Jurnal Akuntansi dan Bisnis
Vol 24, No. 1, Februari 2024: 31-46
https://jab.fe.uns.ac.id/

DETERMINAN UNDERPRICING DENGAN REPUTASI PENJAMIN EMISI SEBAGAI MODERASI DARI PERSPEKTIF PERUSAHAAN

M. REZA OKTANANDA (mrezaokta@gmail.com)
EVI GANTYOWATI

Magister Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sebelas Maret, Indonesia

A B S T R A C T

This study aims to provide empirical evidence regarding the factors that influence underpricing. The analysis technique uses multiple linear regression and Moderate Regression Analysis analyses. The population in this study are companies that conduct IPOs on the Indonesia Stock Exchange. This study used purposive sampling and obtained 116 samples from 164 companies that completed IPOs in 2020–2022. The results showed that auditor reputation hurts underpricing, and the debt-equity ratio positively affects underpricing. In contrast, earnings per share and company age do not affect underpricing. The results of moderation testing show that underwriter reputation weakens auditor reputation and debt-equity ratio on underpricing, and underwriter reputation cannot moderate earnings per share and company age on underpricing.
Keywords: underpricing, underwriter's reputation, earnings per share, debt to equity ratio

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris mengenai faktor-faktor yang memengaruhi *underpricing*. Teknik analisis menggunakan analisis regresi linear berganda dan analisis *Moderate Regression Analysis*. Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dan memperoleh 116 sampel dari 164 perusahaan yang melakukan IPO tahun 2020–2022. Hasil penelitian menunjukkan bahwa reputasi auditor berpengaruh negatif terhadap *underpricing* dan *debt equity ratio* berpengaruh positif terhadap *underpricing*, sedangkan *earnings per share* dan umur perusahaan tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Hasil dari pengujian menggunakan moderasi menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* memperlemah reputasi auditor dan *debt equity ratio* terhadap *underpricing*, dan reputasi *underwriter* tidak dapat memoderasi underpricing, reputasi underwriter, laba per saham, debt to equity ratio
Kata kunci: underpricing, reputasi underwriter

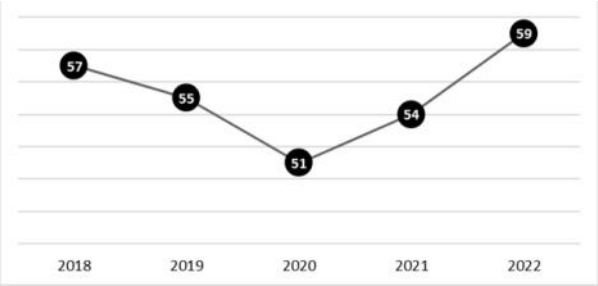
Tanggal Masuk:
28 Desember 2023
Tanggal Revisi:
1 Februari 2024
Tanggal diterima:
19 April 2024

PENDAHULUAN

Pasar modal menjadi opsi bagi perusahaan yang menginginkan peningkatan modal tambahan (Pangestuti, 2022). Fungsi pasar modal tidak hanya sebagai sumber pendanaan, tetapi juga sebagai wadah untuk mendapatkan pendanaan jangka panjang dari masyarakat yang dapat dialokasikan ke berbagai sektor. Di samping itu, pasar modal memungkinkan para investor mengeksplorasi opsi investasi yang cocok dengan tingkat risiko yang mereka miliki (Sasikirono, Sumiati & Indrawati, 2018). Perlu dicatat bahwa tren penawaran umum perdana yang dilakukan oleh perusahaan menunjukkan peningkatan, dengan catatan dalam lima tahun terakhir terdapat 276 perusahaan yang melakukan *Initial Power Offering* (IPO). Pelaksanaan kegiatan penawaran perdana, perusahaan sering kali menggunakan *underwriter* karena proses pencatatan dan penawaran saham pada umumnya sangat rumit sehingga perusahaan dapat fokus pada operasional bisnisnya (Legierse, 2023). Penetapan harga saham untuk penawaran perdana melibatkan perundingan antara perusahaan dan *underwriter* (Hapsari & Subagyo, 2022). Meskipun terdapat kesepakatan antara

kedua belah pihak, harga yang tinggi diinginkan bagi perusahaan untuk memperoleh modal yang sebesar-besarnya, sementara *underwriter* berusaha mendapatkan harga yang rendah untuk mengurangi risiko beli saham yang mungkin tidak laku dijual dengan harga murah pada penawaran *full commitment* (Rastiti & Stephanus, 2015). Setelah harga ditetapkan, terdapat dua kemungkinan: Jika harga IPO di bawah dari harga pasar sekunder pada hari perdagangan pertama, maka dianggap *undervalued*, sebaliknya jika harga IPO di atas dari harga pasar sekunder pada hari perdagangan pertama, maka dianggap *overvalued* (Thoriq, Hartoyo & Sasongko, 2018). Menurut Baron (1982) *underwriter* dapat menggunakan *underpricing* sebagai strategi pemasaran sahamnya karena *underwriter* memiliki akses yang lebih luas terhadap informasi pasar.

Emiten dapat mempertimbangkan secara cermat dalam memilih penjamin emisi dengan reputasi yang baik untuk memastikan kesuksesan pelaksanaan IPO (Widarjo, Rahmawati & Widagdo, 2017). Penjamin emisi yang memiliki reputasi baik cenderung memberikan informasi IPO yang berkualitas (Corwin & Schultz, 2005). Sebaliknya, penjamin emisi dengan reputasi kurang baik kemungkinan akan menetapkan harga yang lebih rendah untuk mengurangi risiko dari kemungkinan tidak terjualnya saham, sedangkan *underwriter* yang telah membangun reputasi baik cenderung menetapkan harga saham yang lebih tinggi sebagai komitmen untuk menjaga reputasinya (How & Yeo, 2000). *Underwriter* bereputasi baik memiliki kecenderungan untuk menjaga integritasnya sehingga proses IPO dapat dilakukan secara finansial sehat dan memiliki prospek yang positif, yang pada akhirnya akan menguntungkan bagi investor jangka panjang (Su & Bangassa, 2011).



Gambar 1.
Jumlah perusahaan yang melakukan IPO 2018-2022

Saat pelaksanaan penawaran perdana, anomali yang umum terjadi adalah adanya kecenderungan *underpricing* pada harga saham (Sitomopul, Purwohedi & Warokka, 2017). *Underpricing* dinilai merugikan perusahaan karena mengakibatkan modal yang diterima tidak optimal, namun dari perspektif investor, *underpricing* dianggap sebagai indikator positif yang dapat dimanfaatkan untuk memperoleh keuntungan saat IPO pertama kali dilakukan (Beatty & Ritter, 1986). Sebagai contoh, pada IPO PT Murni Sadar Tbk pada tahun 2022, harga penawaran awal adalah Rp1.280,00 per lembar saham, tetapi pada penutupan hari pertama, harga saham naik 25% menjadi Rp1.600,00. Secara ideal, harga IPO seharusnya mencerminkan nilai tersebut, namun kenyataannya ditawarkan lebih rendah, yaitu Rp1.280,00. Menurut studi oleh Rock (1986), investor yang memiliki banyak informasi tentang perusahaan dan memahami nilai wajar saham akan mencari saham IPO yang memiliki potensi kenaikan harga pada hari pertama di pasar sekunder.

Tabel 1 menunjukkan bahwa dalam tiga tahun terakhir, sekitar 87% perusahaan yang melakukan IPO mengalami

Tabel 1.
Perusahaan *IPO* dan *underpricing* tahun 2020 – 2022

Tahun	*IPO*	Perusahaan *Underpricing*	Persentase	*Average Underpricing*
2020	51	51	100%	38,59%
2021	54	45	83%	24,30%
2022	59	47	80%	23,52%
Rata –rata	164	142	87%	28,80%

Sumber: Diolah berdasarkan data *IDX*

underpricing, dengan kenaikan rata-rata harga penutupan pada hari pertama mencapai 28,80%. Dikutip dari penelitian Widarjo *et al*., (2017) rata-rata tingkat *underpricing* di Indonesia dengan presentase 22-29% masih relatif tinggi. *Underpricing* ini dapat disebabkan oleh ketidakseimbangan informasi, terutama terkait ekspektasi prospek yang mendasari prospektus, di antara perusahaan, penjamin emisi, dan investor (Ljungqvist, 2007; Soesetio, Siswanto, Istanti & Subagyo, 2022). Proses penawaran perdana memerlukan prospektus sebagai dokumen utama yang harus mencakup informasi terkini dan situasi perusahaan, sesuai dengan regulasi yang telah ditetapkan oleh Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2017 tentang Bentuk dan Isi Prospektus dan Prospektus Ringkas Dalam Rangka Penawaran Umum Efek Bersifat Ekuitas, berisi format prospektus saat perusahaan akan melakukan *IPO*. Upaya mengurangi ketidakseimbangan informasi, perusahaan dan penjamin emisi mengeluarkan prospektus sebagai sarana informasi (Li, Liu, Liu & Tsai, 2018).

Mengingat tingginya angka *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO, penelitian terkait fenomena ini menjadi sangat menarik, karena masih banyak perusahaan yang menghadapi tantangan ini. Diharapkan bahwa penelitian ini akan memberikan bukti empiris mengenai elemen-elemen yang menyebabkan *underpricing*, dengan fokus pada reputasi *underwriter* sebagai variabel moderasi. Variabel moderasi adalah variabel yang memiliki efek kontingen yang kuat pada hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Dengan kata lain, keberadaan variabel ketiga (variabel moderasi) memodifikasi hubungan asli antara variabel independen dan variabel dependen yang berarti variabel tersebut akan meningkatkan atau melemahkan pengaruh independen dari faktor-faktor dependen (Sekaran & Bougie, 2016). *Underwriter* merupakan salah satu pemangku kepentingan yang mempunyai peranan penting dalam keberhasilan IPO suatu perusahaan, dengan demikian *underwriter* akan berusaha semaksimal mungkin agar dapat menjual sahamnya pada harga yang sesuai dengan kualitas perusahaan. Berdasarkan pengalamannya, *underwriter* mempunyai informasi mengenai kebutuhan calon investor dalam mengambil keputusan investasi, oleh karena itu *underwriter* akan memberikan pertimbangan atau nasihat kepada emiten mengenai informasi tersebut sehingga mengurangi tingkat asimetri informasi (Widarjo *et al*., 2017).

Selain itu, faktor yang dapat memengaruhi *underpricing* dalam penelitian ini adalah reputasi auditor, *earnings per share* (EPS), *debt equity ratio* (DER), dan umur perusahaan. Faktor pertama, reputasi auditor memiliki pengaruh yang signifikan pada kredibilitas laporan keuangan saat sebuah perusahaan melakukan IPO. Kredibilitas laporan keuangan yang diaudit oleh auditor dapat memengaruhi tingkat kepercayaan investor terhadap informasi yang disajikan dalam prospektus perusahaan yang akan melakukan penawaran saham perdana. Kualitas auditor dapat memberikan dampak signifikan terhadap keberhasilan IPO, yang dapat tercermin dalam tingkat *underpricing* yang lebih rendah (Moizer, 1997). Faktor kedua, EPS. Perusahaan yang memiliki EPS tinggi, hal ini akan meningkatkan ekspektasi investor terhadap potensi keuntungan yang dapat diperoleh dari investasi dalam saham perusahaan tersebut. Sebagai akibatnya, harga perdana saham yang ditawarkan oleh perusahaan cenderung mengalami peningkatan karena permintaan investor yang lebih tinggi sehingga dapat menekan terjadinya *underpricing* (Retnowati, 2013). Faktor ketiga, DER. Perusahaan yang memiliki DER yang tinggi menunjukkan risiko keuangan yang tinggi atau risiko kegagalan perusahaan dalam mengembalikan pinjaman yang diperoleh. DER yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki tingkat utang yang tinggi dibandingkan dengan ekuitasnya sehingga perusahaan lebih rentan terhadap risiko keuangan, terutama dalam hal pembayaran utang. Dampak dari DER yang tinggi terhadap keputusan investasi investor juga dapat tercermin dalam

tingkat *underpricing*. Semakin tinggi DER suatu perusahaan, semakin tinggi pula tingkat *underpricing* yang mungkin terjadi. Hal ini disebabkan oleh persepsi investor bahwa perusahaan dengan DER tinggi memiliki risiko yang tinggi sehingga mereka mungkin meminta harga saham yang lebih rendah saat IPO sebagai kompensasi atas risiko yang dihadapi (Thoriq *et al.*, 2018). Faktor keempat, umur perusahaan. Semakin lama usia sebuah perusahaan, semakin banyak informasi yang dapat diperoleh oleh publik. Hal ini memudahkan investor dalam menilai kinerja perusahaan. Jika sebuah perusahaan telah berdiri lama, akan banyak informasi yang dapat digunakan untuk menentukan harga yang tepat untuk saham yang akan dijual kepada publik di pasar modal. Dengan demikian, hal ini memungkinkan untuk menghindari terjadinya *underpricing* saham selama IPO di pasar modal (Isynuwardhana & Febryan, 2022).

Hasil penelitian sebelumnya juga menunjukkan ketidak-konsistenan, yang menjadi motivasi bagi peneliti untuk melakukan penelitian lebih lanjut. Penelitian yang dilakukan Rastiti & Stephanus (2015) menemukan bahwa reputasi auditor tidak berpengaruh sedangkan penelitian yang dilakukan Setya, Supriani & Fianto (2020) dan Kuswanto (2020) reputasi auditor berpengaruh negatif dan berpengaruh positif. Selanjutnya pengujian variabel EPS juga ditemukan hasil yang tidak konsisten seperti penelitian yang dilakukan Kriswanto (2016) menemukan bahwa variabel EPS tidak berpengaruh sedangkan penelitian yang dilakukan Rodoni, Sofyan & Febriyanti *et al.* (2018) dan Soesetio *et al.* (2022) menemukan bahwa variabel EPS berpengaruh positif dan berpengaruh negatif. Variabel DER yang diteliti oleh Thoriq *et al.* (2018) menemukan bahwa variabel DER berpengaruh positif sedangkan Pangestuti (2022) dan Isynuwardhana & Febryan (2022) DER berpengaruh negatif dan tidak berpengaruh, dan variabel umur perusahaan juga ditemukan hasil yang tidak konsisten seperti penelitian yang dilakukan Wahyusari (2013) menemukan umur perusahaan berpengaruh positif terhadap *underpricing* sedangkan penelitian yang dilakukan Thoriq *et al.* (2018) umur perusahaan berpengaruh negatif dan penelitian yang dilakukan Isynuwardhana & Febryan (2022) umur perusahaan tidak berpengaruh terhadap *underpricing*.

Peneliti menambahkan variabel reputasi auditor dan umur perusahaan sebagai variabel independen yang memengaruhi *underpricing*, hal ini yang membedakan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pangestuti (2022). Oleh karena itu, studi ini diharapkan dapat mengisi celah pengetahuan atas ketidak-konsistenan hasil penelitian terdahulu dan memberikan kontribusi signifikan dalam pemahaman faktor-faktor yang memengaruhi *underpricing* dalam konteks pasar modal. Pada penelitian ini peneliti menggunakan reputasi auditor, EPS, DER, dan umur perusahaan sebagai variabel independen dalam memengaruhi *underpricing* serta menggunakan reputasi *underwriter* sebagai variabel moderasi.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEM-BANGAN HIPOTESIS

Teori Sinyal

Spence (1973) dikenal dengan sebutan perintis teori sinyal dalam penelitiannya yang berjudul "*Job Market Signaling*." Dia memperkenalkan kriteria sinyal sebagai upaya untuk mengatasi asimetri informasi yang sering terjadi dalam pasar ketenagakerjaan, dengan harapan memberikan bantuan dalam pengambilan keputusan bagi pihak-pihak yang berkepentingan seperti investor, kreditur, dan manajemen. Leland & Pyle (1977) kemudian mengembangkan teori sinyal khususnya dalam konteks IPO. Saat suatu perusahaan merencanakan IPO, terdapat kesenjangan informasi antara pemilik perusahaan dan calon investor mengenai prospek yang ditawarkan. Kesenjangan ini muncul karena pemilik lama perusahaan memiliki pengetahuan yang lebih mendalam tentang perusahaan dibandingkan dengan calon investor, dan hal ini menciptakan tantangan asimetri

informasi dalam proses IPO.

Teori sinyal memberikan dasar yang penting untuk menjelaskan bagaimana asimetri informasi memengaruhi penilaian investor eksternal terhadap saham yang baru diterbitkan (Liu, Cheng, Ouyang & Wang, 2020). Penerbitan prospektus dianggap sebagai metode sinyal yang digunakan oleh perusahaan untuk berkomunikasi dengan calon investor (Mayasari, Yusuf & Yulianto, 2018). Melalui prospektus, perusahaan memberikan gambaran tentang operasional, laporan keuangan, dan model bisnisnya, yang bertujuan untuk menunjukkan kepada investor terkait nilai dan potensi perusahaan (Galloway & Miller, 2023). Menurut (Allen & Faulhaber, 1989; Welch, 1989) perusahaan dengan harga rendah dianggap sebagai sinyal yang mengidentifikasi antara perusahaan dengan citra baik dan perusahaan dengan citra buruk, serta perusahaan dengan harga rendah cenderung berkualitas tinggi.

Pengaruh reputasi auditor terhadap *underpricing*

Mengurangi risiko perusahaan untuk menyampaikan informasi yang salah kepada pasar dianggap dapat dilakukan melalui penggunaan auditor yang memiliki reputasi (Apsari, Yasa & Astika, 2021). Auditor yang memiliki afiliasi dengan *big four* dianggap memiliki kemampuan lebih baik dalam mendeteksi potensi kecurangan dalam laporan keuangan (Bandi, Widarjo & Trinugroho, 2020).

Menurut teori sinyal, perusahaan yang mengontrak auditor berafiliasi *big four* memberikan sinyal positif kepada investor. Reputasi auditor mencerminkan tingkat kualitas dan profesionalisme mereka sebagai auditor yang bertanggung jawab atas audit laporan keuangan perusahaan. Keterlibatan auditor berkualitas tinggi dapat mengurangi ketidakpastian terkait *initial return*. Menurut Carter & Manaster (1990) *underpricing* dianggap sebagai konsekuensi dari ketidakpastian harga di pasar sekunder. Pemanfaatan jasa auditor dengan reputasi unggul akan memberikan keyakinan kepada investor bahwa laporan keuangan mencerminkan keadaan sebenarnya dari perusahaan. Keyakinan ini dapat mencegah atau membatasi terjadinya *underpricing* (Beatty, 1989). Penelitian oleh Setiawan (2018) juga mengungkapkan *underpricing* dapat ditekan melalui pengauditan laporan keuangan dilakukan oleh auditor berafiliasi *big four*. Hal ini mendapat dukungan dari studi yang dilakukan oleh (Farichah, 2018; Setiawan, 2018; Setya *et al*., 2020) yang menunjukkan *underpricing* dipengaruhi secara negatif oleh reputasi auditor. Reputasi auditor dalam memberikan keyakinan kepada investor bahwa laporan keuangan perusahaan mencerminkan kondisi sebenarnya dari perusahaan. Reputasi auditor yang baik dapat memberikan keyakinan kepada investor bahwa risiko terkait dengan ketidakpastian informasi keuangan dapat diminimalkan, yang pada gilirannya dapat memengaruhi persepsi investor terhadap *underpricing* pada saat IPO.

H1: Reputasi auditor berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.

Pengaruh *earnings per share* terhadap *underpricing*

EPS merupakan ukuran kunci bagi investor untuk mengukur laba bersih perusahaan per lembar saham. Nilai EPS yang tinggi menandakan potensi keuntungan dan dividen yang besar, menarik minat investor, dan berpotensi meningkatkan harga saham, serta mengurangi *underpricing* saat penawaran perdana di pasar (Isynuwardhana & Febryan, 2022).

Berdasar pada teori sinyal, perusahaan berkualitas dapat memberikan sinyal positif kepada investor melalui kinerja operasional yang baik, terutama dengan memiliki EPS tinggi. Hal ini dapat meningkatkan minat investor, mendorong kenaikan harga saham, dan mengurangi tingkat *underpricing* (Prawesti & Indrasari, 2014). Hal ini mendapat dukungan dari studi yang dilakukan oleh (Isynuwardhana & Febryan, 2022; Pangestuti, 2022; Soesetio *et al*., 2022) yang menunjukkan bahwa *underpricing* dipengaruhi secara negatif oleh EPS. Nilai EPS yang tinggi memberikan sinyal positif bagi investor, menarik minat

mereka untuk membeli saham awal dengan harga yang mendekati nilai wajar perusahaan. Ini mengurangi *underpricing* pada saat IPO dan meningkatkan kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan di masa depan, mengurangi asimetri informasi. Meskipun *initial return* investor sedikit karena harga saham tinggi, perusahaan mendapat keuntungan dari peningkatan penjualan saham di pasar awal, memaksimalkan dana yang diperoleh dari publik dan sesuai dengan harapan saat *go public*.

H2: *Earnings* per *share* berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.

Pengaruh *debt equity ratio* terhadap *underpricing*

DER adalah informasi keuangan yang kerap menjadi perhatian investor. Perusahaan yang memiliki DER tinggi seringkali dihindari oleh investor karena tingginya risiko terkait kemampuan perusahaan untuk melunasi pinjaman atau sebaliknya, yang pada akhirnya meningkatkan tingkat ketidakpastian terkait kondisi perusahaan, oleh karena itu, perusahaan yang memiliki hutang tinggi dapat berkontribusi pada peningkatan tingkat *underpricing* saham (Isynuwardhana & Febryan, 2022). Perusahaan yang memiliki DER tinggi cenderung menggunakan dana yang diperoleh dari IPO untuk membayar utang, bukan untuk mengembangkan operasional perusahaan.

Menurut teori sinyal, perusahaan yang memiliki rasio DER yang tinggi memberikan sinyal yang negatif. Tingginya tingkat hutang akan meningkatkan risiko yang dihadapi oleh perusahaan, sehingga tingkat ketidakpastian juga akan meningkat (Utami, Illiyyin & Gumanti, 2019). *DER* yang tinggi dapat menjadi penyebab meningkatnya tingkat *underpricing*, karena investor menilai hal ini sebagai kompensasi yang harus dibayar oleh perusahaan untuk mengatasi risiko yang dihadapinya (Wijayanto, 2010). Hal ini mendapat dukungan dari penelitian yang dilakukan oleh (Rodoni *et al*., 2018; Thoriq *et al*., 2018) bahwa *underpricing* dipengaruhi secara positif oleh DER. Tingkat *DER* yang tinggi sebagai indikator risiko dapat menyebabkan peningkatan tingkat *underpricing*. Tingkat ketidakpastian yang semakin tinggi akibat DER yang tinggi dapat memengaruhi penilaian investor terhadap harga saham perusahaan, yang pada akhirnya dapat menyebabkan peningkatan *underpricing*.

H3: *Debt* equity *ratio* berpengaruh positif terhadap *underpricing*

Pengaruh umur perusahaan terhadap *underpricing*

Umur suatu perusahaan mencerminkan sejauh mana perusahaan atau emiten mampu bertahan dan memberikan indikasi kemampuannya dalam bersaing. Perusahaan yang telah berusia lama memiliki peluang lebih besar untuk mengidentifikasi dan memanfaatkan peluang bisnis serta potensi ekonomi yang ada. Mereka juga mengumpulkan banyak informasi yang dapat diakses oleh masyarakat, memudahkan para investor dalam mengevaluasi kinerja perusahaan. Jika usia suatu perusahaan sudah cukup lama, maka ketersediaan informasi yang melimpah memungkinkan investor untuk melakukan penilaian yang lebih akurat terhadap nilai saham saat akan dijual di pasar modal sehingga dapat menghindari terjadinya *underpricing* pada saat penawaran perdana (Isynuwardhana & Febryan, 2022).

Menurut teori sinyal, perusahaan yang beroperasi lama memiliki peluang lebih besar untuk menyampaikan informasi komprehensif, mengurangi asimetri informasi, dan menurunkan tingkat ketidakpastian di pasar. Ini dapat berkontribusi pada pengurangan *underpricing* (Thoriq *et al*., 2018). Hal ini mendapatkan dukungan dari studi yang dilakukan oleh (Pahlevi, 2014; Thoriq *et al*., 2018) bahwa *underpricing* dipengaruhi secara negatif oleh umur perusahaan. Umur perusahaan yang lebih tua menghasilkan lebih banyak informasi yang diketahui publik, mengurangi asimetri informasi dan ketidakpastian bagi investor. Ini memberikan wawasan tentang kinerja, strategi bisnis, dan kemampuan manajemen, serta mengurangi risiko di mata investor. Pengalaman yang panjang

membantu perusahaan bertahan dan bersaing, mengurangi *underpricing* karena investor percaya pada kestabilan dan kemampuan perusahaan yang telah teruji.

H4: Umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap underpricing

Moderasi reputasi *underwriter* pada pengaruh reputasi auditor terhadap *underpricing*

Menurut penelitian Baron & Kenny (1986) variabel moderator selalu berfungsi sebagai variabel independen. Penelitian yang dilakukan Farichah (2018) menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* digunakan sebagai variabel independen yang memengaruhi *underpricing*, penelitian tersebut menyimpulkan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.

Reputasi yang tinggi menunjukkan bahwa *underwriter* memiliki pengalaman yang melimpah sehingga dalam pertimbangan tertentu, mereka dianggap dapat diandalkan oleh investor saat melakukan penawaran perdana. Sama halnya dengan auditor, laporan keuangan yang telah diaudit oleh auditor yang memiliki afiliasi dengan *big four* memberikan keyakinan kepada investor bahwa informasi dalam laporan keuangan tersebut mencerminkan kondisi sebenarnya dari perusahaan (Pangestuti, 2022). Studi yang dilakukan oleh Arora & Singh (2019) memberikan bukti, *underwriter* bereputasi cenderung merekomendasikan perusahaan untuk memilih auditor yang juga memiliki reputasi baik. Sejalan dengan teori sinyal, penelitian yang dilakukan oleh Bandi *et al*. (2020) memberikan bukti, penggunaan *underwriter* yang memiliki reputasi baik dapat memengaruhi persepsi calon investor di pasar modal. Temuan ini menunjukkan bahwa *underwriter* dengan reputasi yang baik dapat mereduksi ketidakseimbangan informasi antara perusahaan yang menerbitkan saham dan investor potensial, memungkinkan calon investor untuk melakukan analisis yang lebih komprehensif mengenai masa depan perusahaan.

Dipertegas oleh studi Sundarasen, Khan & Rajangam (2018) yang menyatakan bahwa kombinasi antara *underwriter* yang bereputasi dan auditor yang memiliki reputasi baik dapat mengurangi tingkat *underpricing*. Kombinasi antara reputasi *underwriter* dan reputasi auditor ini memiliki pengaruh yang signifikan terhadap persepsi calon investor terhadap kredibilitas penjamin emisi dalam menetapkan harga IPO, terutama ketika terlibat auditor yang memiliki reputasi baik. Investor berharap bahwa informasi yang diberikan oleh auditor berprestasi tinggi, termasuk harga penawaran dan informasi lain dalam prospektus, dapat dianggap sebagai pandangan yang tepat dan wajar. Oleh karena itu, hal ini dapat meminimalkan ketidakpastian terkait nilai perusahaan, dengan asumsi bahwa harga penawaran mencerminkan nilai sebenarnya dari perusahaan, dan pada akhirnya dapat mengurangi *underpricing* sehingga hal ini akan memperlemah pengaruh reputasi auditor terhadap *underpricing* yang dimoderasi oleh reputasi *underwriter* karena penggunaan kedua reputasi tersebut dapat menurunkan *underpricing*.

H5: Reputasi *underwriter* memperlemah pengaruh reputasi auditor terhadap *underpricing*.

Moderasi reputasi *underwriter* pada pengaruh *earnings per share* terhadap *underpricing*

Dengan merujuk pada teori sinyal, penjamin emisi memegang peranan krusial sebagai perantara antara emiten dan investor, memiliki peran yang signifikan dalam proses penetapan harga IPO. Umumnya, dianggap bahwa penjamin emisi dengan reputasi yang tinggi mampu menyediakan prospektus yang lebih berkualitas sehingga mereduksi ketidakseimbangan informasi antara perusahaan yang menerbitkan saham dan investor potensial. Akibatnya, harga IPO memiliki kecenderungan mendekati nilai wajar perusahaan (Pan & Ma, 2022). Temuan ini dipertegas oleh Hu, Dai, Li, Mallick, Ning & Zhu (2021) memberikan bukti, *underpricing* dapat ditekan oleh *underwriter* yang bereputasi tinggi.

EPS yang tinggi menciptakan ekspektasi positif di kalangan investor

terkait potensi keuntungan sehingga dapat mengakibatkan kenaikan harga saham (Pangestuti, 2022). Investor cenderung menyukai saham dengan EPS yang tinggi, dan hal ini membuat *underwriter* lebih berani menetapkan harga tinggi pada saham perusahaan saat penawaran perdana sehingga dapat mengurangi tingkat *underpricing* (Retnowati, 2013). Kinerja perusahaan yang bagus dapat dilihat dari tingginya tingkat EPS, oleh karena itu perusahaan menginginkan harga saham yang tinggi saat penawaran perdana. Penggunaan *underwriter* yang bereputasi sebagai moderasi memperlemah pengaruh EPS terhadap *underpricing* karena *underwriter* yang bereputasi akan memberikan harga yang sesuai dengan nilai wajar dari perusahaan demi menjaga reputasinya sehingga *underwriter* bereputasi mampu menekan *underpricing*.

H6: Reputasi *underwriter memperlemah* pengaruh *earnings per share* terhadap *underpricing*.

Moderasi Reputasi *Underwriter* pada Pengaruh *Debt Equity Ratio* terhadap *Underpricing*

Jika diperlukan, reputasi *underwriter* dapat berfungsi sebagai sinyal untuk mengurangi tingkat ketidakpastian. Penjamin emisi bertanggung jawab untuk menilai risiko yang terkait dengan kegiatan bisnis perusahaan. Investor cenderung memperhatikan DER ketika membuat keputusan investasi, karena tingkat kewajiban yang tinggi dapat mengakibatkan sulitnya memproyeksikan kondisi perusahaan di masa depan, yang pada gilirannya memengaruhi penentuan harga saham.

Dengan penjamin emisi bereputasi baik, investor mendapatkan keyakinan terhadap risiko bisnis perusahaan (Pangestuti, 2022). Argumen ini diperkuat oleh Utami *et al*. (2019) yang menyatakan bahwa *underwriter* bereputasi baik dapat mengurangi tingkat *underpricing*. Reputasi positif penjamin emisi menjadi indikator kualitas perusahaan, mengurangi ketidakpastian dalam penawaran umum, dan menurunkan tingkat *underpricing*.

H7: Reputasi *underwriter* memperlemah pengaruh *debt equity ratio* terhadap *underpricing*.

Moderasi Reputasi *Underwriter* pada Pengaruh Umur Perusahaan terhadap *Underpricing*

Usia perusahaan yang lebih tua diharapkan mengurangi asimetri informasi dan ketidakpastian. Sesuai dengan teori sinyal, investor percaya bahwa pengalaman perusahaan yang lebih tua dapat mengelola bisnis, bersaing, dan mengatasi krisis. Sebagai akibatnya, *underwriter* dapat menetapkan harga saham lebih tinggi, menarik minat investor tanpa ragu (Thoriq *et al*., 2018). Gusni, Subing & Lestari (2019) menguatkan argumen bahwa *underwriter* bereputasi baik cenderung menetapkan harga lebih tinggi, sebagai konsekuensi dari jaminan terhadap kualitas perusahaan, dengan dampak mengurangi tingkat *underpricing*.

Perusahaan yang telah lama berdiri memiliki keunggulan dalam hal pengalaman terkait dengan bidang bisnis yang dijalani. Pengalaman yang telah terakumulasi dari waktu ke waktu memungkinkan perusahaan yang sudah mapan untuk memiliki pemahaman yang lebih dalam tentang pasar, pelanggan, pesaing, dan dinamika industri secara keseluruhan. Selain itu, diharapkan bahwa perusahaan yang telah lama berdiri dan berpengalaman dapat membantu mengurangi asimetri informasi di pasar dan memperkecil ketidakpastian di masa depan. Hal ini akan membantu *underwriter* untuk memberikan penilaian terhadap harga saham perusahaan, *underwriter* yang bereputasi akan memberikan harga saham yang tinggi sebagai konsekuensi dalam menjamin kualitas perusahaan, sehingga penggunaan reputasi *underwriter* sebagai moderasi memperlemah pengaruh umur perusahaan terhadap *underpricing*, karena reputasi *underwriter* dapat menekan *underpricing*.

H8: Reputasi *underwriter* memperlemah *pengaruh* umur perusahaan terhadap *underpricing*.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode

kuantitatif dengan mengambil populasi dan sampel dari perusahaan yang telah melakukan IPO selama periode 2020–2022. Populasi pada penelitian ini sebanyak 911 perusahaan yang IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI). Pemilihan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* dengan beberapa kriteria antara lain, melibatkan perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2020–2022, peneliti memilih periode tersebut karena adanya tren kenaikan perusahaan yang melakukan IPO, selain itu peneliti memilih melakukan penelitian dengan mempertimbangkan efek disaat pandemi dan setelah pandemi yang mengakibatkan adanya gejolak besar dalam pasar. Kriteria kedua adalah perusahaan sektor non-keuangan yang melakukan IPO dengan alasan karena adanya perbedaan karakteristik dalam segi struktur keuangan yang dimiliki oleh perusahaan non-keuangan dan perusahaan keuangan sebagai contoh, dalam industri perbankan penggunaan dana simpanan dari masyarakat sebagai sumber utama pendanaan menciptakan struktur modal yang unik, karena dana simpanan merupakan utang bagi bank, penggunaan dana tersebut untuk melakukan investasi atau memberikan kredit kepada pihak lain akan menciptakan *financial leverage* yang signifikan. Selain itu peneliti juga mengambil kriteria berdasarkan perusahaan yang mendapati *underpricing*, perusahaan tidak mendapati resisi atau kerugian, perusahaan menerbitkan laporan keuangan menggunakan rupiah. Sejumlah 116 perusahaan dipilih sebagai sampel.

Analisis data menggunakan uji regresi linear berganda dan *Moderate Regression Analysis* (MRA) untuk mengevaluasi hubungan antar variabel. Uji ini juga menguji interaksi antara variabel bebas, moderator, dan variabel terikat. *SPSS* digunakan sebagai alat analisis, dengan uji asumsi klasik sebelumnya untuk memastikan terbebas masalah normalitas, multikolinearitas, dan heteroskedastisitas pada model regresi. Pengujian hipotesis dilakukan untuk menguji hubungan yang diajukan. Model regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah persamaan (1) dan persamaan (2).

$$UNDP = \alpha + \beta1(RA) + \beta2(EPS) + \beta3(DER) + \beta4(UMP) + e \quad \text{....(1)}$$

$$UNDP = \alpha + \beta1(RA) + \beta2(EPS) + \beta3(DER) + \beta4(UMP) + \beta5(RU) + \beta6(RA)*(RU) + \beta7(EPS)*(RU) + \beta8(DER)*(RU) + \beta9(UMP)*(RU) \quad \text{..(2)}$$

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel Dependen

Besarnya *underprice* mengacu pada *initial return* IPO, yang merupakan metrik penting dalam mengevaluasi kinerja IPO. Ini dihitung sebagai selisih antara harga penutupan pada hari perdagangan pertama dan harga penawaran di mana saham ditawarkan kepada investor institusional. Rumus ini sesuai dengan metodologi yang diusulkan oleh Miller & Reilly (1987) untuk menghitung *initial return* pada IPO. Hal ini menunjukkan bahwa *initial return* yang dihitung menggunakan rumus pada persamaan (3) yang diberikan dengan tepat mencerminkan kinerja IPO (Sahoo & Rajib, 2010).

$$IR = (P_{t1} — P_{to})/ P_{to} \quad \text{.....(3)}$$

Keterangan: IR: *Initial return*; Pt_1: Harga Penutupan hari pertama, dan Pt_0: Harga Penawaran Perdana.

Variabel dummy digunakan untuk mengukur variabel reputasi auditor, di mana reputasi auditor diatributkan nilai 1 jika auditor terafiliasi dengan salah satu dari empat kantor akuntan publik besar, yaitu Pricewaterhouse Coopers (PwC), Deloitte Touche Tohmatsu (Deloitte), Ernst & Young (EY), Kinsfield, Peat, Marwick, dan Goerdeller (KPMG). Sebaliknya, nilai 0 diberikan jika auditor tidak memiliki afiliasi dengan kantor akuntan publik *big four* (Setya *et al.*, 2020).

Pada variabel *earnings per share* Keuntungan per saham menggunakan rasio *EPS*, karena dianggap dapat memberikan hasil investasi yang lebih besar di masa depan, investor cenderung memilih perusahaan dengan *EPS* tinggi. Rumus perhitungan rasio *EPS* dapat dijelaskan seperti berikut (Pangestuti, 2022).

EPS = Laba bersih setelah pajak dan bunga/ Jumlah saham yang beredar

Debt equity ratio (*DER*) ialah suatu

indikator keuangan atas cerminan proporsi hutang perusahaan terhadap modalnya. Investor umumnya menghindari perusahaan dengan *DER* tinggi karena dianggap memiliki tingkat risiko yang lebih tinggi, dimana ketidakpastian muncul terkait kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya. *DER* = Total Hutang/ Total Modal (Isynuwardhana & Febryan, 2022). Variabel umur perusahaan merupakan lama berdirinya suatu perusahaan dapat *diukur* dengan menghitung selisih tahun antara tahun berdirinya perusahaan dan tahun pelaksanaan *IPO* (Rodoni *et al*., 2018). Umur perusahaan= Tahun berdiri —Tahun IPO Pada penelitian ini, reputasi *underwriter* digunakan sebagai variabel moderasi. Diukur dengan memberikan nilai 1 pada *underwriter* dengan peringkat dari 1 hingga 10 dan nilai 0 pada *underwriter* dengan peringkat kurang dari 10.

ANALISA DAN PEMBAHASAN

Sebelum dilakukan uji hipotesis, data harus terlebih dahulu memenuhi semua uji asumsi klasik. Pada penelitian ini uji asumsi klasik yang dilakukan seperti uji normalitas, uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas. Penelitian ini menggunakan dua persamaan, persamaan yang pertama merupakan uji regresi linear berganda dan persamaan kedua merupakan uji *moderate regression analysis* (MRA). Uji normalitas dilakukan pada penelitian ini, ditemukan bahwa pada persamaan 1 dan 2, dengan pendekatan *Monte Carlo*, memiliki nilai signifikansi sebesar 0,122 dan 0,188 yang lebih besar dari 0,05. Hasil ini mengindikasikan bahwa data telah mencapai distribusi normal. Uji multikolinearitas pada penelitian ini persamaan 1 dan 2 bebas dari multikolinearitas, nilai *tolerance* pada seluruh model telah lebih dari 0,1, termasuk nilai VIF pada semua model kurang dari 10. Uji heteroskedastisitas pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode uji *Glejser.* Pada persamaan 1 dan 2 tidak terjadi heteroskedastisitas, karena nilai signifikansi seluruh variabel lebih dari 0,05.

Pengujian F digunakan untuk menilai kecocokan dan kelayakan model dalam regresi. Nilai hasil uji F pada persamaan 1 dan 2 menunjukkan masing-masing sebesar 5,505 dan 7,424, dengan nilai signifikansi 0,001 dan 0,000, yang keduanya lebih kecil dari 0,05. Artinya, model yang diterapkan pada kedua persamaan tersebut dianggap layak dan sesuai.

Uji t dilakukan untuk menilai pengaruh signifikan dari setiap variabel independen terhadap variabel dependen pada tingkat signifikansi 0,05. Model persamaan regresi linear berganda dan moderate regression analysis penelitian ini pada persamaan (4) dan (5).

$$UNDP = 0{,}447 - 0{,}128RA + 0.021EPS + 0{,}042DER + 0{,}012UMP \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (4)$$

$$UNDP = 0{,}446 + 0{,}059RA + 0{,}008EPS + 0{,}075DER - 0{,}004UMP + 0{,}068RU - 0{,}136RA*RU - 0{,}006EPS*RU - 0{,}086DER*RU + 0{,}007UMP*RU \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (5)$$

Pengaruh reputasi auditor terhadap *underpricing*

Berdasarkan pada Tabel 2 menunjukkan reputasi auditor berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Sesuai dengan temuan pada studi sebelumnya (Farichah, 2018; Setiawan, 2018; Setya *et al*., 2020) yang menyatakan *underpricing* dipengaruhi secara negatif oleh reputasi auditor. Auditor yang memiliki reputasi baik mampu mengurangi tingkat *underpricing*. Hal ini dapat dijelaskan dengan fakta bahwa auditor yang bereputasi baik cenderung memberikan informasi yang lebih akurat tentang kondisi perusahaan. Sehingga, ketika perusahaan melaksanakan penawaran umum perdana (*IPO*), nilai perusahaan akan lebih mencerminkan kualitas dan prospek masa depan, yang pada gilirannya mengurangi *underpricing*.

Selaras dengan konsep teori sinyal, pemilihan auditor yang memiliki afiliasi dengan *big four* oleh suatu perusahaan diartikan sebagai sinyal positif bagi investor. Reputasi auditor mencerminkan standar kualitas dan profesionalisme dalam melakukan audit terhadap laporan

keuangan perusahaan. Keberadaan auditor dengan reputasi tinggi dapat mengurangi tingkat ketidakpastian terkait dengan *initial return*. Pemanfaatan jasa auditor berprestasi tinggi memberikan keyakinan kepada investor bahwa laporan keuangan mencerminkan kondisi sebenarnya dari perusahaan. Keyakinan ini dapat secara efektif mencegah atau membatasi terjadinya *underpricing* (Beatty, 1989).

Pengaruh *earnings per share* terhadap *underpricing*

Berdasarkan pada Tabel 2 menunjukkan earnings per share tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pangestuti (2022) yang membuktikan earnings per share berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Hal ini mengindikasikan bahwa initial return yang diperoleh oleh investor sedikit karena harga saham tinggi selama IPO dan setelah IPO akibat alokasi yang dilakukan oleh *underwriter* di pasar awal. Sementara itu, perusahaan akan mengalami keuntungan karena saham yang ditawarkan di pasar awal mengalami peningkatan penjualan sehingga dana yang diperoleh dari publik maksimal dan sesuai dengan harapan perusahaan saat melakukan penawaran umum perdana. Investor yang tidak memasukkan pertimbangan laba per saham dalam keputusan investasi mungkin lebih condong untuk memanfaatkan keuntungan awal sebagai hasil investasi jangka pendek, daripada menanti saham atau dividen yang mungkin dibayarkan di masa mendatang. Mereka tampaknya tidak memandang laba per saham sebagai faktor kritis dalam membuat keputusan pembelian, melainkan menilai berbagai faktor lainnya ketika terlibat dalam investasi.

Pengaruh *debt equity ratio* terhadap *underpricing*

Berdasarkan pada Tabel 2 menunjukkan debt equity ratio berpengaruh positif terhadap *underpricing*. Hasil penelitian ini sesuai dengan temuan studi yang dilakukan oleh Tanoyo & Arfianti (2022) yang menyatakan bahwa tingginya hutang perusahaan, akan berdampak pada meningkatnya *underpricing*. Rasio *DER* mencerminkan sejauh mana perusahaan membiayai operasinya melalui utang dibandingkan dengan ekuitas. Investasi pada saham dengan nilai *DER* tinggi dianggap lebih berisiko, dan hal ini tercermin dalam penawaran harga penawaran perdana yang lebih rendah oleh penjamin emisi. Hal ini konsisten dengan kecenderungan investor untuk menghindari saham dengan *DER* tinggi, yang dapat meningkatkan tingkat *underpricing*.

Konsisten dengan teori sinyal, perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang tinggi memberikan sinyal negatif. Tingginya tingkat hutang meningkatkan

Tabel 2.
Hasil Uji Regresi Model Persamaan

	Persamaan 1			Persamaan 2		
Variabel	B	Std. Error	*Sig.*	B	Std. Error	*Sig.*
(Constant)	0,447	0,033	0,000	0,446	0,021	0,000
X1_RA	-0,128	0,030	0,000*	0,059	0,025	0,019*
X2_EPS	0,021	0,023	0,361	0,008	0,013	0,558
X3_DER	0,042	0,021	0,045*	0,075	0,013	0,000*
X4_UMP	0,012	0,013	0,343	-0,004	007	0,610
Z_RU				0,068	0,028	0,016*
X5_RAxRU				-0,136	0,037	0,000*
X6_EPSxRU				-0,006	0,009	0,520
X7_DERxRU				-0,086	0,026	0,001*
X8_UMPxRU				0,007	0,011	0,501
F	5,504			F	7,424	
Sig	0,001			Sig	0,000	

Sumber: Data diolah, 2023

risiko perusahaan dan menciptakan ketidakpastian yang lebih besar (Utami *et al*., 2019).

Pengaruh umur perusahaan terhadap *underpricing*

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan umur perusahaan tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Thoriq *et al*., (2018) yang membuktikan umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap undepricing. Semakin lama sebuah perusahaan beroperasi, semakin banyak informasi yang diketahui oleh masyarakat, mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan investor, serta memperkecil ketidakpastian di masa depan. Umur perusahaan yang tinggi dianggap dapat mengurangi risiko dan ketidakpastian investor karena dianggap memiliki pengalaman, pengetahuan, dan kemampuan untuk mengatasi persaingan serta krisis ekonomi. Sehingga, investor dan *underwriter* tidak perlu menetapkan harga saham terlalu rendah saat IPO.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Retnowati (2013) yang menayatakan bahwa investor cenderung tidak mempertimbangkan perbedaan usia perusahaan saat membuat keputusan investasi dalam *IPO*. Usia perusahaan tidak selalu mencerminkan kualitas atau potensi, karena di dunia bisnis yang kompetitif, asumsi bahwa perusahaan yang lebih muda memiliki kinerja atau prospek yang lebih rendah dari yang lebih tua tidak selalu berlaku.

Moderasi reputasi *underwriter* pada pengaruh reputasi auditor terhadap *underpricing*

Reputasi *underwriter* memperlemah hubungan reputasi auditor terhadap *underpricing*, persamaan 2 menunjukkan nilai koefisien negatif. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sundarasen *et al*., (2018) yang menyatakan bahwa kombinasi antara *underwriter* berprestasi tinggi dan auditor yang bereputasi dianggap dapat meminimalkan *underpricing*. Dampak kolaborasi ini diharapkan memberikan pengaruh yang besar terhadap persepsi investor terhadap keandalan penjamin emisi dalam menentukan harga penawaran awal (*IPO*), terutama karena kehadiran auditor yang dianggap memiliki reputasi tinggi. Investor menginginkan informasi yang diberikan oleh auditor yang terkemuka, terutama terkait dengan penetapan harga *IPO* dan rincian dalam prospektus, mencerminkan pandangan yang akurat dan objektif. Oleh karena itu, kolaborasi ini dianggap mampu mengurangi ketidakpastian terkait nilai perusahaan, dengan asumsi bahwa harga penawaran mencerminkan nilai sebenarnya, sehingga dapat mengurangi *underpricing*.

Sejalan dengan teori sinyal, seperti yang diungkapkan dalam penelitian Bandi *et al*., (2020) menunjukkan bahwa penggunaan *underwriter* yang memiliki reputasi baik dapat memengaruhi persepsi calon investor di pasar modal. Hal ini menandakan bahwa *underwriter* dengan reputasi baik mampu mengurangi ketidaksetaraan informasi antara perusahaan yang melakukan penawaran dan calon investor. Sehingga, calon investor dapat melakukan analisis yang lebih mendalam terkait keunggulan dan potensi perusahaan di masa mendatang.

Moderasi reputasi *underwriter* pada pengaruh *earnings per share* terhadap *underpricing*

Hasil regresi menunjukkan reputasi *underwriter* tidak memoderasi hubungan earnings per share terhadap *underpricing*, persamaan 2 menunjukkan hasil yang tidak signifkkan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Pangestuti (2022) yang menyimpulkan bahwa meskipun peningkatan laba per saham (*EPS*) dapat meningkatkan ekspektasi keuntungan, yang potensial mendongkrak harga saham saat penawaran perdana, penelitian ini menekankan bahwa *EPS* bukanlah faktor penentu utama dalam menentukan harga penawaran *IPO*. Hal ini disebabkan oleh dinamika perubahan *EPS* setelah perusahaan menjalani *IPO*, yang dapat dipengaruhi oleh faktor – faktor seperti kebijakan pajak dan kondisi

ekonomi. Oleh karena itu, kerjasama dengan *underwriter* bereputasi tinggi menjadi krusial, karena mereka memiliki kemampuan untuk memengaruhi struktur keuangan perusahaan dengan cara yang menguntungkan.

Moderasi reputasi *underwriter* pada pengaruh *debt equity ratio* terhadap *underpricing*

Reputasi *underwriter* memperlemah hubungan debt equity ratio terhadap *underpricing*, persamaan 2 menunjukkan nilai koefisien negatif. Hasil ini sejalan dengan studi terdahulu yang dilakukan oleh Pangestuti (2022) yang menyatakan keberadaan *underwriter* yang memiliki reputasi baik dapat memberikan keyakinan kepada investor bahwa perusahaan telah berhasil mengelola risiko yang terkait dengan *DER* secara efektif. Hal ini menguatkan kepercayaan pasar dan membuat investor lebih termotivasi untuk berinvestasi dalam saham *IPO*, bahkan jika perusahaan memiliki *DER* yang tinggi. *underwriter* yang berpengalaman dapat membantu menentukan harga *IPO* yang lebih akurat, mencerminkan nilai sebenarnya dari perusahaan, dan mengurangi potensi *underpricing* yang signifikan. Sehingga, reputasi *underwriter* dapat menciptakan daya tarik yang lebih besar untuk penawaran umum perdana.

Konsisten dengan prinsip teori sinyal, reputasi *underwriter* dapat berfungsi sebagai sinyal yang mengurangi ketidakpastian dalam pengambilan keputusan investasi. Penjamin emisi memiliki tugas untuk menilai dan meramalkan risiko yang terkait dengan aktivitas bisnis perusahaan. Investor cenderung memperhatikan *debt equity ratio* ketika membuat keputusan investasi karena tingginya tingkat kewajiban dapat mengakibatkan ketidakpastian terhadap masa depan perusahaan, yang kemudian dapat memengaruhi harga saham.

Moderasi reputasi *underwriter* pada pengaruh umur perusahaan terhadap *underpricing*

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* tidak memoderasi hubungan umur perusahaan terhadap *underpricing*, persamaan 2 menunjukkan hasil yang tidak signifkkan. Hal ini sejalan dengan temuan studi terdahulu yang dilakukan oleh Isynuwardhana & Febryan (2022) menyatakan bahwa umur perusahaan meskipun dianggap sebagai faktor yang signifikan, tidak dapat dijadikan indikator yang dapat diandalkan untuk meramalkan kemungkinan *underpricing* suatu perusahaan. Proses penetapan harga saham yang akurat selama penawaran umum di pasar modal memerlukan pengumpulan informasi yang komprehensif oleh *underwriter*, dan terkadang, walaupun perusahaan telah beroperasi dalam jangka waktu yang lama, potensi terjadinya *underpricing* tetap ada.

Temuan penelitian ini tidak konsisten dengan teori sinyal, yang menyatakan bahwa perusahaan dengan usia yang lebih tua cenderung menghasilkan lebih banyak informasi yang dikenal masyarakat, mengurangi ketidakpastian di masa depan. Investor cenderung percaya bahwa perusahaan yang telah beroperasi lama memiliki pengalaman dan pengetahuan yang dapat mengurangi risiko, sehingga *underwriter* dapat menetapkan harga saham lebih tinggi dengan keyakinan bahwa investor akan tertarik karena persepsi positif terhadap stabilitas dan kematangan perusahaan.

SIMPULAN

Simpulan penelitian ini adalah reputasi auditor memiliki dampak negatif terhadap *underpricing*. *Earnings per share* tidak memiliki pengaruh terhadap *underpricing*. *Debt equity ratio* memiliki pengaruh positif terhadap *underpricing*. Umur perusahaan tidak berperan dalam memengaruhi *underpricing*. Reputasi *underwriter* melemahkan pengaruh reputasi auditor terhadap *underpricing*. Reputasi *underwriter* tidak mampu memoderasi pengaruh *earnings per share* terhadap *underpricing*. Reputasi *underwriter* melemahkan dampak *debt equity ratio* terhadap *underpricing*. Reputasi *underwriter* tidak dapat memoderasi pengaruh umur perusahaan terhadap

underpricing.

KETERBATASAN DAN SARAN

Keterbatasan dalam penelitian ini dapat mencakup beberapa hal berikut: 1) Terdapat keterbatasan dalam jumlah variabel tambahan yang dapat dimasukkan dalam penelitian ini. 2)Keterbatasan dalam jumlah faktor moderasi yang dieksplorasi dapat membatasi pemahaman tentang dinamika yang lebih kompleks di balik *underpricing*. Variasi yang lebih luas dalam faktor moderasi dapat memberikan perspektif yang lebih kaya tentang bagaimana interaksi antar variabel dapat berubah dalam konteks yang berbeda.

Untuk pengembangan penelitian lebih lanjut, disarankan: 1) Menambahkan beberapa variabel tambahan yang potensial memengaruhi *underpricing* dalam konteks *IPO* seperti variabel *Return on Asset* (*ROA*), ukuran perusahaan, *board size*, dan *board independence*. *ROA* dapat memberikan informasi tentang tingkat keuntungan yang dicapai oleh sebuah perusahaan. Informasi yang diberikan dapat berupa efektivitas operasional perusahaan. Jika sebuah perusahaan memiliki *ROA* yang tinggi, hal ini dapat mengurangi ketidakpastian dalam *IPO*, sehingga mengurangi tingkat *underpricing* saham (Isynuwardhana & Febryan, 2022). Ukuran perusahaan dapat menjadi sinyal baik bagi perusahaan karena perusahaan besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mampu bertahan dalam dunia bisnis yang kompetitif sehingga membuat investor lebih tertarik untuk berinvestasi, Ini berarti semakin besar ukuran perusahaan, semakin rendah tingkat *underpricing* (Utami *et al*., 2019). Independensi dewan memainkan peran penting dalam mencegah pengokohan manajerial dengan memantau secara cermat aktivitas manajemen dan menantang tindakan mereka yang dapat merusak nilai perusahaan, keterampilan pengambilan keputusan strategis yang dimiliki oleh direktur independen yang ahli berkontribusi pada nilai perusahaan dengan mengurangi *underpricing* (Arora & Singh, 2023). Penelitian yang dilakukan Arora & Singh (2023) dewan yang lebih besar untuk mendapatkan akses ke sumber daya eksternal, membuka jalan bagi pertumbuhan dan ekspansi mereka. Sebagaimana diharapkan, dewan yang lebih besar akan meningkatkan informasi dewan dan meningkatkan kualitas pengambilan keputusan, yang menghasilkan kinerja yang lebih baik dan mengurangi *underpricing*.

Eksplorasi variabel selain reputasi *underwriter* sebagai potensi faktor moderasi untuk memahami fenomena *underpricing*. Peneliti dapat mempertimbangkan *ownership concentration*, seperti penelitian yang dilakukan Arora & Singh (2023) dalam bursa india menggunakan *ownership concentration* sebagai moderasi. Pemilik yang berkonsentrasi memiliki kepentingan yang tersirat dalam mengurangi *underpricing* perusahaan, karena mereka berusaha keras untuk memastikan kekayaan organisasi maksimal. Hal ini memastikan bahwa kepemilikan mereka, bersama dengan pemegang saham minoritas, tetap utuh. Keselarasan kepentingan antara pemegang saham pengendali dan minoritas ini mendorong investor untuk berlangganan saham perusahaan tersebut bahkan dengan harga yang lebih dekat dengan harga pasar.

DAFTAR PUSTAKA

Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, *23*(2), 303–323.

Apsari, P. L. A. D., Yasa, G. W., & Astika, I. B. P. (2021). effect of underwriter's reputation and auditor's reputation on underpricing in medium companies taking an initial public offering on the Indonesia stock exchange. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, *9*(1), 67–78.

Arora, N., & Singh, B. (2019). Impact of Auditor and Underwriter Reputation on Underpricing of SME IPOs in India. *Management and Labour Studies*, *44* (2), 193–208.

Arora, N., & Singh, B. (2023). Board characteristics, ownership concentration and SME IPO underpricing. *Pacific Accounting Review*, *35*(1), 19–49.

Bandi, Widarjo, W., & Trinugroho, I. (2020).

The lead underwriter reputation and underpricing: study of company's IPO in Indonesia. In *Int. J. Economic Policy in Emerging Economies* (Vol. 13, Issue 3).

Baron, D. P. (1982). A Model of the Demand for Investment Banking Advising. *The Journal of Finance*, *37*(4), 955–976.

Baron, & Kenny. (1986). The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, *51* (6), 1173–1182.

Beatty, R. P. (1989). Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings. *The Accounting Review*, *64*(4), 693–709.

Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, *15*(1–2), 213–232.

Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. *The Journal of Finance*, *45*(4), 1045–1067.

Corwin, S. A., & Schultz, P. (2005). The role of IPO underwriting syndicates: Pricing, information production, and underwriter competition. *Journal of Finance*, *60*(1), 443–486.

Farichah, F. (2018). The impact of management on under-pricing at IPO and subsequent initial stock trading. In *Int. J. Business and Globalisation* (Vol. 20, Issue 4).

Galloway, T. L., & Miller, D. R. (2023). The effectiveness of founder signals and firm performance during the IPO process. *Journal of Research in Marketing and Entrepreneurship*, *25* (1), 43–62.

Gusni, Subing, H. J. T., & Lestari, W. (2019). Corporate governance mechanism, underwriter reputation and IPOs underpricing: Evidence from Indonesia capital market. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, *6*(5), 45–58.

Hapsari, D. I., & Subagyo, H. (2022). The Role of Initial Return to Market Value and Entrepreneur Ownership in Indonesia. *WSEAS Transactions on Business and Economics*, *19*, 1332–1342.

How, J. C. Y., & Yeo, J. J. L. (2000). The pricing of underwriting services in the Australian capital market. *Pacific Basin Finance Journal*, *8*(3–4), 347–373.

Hu, Y., Dai, T., Li, Y., Mallick, S., Ning, L., & Zhu, B. (2021). Underwriter reputation and IPO underpricing: The role of institutional investors in the Chinese growth enterprise market. *International Review of Financial Analysis*, *78*(March). 101956.

Isynuwardhana, D., & Febryan, F. V. (2022). Factors Affecting Underpricing Level during IPO in Indonesia Stock Exchange 2018 - 2019. *The Indonesian Accounting Review*, *12*(1), 87.

Legierse, W. (2023). Offering Method and Pricing of IPOs: An Analysis of Stock IPOs in the Netherlands, 1918–1939. In *Economist (Netherlands)* (Vol. 171, Issue 3). Springer US.

Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, *32*(2), 371–387.

Li, R., Liu, W., Liu, Y., & Tsai, S. B. (2018). IPO underpricing after the 2008 financial crisis: A study of the Chinese stock markets. *Sustainability (Switzerland)*, *10*(8), 1–13.

Liu, Y., Cheng, P., Ouyang, Z., & Wang, A. (2020). Information Asymmetry and Investor Valuations of Initial Public Offerings: Two Dimensions of Organizational Reputation as Stock Market Signals. *Management and Organization Review*, *16*(4), 945–964.

Ljungqvist, A. (2007). IPO Underpricing. In *Handbook of Empirical Corporate Finance*. Elsevier.

Mayasari, T., Yusuf, & Yulianto, A. (2018). Pengaruh Return on Equity, Net Profit Margin dan Ukuran Perusahaan Terhadap Underpricing. *Jurnal Kajian Akuntansi*, 2(1), 46-54.

Moizer, P. (1997). Auditor Reputation: The International Empirical Evidence. *International Journal of Auditing*, *1* (1), 61–74.

Pahlevi, R. W. (2014). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham pada Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Indonesia. *Journal Siasat Bisnis*, *18*(2), 219–232.

Pan, H., & Ma, Y. (2022). Analysis of IPO pricing efficiency under the registration system. *Applied Mathematics and Nonlinear Sciences*, *2022*, 1–12.

Pangestuti, D. C. (2022). Initial Returns Determinants with the Underwriter's Reputation as a Moderating Factor.

Jurnal ASET (Akuntansi Riset), 14(2), 267–284.

Prawesti, L., & Indrasari, A. (2014). Informasi Akuntansi dan Non Akuntansi Terhadap Initial Return Saham. *Jurnal Akuntansi & Investasi*, 15(1), 17-27.

Rastiti, F., & Stephanus, D. S. (2015). Studi Empiris Tingkat Underpricing pada Initial Public Offering. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma JAMAL*, 6 (3), 341–511.

Retnowati, E. (2013). Penyebab Underpricing Pada Penawaran Saham Perdana di Indonesia. *Accounting Analysis Journal*, 2(2), 182-190.

Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 187–212.

Rodoni, A., Sofyan Mulazid, A., & Febriyanti, R. (2018). Phenomena and determinants of underpricing, flipping activity and long term performance: an empirical investigation of sharia IPO in Indonesia. In *Int. J. Monetary Economics and Finance,* 11(4), 394-410.

Sahoo, S., & Rajib, P. (2010). Investment Bank Prestige and IPO Underpricing: An Empirical Study. *IIMB Management Review*, 21(3), 189–214.

Sasikirono, N., Sumiati, S., & Indrawati, N. K. (2018). Underpricing and long-term market performance of initial public offerings in Indonesia: A quantile regression approach. *Business and Economic Horizons*, 14(1), 152–167.

Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research Methods for Business A Skill-Building Approach* (Seventh). WILEY.

Setiawan, D. (2018). Determinan Underpricing pada saat Penawaran Saham Perdana. *Assets: Jurnal Akuntansi Dan Pendidikan*, 7(2), 111–119.

Setya, V. A., Supriani, I., & Fianto, B. A. (2020). Determinants of Underpricing in Islamic and Non-Islamic Shares on IPO. *Shirkah: Journal of Economics and Business*, 5(1), 70-100.

Sitomopul, A. Y. S. N., Purwohedi, U., & Warokka, A. (2017). Manajemen Laba: Bagaimana Dampaknya Terhadap IPO Underpricing. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 21(2), 228–237.

Soesetio, Y., Siswanto, E., Istanti, L. N., & Subagyo, S. (2022). Accrual-based vs cash-based accounting in affecting underpricing phenomenon: Evidence from emerging country. *Jurnal Ekonomi Modernisasi*, *18*(2), 240–254.

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, *87*, 355–374.

Su, C., & Bangassa, K. (2011). The impact of underwriter reputation on initial returns and long-run performance of Chinese IPOs. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(5), 760–791.

Sundarasen, S. D., Khan, A., & Rajangam, N. (2018). Signalling Roles of Prestigious Auditors and Underwriters in an Emerging IPO Market. *Global Business Review*, 19(1), 69–84.

Tanoyo, D., & Arfianti, R. I. (2022). Factors Affecting the Level of Stock Underpricing in Non-Financial Companies. *Journal of Management and Leadership*, 5(1), 38–55.

Thoriq, K. N., Hartoyo, S., & Sasongko, H. (2018). Faktor Internal dan Eksternal yang Memengaruhi Underpricing pada Saat IPO di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Aplikasi Bisnis dan Manajemen*, 4(1), 19–31.

Utami, E. S., Illiyyin, N., & Gumanti, T. A. (2019). Intellectual Capital Disclosure and the Underpricing of Indonesian Initial Public Offering. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 19(1), 94–103.

Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.

Widarjo, W., Rahmawati, U., & Kuncara Widagdo, A. (2017). Underwriter Reputation, Intellectual Capital Disclosure, and Underpricing. *International Journal of Business and Society* , 18(2), 227-244.

Wijayanto, A. (2010). Analisis Pengaruh ROA, EPS, Financial Leverage, Proceed terhadap Initial Return. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 1(1), 68–78.