underpricing* (Studi Pada Perusahaan Yang Melakukan *Initial Public Offering* Periode 2010-2015 Di Bursa Efek Indonesia)". *Tesis.* Fakultas Ekonomika Dan Bisnis Universitas Gadjah Mada.

Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 25*. Edisi 9. Semarang: Fakultas Ekonomi Bisnis Universitas Diponegoro.

Gumanti, T. A., Lestari, A., dan Manan, S. S. A. (2017). Underpricing and Number of Risk Factors of Initial Public Offerings in Indonesia. *Business: Theory and Practice, 18,* 178-185.

Gunarsih, T., Handayani, W. dan Wijayanti, L. E. (2014) "Pengaruh Pengungkapan *Intellectual Capital* Dan Kepemilikan Institusi Terhadap *Underpricing* Pada Penawaran Umum Perdana". *EKOBIS 15 (01),* 85-101.

Handayani, S. R. dan Shaferi, I. (2011). 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. *Performance, 14 (02),* 103-118.

Horne, V. dan Wachowicz. (1997). *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Edisi Sembilan. Jakarta: Salemba empat.

Jogiyanto, H. M. (2015). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi ke delapan. Yogyakarta: BPFE.

Junaeni, I. dan Agustian, R. (2013). Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi *Underpricing* Pada Perusahaan Yang Melakukan *Initial Public Offering* Di BEI. *Jurnal Ilmiah Widya 01(01),*52-59.

Karamoy, H., & Tulung, J. E. (2020). The Effect Of Financial Performance And Corporate Governance To Stock Price In Non-Bank Financial Industry. *Corporate Ownership & Control, 17(2),* 97-103

Kurniawan, L. (2014). Informasi Akuntansi Dan *Non* Akuntansi Pada Fenomena *Underpricing* Yang Terjadi Saat Penawaran Umum Saham Perdana Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi XVIII (03),* 371-382.

Lestari, A. H., Hidayat, R. R. dan Sulasmiyati, S. (2015). Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi *Underpricing* Saham Pada Penawaran Umum Perdana Di BEI Periode 2012-2014 (Studi Pada Perusahaan Yang Melaksanakan IPO Di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2014. *Jurnal Administrasi Dan Bisnis 25 (01),* 1-9.

Linazah, N. L. dan Setyowati, T. (2015). Faktor-faktor Yang Mempengaruhi *Underpricing* Pada Perusahaan Yang Melakukan Penawaran Umum Perdana Di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Manajemen dan Bisnis Indonesia 01 (01),* 106-120.

Ljungqvist, A. (2007). *IPO Underpricing. First Edition*. Handbook Corporate Finance: Empirical Corporate Finance 01 (7), 375-418.

Lu Xu. (2013). *Explaining Chinese IPO Underpricing Based On Information Assimetry*. *Master Thesis.* School Of Management And Governance Master Of Science In Business Administration Track In Financial Management.

Martino. (2015). Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Terjadinya *Underpricing* Pada Perusahaan Yang Melakukan *Initial Public Offerings* (IPO) Di Bursa Efek Indonesia. *Tesis.* Fakultas Ekonomika Bisnis Universitas Gadjah Mada.

Mok, H. M. K. (1993). Causality of Interest Rate, Exchange Rate, and Stock Price at Stock Market Open and Close in Hongkong. *Asia Pacific Jurnal Of Management. 10 (02),* 123-143.

Mojambo, G. A., Tulung, J. E., & Saerang, R. T. (2020). The Influence of Top Management Team (TMT) Characteristics Toward Indonesian Banks Financial Performance During The Digital Era (2014-2018). *JMBI UNSRAT (Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi)., 7(1)*

Murtini. (2015). Pengaruh Reputasi *Underwriter*, *SIZE*, Dan Usia Perusahaan Pada Penentuan Harga IPO. *JRAK 11 (02),* 137-146.

Nashiroh dan Uzaki, K. (2013) Initial Public Offering (IPO) Underpricing, Underwriter Reputation and Oversubscription: Evidence from Shariah-Compliant Companies listed on the Malaysian Stock Exchange (MSE*). ISS and MLB 24-26*, Page: 814-826.

Pahlevi, R. W. (2014). Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi *Underpricing* Saham Pada Penawaran Saham Perdana Di BEI. *Jurnal Siasat Bisnis 18 (22),* 219-232

.

Priyatno, D. (2017). *Panduan Praktis Olah Data Menggunakan SPSS*. Yogyakarta: Andi Offset.

Purbarangga, A. (2013). Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Underpricing* pada Penawaran Umum Saham Perdana. *Skripsi.* Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro. Semarang.

Putra, M. A. M. dan Damayanthi, I. G. A. K. (2013). Pengaruh *Size*, *Return On Assets* Dan *Financial Leverage* Pada Tingkat *Underpricing* Penawaran Saham Perdana Di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi Udayana 04 (01),* 128-140.

Rachmadhanto, D. dan Raharja. (2014). Analisis Pengaruh Faktor Fundamental Perusahaan Dan Kondisi Ekonomi Makro Terhadap Tingkat *Underpricing* Saat Penawaran Umum Perdana (Studi Empiris pada Perusahaan *Go Public* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2011). *Diponegoro Journal Of Accounting, 03 (04),* 1-12.

Rizqi, I. A. dan Harto, P. (2013). Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi *Underpricing* Ketika *Initial Public Offering* (IPO) Di Bursa Efek Indonesia. *Diponegoro Journal of Accounting, 02 (3),* 1-7.

Rosyidah, L. (2014). Pengaruh Karakteristik Perusahaan, Reputasi *Underwriter* Dan Reputasi Auditor Terhadap Tingkat *Underpricing* . *Jurnal Ilmu Manajemen, 02 (03),* 965-978.

Sheokand, A. (2015). A Comperhensive Study On Underpricing In Indian Initial Public Offerings. *International Jurnal Of Informative and Futuristics Research, 02 (08),* 2507-2517.

Sukirno, S. (2006). *Makro Ekonomi Teori Pengantar*. Edisi Ketiga. Jakarta: PT. Raja Grafindo Perkasa.

Tulung, J. E., & Ramdani, D. (2016). The Influence of Top Management Team Characteristics on BPD Performance . *Journal of Business Studies 8 (3),* 155-166.

Tulung, J. E., Saerang, I. S., & Pandia, S. (2018). The influence of corporate governance on the intellectual capital disclosure: a study on Indonesian private banks. *Banks and Bank Systems*, *13*(4), 61-72.

Witjaksono, L. S. (2012). Analisis Faktor-faktor Keuangan Yang Mempengaruhi Fenomena *Underpricing* Pada Perusahaan Sektor Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia 2002-2010. *Berkala Ilmiah Mahasiswa Akuntansi, 01(01),* 33-37.

Undang-undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal.

Yahoo Finance. (2018). Historical Data. https://finance.Yahoo.com/. Diakses pada tanggal 11 Oktober 2018.

Yulanda, E. (2010). Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi *Underpricing* Pada Saat *Initial Public Offering* Tahun 2001-2008 Di Bursa Efek Indonesia. *Tesis.* Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada.