

## Fenomena Underpricing: Sebelum, Saat dan Setelah Covid-19 Melanda Indonesia

Umi Murtini<sup>1</sup>

Universitas Kristen Duta Wacana<sup>1</sup>

Email korespondensi: umimt@staff.ukdw.ac.id

### *Abstract*

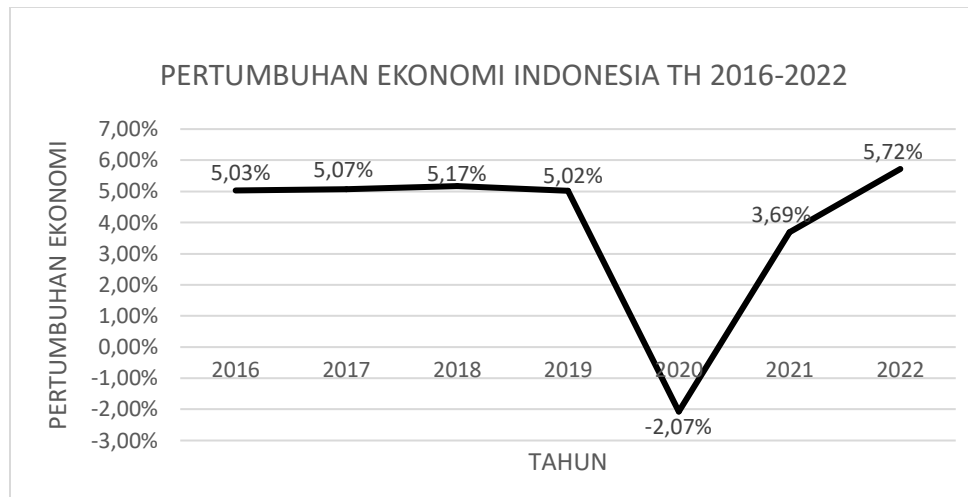
*This study aims to examine the effect of profitability, company size and capital structure on underpricing with industry type as a control variable. The study was conducted before, during and after Covid-19 hit Indonesia. Profitability was measured using Return on Asset (ROA). Company size was measured using natural logarithm of total assets. Capital structure was measured using debt to total assets. Industry type used a dummy variable. The test used weighted least square and mean difference test. The test results showed that ROA had a positive effect on underpricing for the entire period. Company size had a negative effect for the period before and during Covid-19. After Covid-19, company size had a positive effect. Capital structure had a negative effect on underpricing for the period before and after Covid-19, but during Covid-19, capital structure had no effect. Energy industry types affect underpricing in the pre-covid-19 period. Types of industries that were affected during covid-19 were consumer cyclicals, basic materials, and technology. After covid-19 ended, all industries affected underpricing. Underpricing value before, during and after Covid-19 was no different. It is recommended that issuers can increase funds through a stock IPO without considering whether the economic situation as long as the company's ROA is always good. The limitation of the research is the limited data for the period after Covid-19, so the results of this research may not be able to provide a true picture. Further research, it is recommended to examine investor behavior when buying IPO shares using behavioral method.*

**Keywords:** *Company Size; Capital Structure; Industry Type; Profitability; Underpricing*

### 1. PENDAHULUAN

Pandemi covid 19 dialami masyarakat Indonesia mulai Februari 2020. Untuk mengurangi penyebaran covid 19, pemerintah menghimbau masyarakat untuk tetap tinggal di rumah. Pekerjaan kantor dapat dilakukan dari rumah. Perusahaan berproduksi tidak optimal, sebagian karyawan dirumahkan bahkan di PHK. Sektor pariwisata dan hotel tidak menerima tamu. Kadaan ekonomi menurun baik di sektor riil maupun sektor financial. Semuanya itu menyebabkan pertumbuhan ekonomi Indonesia menurun. Penurunan pertumbuhan perekonomian Indonesia dapat dilihat dalam gambar 1.

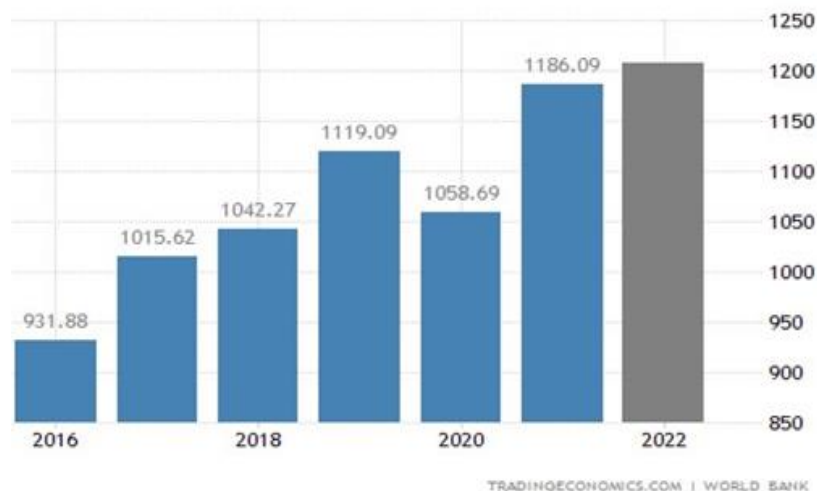
Dalam gambar 1 nampak pertumbuhan ekonomi Indonesia sejak tahun 2016 sampai dengan tahun 2019 rata-rata mendekati 5%. Tahun 2020 saat covid mewabah di Indonesia pertumbuhan ekonomi menurun sampai dengan negatif 2,07%. Hal ini menunjukkan bahwa saat covid mewabah menyebabkan perekonomian Indonesia menurun. Tahun 2021 pertumbuhan ekonomi mulai membaik, naik menjadi 3,69% dan tahun 2022 meningkat lagi menjadi 5,72%. Pertumbuhan ekonomi tahun 2022 merupakan pertumbuhan yang paling tinggi dibandingkan pertumbuhan ekonomi dalam 7 tahun terakhir. Hal ini menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi tahun 2021 dan 2022 sudah mulai membaik dan normal kembali.



**Gambar 1. Pertumbuhan Ekonomi Indonesia tahun 2016-2022**

Sumber: bi.go.id

Menurunnya ekonomi Indonesia juga dapat ditelusur dari nilai Gross Domestik Bruto (GDB). GDB Indonesia dari tahun 2016 sampai dengan bulan Agustus 2022 dapat dilihat dari grafik di bawah ini:



**Gambar 2. Gros Domestik Bruto**

Sumber: World Bank

Dalam gambar 2 di atas terlihat bahwa nilai GDB Indonesia mulai tahun 2016 sampai dengan 2019 nampak meningkat dan tahun 2020, saat covid mewabah di Indonesia GDB menurun. GDB tahun 2021 meningkat dan 2022 meningkat lebih tinggi lagi. GDB merupakan jumlah produksi dalam negara Indonesia. Hal ini menunjukkan covid yang menyebabkan beberapa perusahaan mengurangi bahkan menghentikan produksi menyebabkan GDB Indonesia menurun. Salah satu dampak dari pembatasan mobilitas manusia selama covid tahun 2020 nampak berakibat

menurunnya GDB Indonesia. Penurunan GDB ini sebagai salah satu bukti bahwa keadaan perekonomian Indonesia sedang kurang baik.

Dalam keadaan ekonomi yang menurun, keterbatasan mobilitas manusia, menjadi peluang bagi perusahaan jasa kurir dan penjualan secara on line untuk berkembang. Selain itu masa covid ini juga “memaksa” semua orang untuk lebih paham teknologi. Semua hal saat ini mulai dilakukan secara on line sehingga diperlukan pemahaman teknologi. Perusahaan berbasis teknologi dapat lebih berkembang saat masa covid dibanding perusahaan yang kurang menggunakan teknologi.

Perusahaan yang melakukan ekspansi saat keadaan ekonomi negara memburuk, disarankan penambahan dana dilakukan dari hutang, baik hutang di bank maupun dengan mengeluarkan obligasi. Pada saat ekonomi memburuk maka tingkat bunga hutang menurun. Pendanaan melalui hutang dengan tingkat bunga relatif lebih rendah dibanding saat keadaan ekonomi baik, dapat menjadi keuntungan bagi perusahaan (Brigham & Houston, 2022). Perusahaan menanggung biaya modal yang berasal dari bunga menjadi lebih kecil. Sebaliknya, saat keadaan ekonomi baik, maka kebutuhan tambahan dana perusahaan dapat dilakukan disamping itu investor juga lebih tertarik investasi di saham karena tingkat bunga menurun. Sehingga investor akan mengambil dana dari tabungan dan deposito yang memberikan return menurun (karena penurunan bunga) dan dipindahkan ke investasi saham (Eugene F et al., 2014).

Selama tahun 2020, saat keadaan ekonomi memburuk, 53 perusahaan melakukan go publik (IPO) di Bursa Efek Indonesia. IPO saat keadaan ekonomi memburuk merupakan fenomena yang cukup menarik, karena bertolak belakang dengan teori yang ada. Oleh karena itu penelitian ini ingin menguji, apakah perusahaan yang melakukan IPO saat keadaan ekonomi memburuk akan direspon positif oleh investor. Respon positif nampak saat saham ditawarkan di pasar perdana akan lebih banyak yang memesan dibandingkan jumlah saham yang ditawarkan, sehingga terjadi *oversubscribe*. Saat terjadi *oversubskrib*, maka bagi calon investor yang tidak mendapatkan jatah saat IPO berusaha mendapatkan di pasar sekunder, walaupun dengan harga yang lebih mahal. Permintaan di pasar sekunder yang tinggi akan menyebabkan harga di pasar sekunder meningkat (Murtini, 2015).

Ketika berinvestasi investor yang rasional mempertimbangkan kesehatan perusahaan, keadaan makro ekonomi negara dan informasi non finansial (Ruth Pranadipta & Natsir, 2023). Kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan menjadi salah satu indikator kesehatan perusahaan yang perlu dipertimbangkan. Apabila perusahaan menghasilkan keuntungan maka investor mendapatkan deviden. *Return* investor dengan memiliki saham perusahaan berupa capital gain dan deviden. Dengan demikian kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan mestinya juga menjadi salah satu pertimbangan investor dalam menentukan keputusan dalam pembelian saham. Saakeadaan ekonomi normal, profitabilitas berpengaruh terhadap nilai underpricing (Nurazizah & Majidah, 2019; Octafian et al., 2021; Widiyanto & Khristiana, 2021).

Struktur modal perusahaan, terutama untuk perusahaan selain keuangan dan perbankan, dapat digunakan untuk mendeteksi kesulitan keuangan atau ketidaksehatan keuangan perusahaan. Apabila proporsi hutang jauh lebih besar dibanding ekuitasnya, atau bahkan memiliki hutang lebih besar dibanding asetnya, maka mengindikasikan bahwa perusahaan dalam keadaan kesulitan

keuangan sehingga ada kemungkinan akan mengalami kebangkrutan. Oleh karena itu calon investor perlu memperhatikan struktur modal perusahaan dalam memutuskan untuk berinvestasi di saham perusahaan tersebut, karena struktur modal berpengaruh terhadap underpricing (Octafian et al., 2021). Pada saat ekonomi normal, struktur modal perusahaan berpengaruh positif terhadap underpricing (Agustina & Yousida, 2021; Ogura, 2015; Winarsih Ramadana, 2018). Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat hutang perusahaan, maka akan menyebabkan nilai underpricing semakin tinggi.

Besaran perusahaan juga akan menjadi pertimbangan investor dalam membeli saham. Perusahaan besar yang biasanya go public melalui papan utama lebih menarik dibanding perusahaan kecil. Pada umumnya perusahaan besar akan lebih likuid di pasar dibandingkan perusahaan kecil (Hartono, 2017). Investasi di perusahaan yang likuid di pasar akan menjadi lebih rendah risikonya dibanding investasi di saham yang kurang likuid. Hal ini disebabkan bila suatu saat investor akan menjual sahamnya maka tidak akan kesulitan, karena pasti ada yang akan membelinya. Pada masa ekonomi normal, ukuran perusahaan berpengaruh negative terhadap underpricing. Semakin besar perusahaan maka akan semakin dipercaya oleh calon investor sehingga menyebabkan nilai underpricing semakin kecil. Investor sudah memperkirakan semuanya saat perusahaan melakukan IPO, sehingga kemungkinan tidak akan banyak calon investor yang membeli saham tersebut di pasar sekunder (Agustina & Yousida, 2021; Mayasari et al., 2018; Winarsih Ramadana, 2018).

Jenis industry perusahaan IPO dapat mempengaruhi underpricing saham perusahaan. Perusahaan yang tergolong industry yang berteknologi tinggi dan produknya banyak diminati masyarakat kemungkinan akan mendapatkan underpricing lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan kelompok industry lainnya. Hal ini dimungkinkan karena perkembangan teknologi akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan di masa yang akan datang.

Berdasar latar belakang tersebut, maka peneliti tertarik untuk meneliti apakah profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur modal dan jenis industry mempengaruhi underpricing perusahaan yang IPO sebelum, saat dan setelah wabah covid-19 melanda Indonesia. Disamping itu peneliti juga meneliti apakah ada perbedaan factor yang mempengaruhi underpricing IPO perusahaan pada saat, sebelum, dan setelah covid-19 melanda Indonesia. Yang membedakan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya lebih ke fenomena kondisi ekonomi Indonesia. Penelitian lainnya meneliti

### **Struktur Modal**

Struktur modal adalah perimbangan antara jumlah hutang dengan modal sendiri (Brigham, Eugene F. & Houston, 2020). Dilihat dari jangka waktunya, struktur modal dibagi dalam pembiayaan permanen dan bukan permanen. Pembiayaan permanen diperoleh dari hutang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham. Teori struktur modal menjelaskan bahwa perubahan struktur modal dapat mempengaruhi perubahan pencapaian tujuan perusahaan. Struktur modal yang berubah dapat meningkatkan nilai perusahaan, akan tetapi juga dapat menurunkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena bila ada perubahan komposisi antara hutang dan modal sendiri maka akan merubah besarnya biaya modal yang akhirnya akan merubah

nilai perusahaan. Pengaruh perubahan struktur modal terhadap harga saham terjadi apabila keputusan investasi dan kebijakan deviden konstan. Struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan adalah struktur modal yang terbaik (Murtini, 2023). Untuk perusahaan yang melakukan IPO ternyata leverage juga mempengaruhi underpricing (Muhamad khoirul iqbal & Parinduri, 2020).

### **The Modigliani-Miller Model**

Modigliani dan Miller (MM) menyatakan bahwa dalam keadaan pasar sempurna dan tidak memperhitungkan pajak maka besarnya hutang dalam struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Pada pasar yang memperhitungkan adanya pajak maka hutang dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Brigham & Houston, 2022). MM mendasarkan studinya dengan asumsi-asumsi:

1. Transaksi melalui broker tidak menimbulkan biaya
2. Dalam transaksi, tidak dibebankan pajak
3. Bila perusahaan bangkrut, maka tidak memperhitungkan biaya kebangkrutan.
4. Tingkat bunga pinjaman bagi investor dianggap sama dengan tingkat bunga pinjaman bagi perusahaan.
5. Tidak ada perbedaan informasi antara manajemen dan semua investor, baik informasi saat ini maupun informasi untuk masa yang akan datang yang dilakukan oleh perusahaan.

Dalam peraturan perpajakan, bunga pinjaman dapat digunakan sebagai pengurang pendapatan atau keuntungan kena pajak. Akan tetapi deviden yang dibagikan kepada pemegang saham tidak dapat digunakan sebagai pengurang pajak. Perbedaan perlakuan dari bunga pinjaman dan deviden oleh perpajakan, mendorong perusahaan untuk menggunakan hutang dalam struktur modalnya. MM membuktikan bahwa karena bunga atas hutang dikurangkan dalam perhitungan pajak, maka nilai perusahaan meningkat sejalan dengan makin besarnya jumlah hutang dan nilainya akan mencapai titik maksimum bila seluruhnya dibiayai dengan hutang. Ketidak relevan hasil studi MM terletak pada asumsi yang digunakan dalam studi tersebut yaitu asumsi tidak ada biaya kebangkrutan. Namun, dalam praktek, biaya kebangkrutan bisa sangat mahal. Perusahaan yang dinyatakan bangkrut harus menanggung biaya proses hukum dan keuangan yang tinggi. Biasanya perusahaan yang menggunakan pendanaan bersumber dari hutang lebih banyak dibandingkan modal sendiri akan lebih besar probabilitasnya untuk bangkrut. Apabila biaya kebangkrutan semakin besar, tingkat keuntungan yang disyaratkan pemegang saham juga semakin tinggi. Biaya modal hutang semakin tinggi karena pemberi pinjaman membebankan bunga tinggi sebagai kompensasi kenaikan risiko kebangkrutan. Perusahaan menggunakan hutang apabila manfaat hutang (penghematan pajak dari hutang) masih lebih besar dibandingkan dengan biaya kebangkrutan. Jika biaya kebangkrutan lebih besar dibandingkan dengan penghematan pajak dari hutang, perusahaan akan menurunkan tingkat hutangnya. Tingkat hutang yang optimal, terjadi saat tambahan penghematan pajak sama dengan tambahan biaya kebangkrutan (Eugene F et al., 2014).

### **The Trade Off Model**

Model trade-off menyatakan bahwa struktur modal terbentuk dari trade-off keuntungan pengurangan pajak dari beban bunga hutang yang ditanggung dengan biaya yang ditimbulkan sebagai akibat penggunaan hutang tersebut. Inti teori struktur modal trade-off theory adalah penyeimbangan antara manfaat dan pengorbanan yang ditimbulkan karena adanya penggunaan modal yang bersumber dari hutang. Apabila manfaat yang ditimbulkan lebih besar, maka tambahan tambahan pendanaan modal dari hutang masih menguntungkan bagi perusahaan. Apabila pengorbanan karena penggunaan hutang sudah lebih besar, maka tambahan hutang sudah tidak diperbolehkan. Trade-off theory sudah mempertimbangkan faktor pajak perusahaan, biaya kebangkrutan, dan pajak penghasilan dalam menjelaskan alasan perusahaan menentukan struktur modal yang akan diterapkan (Hartono, 2017). Penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan tetapi sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru menurunkan nilai perusahaan (Murtini, 2023).

Kelemahan model trade-off theory adalah tidak dapat menentukan secara tepat struktur modal yang optimal, tetapi memberikan kontribusi:

1. Perusahaan dengan aktiva besar disarankan menggunakan hutang lebih sedikit.
2. Perusahaan dengan beban pajak usaha yang besar, akan lebih menguntungkan bila menggunakan hutang semakin besar dikarenakan bunga hutang dapat digunakan sebagai pengurang penghasilan kena pajak.

### **Pecking Order Theory**

Pecking Order Theory membahas tentang urutan pendanaan perusahaan dari semua sumber dana yang memungkinkan digunakan oleh perusahaan. Urutan pendanaan tersebut adalah:

1. Pendanaan internal, yaitu pendanaan yang berasal dari hasil operasi perusahaan.
2. Bersumber dari komulasi laba yang ditahan. Untuk mendapatkan komulasi laba yang ditahan perusahaan akan menyesuaikan rasio pembagian deviden yang ditargetkan untuk menghindari perubahan pembayaran deviden secara drastis.
3. Kebijakan deviden yang telah ditentukan perusahaan kadang kala relatif sulit diubah, dibarengi fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang seringkali muncul secara tiba-tiba (tak terduga), dapat mengakibatkan dana hasil operasi melebihi kebutuhan dana untuk investasi (meskipun pada kesempatan yang lain, mungkin kurang). Apabila dana hasil operasi kurang dari kebutuhan investasi, maka perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual sekuritas yang dimiliki.
4. Apabila pendanaan dari luar (external financing) diperlukan, pemenuhan kebutuhan dana dapat dilakukan dengan penerbitan obligasi terlebih dahulu. Apabila dari hasil penerbitan obligasi masih dirasakan kurang maka perusahaan baru sekuritas yang berkarakteristik opsi (obligasi konversi), dan terakhir diterbitkan baru saham baru. Penerbitan saham baru biasanya menjadi pilihan terakhir karena biaya penerbitan saham baru cukup tinggi serta perlu kerelaan pemegang saham mayoritas untuk menyetujui adanya penerbitan saham baru.



Implikasi pecking order theory adalah perusahaan tidak menetapkan struktur modal optimal tertentu, tetapi perusahaan menetapkan kebijakan prioritas sumber dana (Hartono, 2017). Pecking order theory menjelaskan alasan perusahaan memiliki profitable tinggi akan melakukan peminjaman sedikit, karena memerlukan external financing yang sedikit. Perusahaan yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan lebih rendah cenderung menyukai pendanaan yang berasal dari eksternal, karena biaya emisi obligasi lebih murah daripada saham baru.

Hutang perusahaan yang cukup tinggi dapat meningkatkan resiko perusahaan. Semakin tinggi hutang perusahaan, maka kemampuan membayar hutang akan semakin menurun. Oleh karena itu calon investor biasanya kurang menyukai adanya hutang yang besar untuk perusahaan saat IPO (Agustina & Yousida, 2021).

### **Profitabilitas**

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar return didapatkan oleh investor. Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang relatif lebih kecil. Perusahaan yang profitable tidak memerlukan banyak pembiayaan dengan hutang. Tingkat pengembalian yang tinggi mendorong perusahaan mendanai sebagian besar kebutuhan dengan dana yang dihasilkan secara internal (Brigham, Eugene F. & Houston, 2020). Perusahaan yang profitable dengan tingkat pertumbuhan lambat mempunyai maka akan memiliki debt to equity ratio lebih rendah jika dibanding dengan rata-rata industry (Eugene F et al., 2014). Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas semakin tinggi semakin dipercaya ketika melakukan IPO. Calon investor menilai bahwa nilai profitabilitas yang semakin tinggi saat perusahaan sebelum IPO (tercantum dalam prospectus perusahaan), menunjukkan bahwa kinerja perusahaan baik. Investor berharap setelah IPO perusahaan tetap berkinerja dengan baik. Dengan demikian investor berusaha mendapatkan saham IPO yang memiliki profitabilitas di masa lalu tinggi. Oleh karena itu beberapa peneliti juga mendapatkan hasil bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap underpricing (Agustina & Yousida, 2021; Mayasari et al., 2018; Nurazizah & Majidah, 2019; Octafian et al., 2021).

### **Ukuran Perusahaan**

Ukuran perusahaan menunjukkan besar kecilnya perusahaan. Ada beberapa variabel untuk mengukur besar kecilnya perusahaan yaitu capital market, total asset dan penjualan. Semakin besar capital market atau total asset atau penjualan perusahaan, menunjukkan bahwa perusahaan tersebut semakin besar. Perusahaan besar lebih mudah untuk mendapatkan sumber pendanaan dari luar, dikarenakan memiliki asset yang dapat dijaminkan sebagai salah satu syarat untuk mendapatkan pendanaan dari luar. Semakin besar perusahaan juga akan mendapatkan kemudahan yang semakin besar saat akan go public, karena dapat memiliki akses pasar semakin mudah (Murtini et al., 2024). Semakin besar perusahaan biasanya juga melakukan promosi gencar, sehingga relatif lebih dikenal oleh masyarakat. Semakin besar perusahaan, apabila melakukan IPO, pada umumnya semakin disukai oleh calon investor. Hal ini disebabkan calon investor berasumsi bahwa semakin besar

perusahaan akan memberikan return semakin besar bagi investornya. Disamping itu, semakin besar perusahaan juga resiko perusahaan semakin kecil. Ukuran perusahaan berpengaruh negative terhadap underpricing (Mayasari et al., 2018; Sabaria et al., 2023).

### **Signaling Theory**

Informasi bagi investor digunakan untuk memprediksi untuk masa yang akan datang. Informasi yang dipublikasikan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Signaling theory menjelaskan alasan perusahaan menginformasikan keadaan perusahaan pada pihak eksternal. Hal ini diperlukan karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi asimetri informasi. Hal ini bisa dilakukan dengan memberikan sinyal pada pihak luar. Pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai sinyal baik atau buruk

Bila informasi tersebut dinilai sebagai sinyal baik, maka terjadi perubahan volume perdagangan. Pengumuman informasi akuntansi memberikan sinyal prospek baik di masa mendatang maka investor tertarik melakukan perdagangan saham, dengan demikian pasar akan bereaksi yang tercermin melalui perubahan volume perdagangan. Dengan demikian hubungan antara publikasi informasi baik laporan keuangan, kondisi keuangan ataupun sosial politik terhadap fluktuasi volume perdagangan saham dapat dilihat dalam efisiensi pasar. Signaling theory berkaitan dengan ketersediaan informasi. Informasi yang sering digunakan oleh investor untuk diolah dan digunakan mengambil keputusan adalah laporan keuangan, peneringkatan perusahaan dan saham serta obligasi. Return On Asset (ROA), sering dimanfaatkan investor sebagai sinyal keadaan perusahaan. ROA tinggi mengindikasikan kinerja perusahaan baik maka investor menilai ini sebagai sinyal bagus untuk menginvestasikan dananya. Profitabilitas tinggi (terlihat dari ROA tinggi) menunjukkan prospek perusahaan baik, sehingga investor akan merespon positif sinyal tersebut dan nilai perusahaan akan meningkat.

## **2. METODE PENELITIAN**

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang go public di Indonesia. Sampel dipilih menggunakan metode purposive sampling, yaitu sampel dengan kriteria perusahaan yang melakukan IPO saat Indonesia mengalami covid-19, yaitu perusahaan yang IPO tahun 2020, perusahaan melakukan IPO sebelum covid yaitu IPO th 2018 dan 2019 dan perusahaan melakukan IPO setelah covid yaitu IPO tahun 2021 dan 2022. Pengumpulan data dilakukan dengan mendokumentasikan data yang ada dalam prospectus perusahaan. Prospektus perusahaan IPO diperoleh dari Idx.co.id. Data harga saham penutupan di hari pertama ditransaksikan di BEI diperoleh dari situs investing.com.

Variabel dependen digunakan tingkat underpricing yang dihitung menggunakan:

$$\text{Underpricing} = \frac{P1 - P0}{P0}$$

Keterangan:

P1 = harga penutupan di hari pertaman ditransaksikan di pasar sekunder

---



Po = Harga saat IPO

Variabel Independen terdiri dari: struktur modal, besaran perusahaan, profitabilitas dan jenis industri. Struktur modal dihitung dengan menggunakan *debt equity ratio* (DER), yaitu rasio antara total hutang dan total ekuitas:

$$DER = \frac{D}{E}$$

Keterangan:

DER = Debt to Equity Ratio

D = Total Hutang

E = Total Ekuitas

Profitabilitas diukur menggunakan return on asset (ROA) yang dihitung dengan rumus:

$$ROA = \frac{EAT}{TA}$$

Keterangan:

ROA = Return on Asset

EAT = Keuntungan setelah bunga dan pajak

TA = Total Asset

Ukuran Perusahaan, dihinung menggunakan Logaritma Natural (Ln) Total Aset, sedangkan jenis industri, penggolongannya mengacu dari penggolongan industri di Bursa Efek Indonesia per Januari 2021(<http://www.idx.co.id>). Penggolongan industri ini menjadi 13 jenis industri.

Metoda analisis untuk menguji factor yang mempengaruhi underpricing digunakan regresi berganda (WLS) dengan error term sebagai faktor penimbang. Regresi berganda WLS dipilih karena dalam persamaan mengalami autokorelasi. Untuk mengatasi autokorelasi ini digunakan WLS. Persamaan regresi yang digunakan:

$$Y_{t-1} = \alpha_{t-1} + \beta_1 X_{1 t-1} + \beta_2 X_{2 t-1} + \beta_3 X_{3 t-1} + \beta_4 X_{4 t-1} + e_{t-1} \dots \dots \dots (1)$$

$$Y_t = \alpha_t + \beta_1 X_{1 t} + \beta_2 X_{2 t} + \beta_3 X_{3 t} + \beta_4 X_{4 t} + e_t \dots \dots \dots (2)$$

$$Y_{t+1} = \alpha_{t+1} + \beta_1 X_{1 t+1} + \beta_2 X_{2 t+1} + \beta_3 X_{3 t+1} + \beta_4 X_{4 t+1} + e_{t+1} \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan:

Y = Under Pricing

A = Konstanta

$\beta_{1,2,3,4}$  = koefisien regresi

$X_1$  = ROA

$X_2$  = Ln Total Aset

$X_3$  = DER

$X_4$  = Merupakan cariabel dummy, dengan memberi angka 1,2,3 dst sesuai dengan jenis golongan industry di BursaEefek Indonesia.

e = Residual

Untuk menguji adanya perbedaan nilai underpricing perusahaan yang IPO saat covid-19 (saat ekonomi memburuk), sebelum covid dan setelah covid (saat ekonomi baik), maka digunakan uji beda independent dengan rumus di bawah ini:

$$t_{\text{hitung}} = \frac{X1 - X2}{\sqrt{\frac{(n1-1)s_{12} + (n2-1)s_{12}}{n1+n2-2} \left(\frac{1}{n1} + \frac{1}{n2}\right)}}$$

Keterangan:

X1 = Rata-rata underpricing saat covid (kelompok 1)

X2 = Rata-rata underpricing saat sebelum atau setelah covid (kelompok 2)

N1 = Jumlah data kelompok 1

N2 = Jumlah data kelompok 2

S1 = Varian kelompok 1

S2 = Varian Kelompok 2

Hasil nilai t hitung dibandingkan dengan t table.

### 3. HASIL DAN PEMBAHASAN

#### Gambaran Data Perusahaan

Jumlah perusahaan yang melakukan IPO selama perioda penelitian ada 218 perusahaan dengan rincian dapat dilihat dalam tabel 1 di bawah

Tabel 1. Gambaran Data Penelitian

Tahun	Perusahaan	Offer Pricing	Tetap	Underpricing	%Underpricing
T-1	55	4	0	51	92,73
T	104	10	2	92	88,46
T+1	59	11	3	45	76,27
Total	218	25	5	188	86,24

Sumber: Data Sekunder diolah

Dari tabel 1 terlihat bahwa selama perioda penelitian ada 218 perusahaan yang melakukan IPO, 25 perusahaan mengalami offer pricing, 5 perusahaan memiliki harga penutupan di pasar sekunder pada hari pertama sama dengan harga saat IPO dan 188 perusahaan mengalami underpricing. Secara keseluruhan ada 86,24% perusahaan IPO di Indonesia mengalami undervalue, hanya 13,76% yang mengalami over value dan harga IPO sama dengan harga penutupan hari pertama di BEI. Data penelitian menggunakan 188 perusahaan yang mengalami underpricing. Data penelitian terdiri dari 51 perusahaan untuk perioda sebelum covid, 92 perusahaan perioda saat covid dan 45 perusahaan setelah covid.

Ketika keadaan ekonomi baik, buruk dan menuju baik kembali perusahaan yang mengalami underpricing lebih besar dibanding yang mengalami over pricing. Disaat Ekonomi sangat buruk (sampai minus 2), yaitu saat Indonesia menghadapi wabah covid-19, ada 88,46% perusahaan IPO mengalami under pricing, lebih besar dibanding saat ekonomi Indonesia mulai membaik. Ketika

ekonomi Indonesia mengalami pertumbuhan paling baik, yaitu saat sebelum covid-19 (rata-rata pertumbuhan ekonomi 5,02% maka perusahaan IPO yang mengalami underpricing paling besar yaitu 92,73%. Hal ini menunjukkan bahwa ketika ekonomi baik, paling banyak investor mempercayai prospek perusahaan akan baik di masa depan sehingga investor paling banyak berinvestasi saat perusahaan melakukan IPO. Saat keadaan ekonomi buruk, maka investor yang sebelumnya tertarik membeli perusahaan saat IPO, mulai berhati-hati sehingga jumlah perusahaan yang mengalami underpricing menurun menjadi 88,46%. Saat ekonomi mulai membaik kembali, investor masih menunggu kepastian perbaikan ekonomi maka perusahaan yang mengalami underpricing lebih rendah lagi, yaitu sebesar 76,27%. Diduga ketika keadaan ekonomi kembali membaik dengan pertumbuhan di atas 5%, kemungkinan ada lebih banyak perusahaan yang melakukan IPO dan disambut baik oleh lebih banyak investor sehingga prosentase perusahaan yang melakukan IPO dan mengalami underpricing akan lebih banyak lagi.

Gambaran data penelitian di atas nampaknya mendukung teori yang dikemukakan Brigham dan Houston (2020), yang menyatakan bahwa apabila perusahaan memerlukan tambahan dana pada saat ekonomi baik, maka sebaiknya pemenuhan dana dengan menggunakan ekuitas. Ekuitas dapat berupa laba yang ditahan dan mengeluarkan saham baru. Maka mengeluarkan saham baru saat ekonomi baik terbukti direspon paling baik oleh investor. Hal ini terlihat dengan jumlah (prosentase) perusahaan yang mengalami underpricing paling banyak adalah saat ekonomi Indonesia baik (di atas 5%), dibandingkan kondisi ekonomi yang kurang baik (pertumbuhan kurang dari 5%). Pertumbuhan ekonomi 5% merupakan rata-rata pertumbuhan ekonomi selama 5 tahun sebelum covid-19.

Pengujian penelitian digunakan regresi crossection. Regresi dilakukan 3 kali yaitu untuk perusahaan IPO sebelum, saat dan setelah covid-19 mewabah di Indonesia. Rangkuman hasil pengujian dapat dilihat dalam tabel 2 di bawah ini

Tabel 2. Hasil Pengujian Regresi Crossection

Variabel	T-1		T		T + 1		TO	
	Utama	Kontrol	Utama	Kontrol	Utama	Kontrol	Utama	Kontrol
ROA	.002*	-.002*	1.170***	.902***	6.319*	.699**	.137***	.010*
TOTAL ASET	-2.126*	0.788*	-.271	-4.742***	38.467***	8.700***	31.272***	4.427*
DER	-.215**	-.277	-.478	-.759	-9.910***	.094	-7.227***	.419
Consumer Non-Cyclicals		-4.351		-16.136		-298.531***		-4.351
Consumer Cyclicals		.973		7.340**		-301.105***		-3.218
Properties and Real Estate		-1.936		-14.019		-320.555***		3.524
Basic Materials		-.101		-29.703*		-310.416***		4.495
Technology		-16.217		-6.871***		-310.869***		-14.215
Infrastructures		-18.197		5.051		-306.369***		-15.844
Energy		-18.589		-43.108		-290.082***		270.95***
Industrials		1.889		-23.71***		-332.377***		-5.411
Healthcare		.000		9.969		-317.834***		-18.193
Financials		-.444		1.460		.699***		-.873
Transportation and Logistic		-20.338		-.902		8.700***		-2.082

Sumber: Data Sekunder Diolah

Dalam Tabel 2 di atas terlihat bahwa, kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan untuk semua perioda berpengaruh positif terhadap underpricing. Hal ini menunjukkan bahwa

keadaan ekonomi yang berbeda-beda tidak menyebabkan pandangan investor berbeda tentang kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan (Duong et al., 2021). Hal ini konsisten dengan hasil olah secara total, bahwa kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan berpengaruh positif terhadap underpricing (Liu & Wu, 2021). Semakin besar kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan maka permintaan investor akan perusahaan yang IPO tersebut semakin besar. Karena sangat besar permintaan akan saham IPO, maka perusahaan perlu melakukan penjatahan bagi semua calon investor yang telah memesan saham tersebut. Melalui penjatahan ini, mengakibatkan banyak investor yang tidak mendapatkan saham di pasar perdana, mereka akan berusaha untuk mendapatkan dana di pasar sekunder di hari pertama. Akibatnya harga saham di pasar sekunder naik di hari pertama dan ditutup dengan harga yang cukup tinggi. Hal ini yang mengakibatkan nilai underpricing perusahaan tersebut menjadi tinggi. Hasil ini mendukung hipotesis yang menyatakan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan berpengaruh positif terhadap nilai underpricing (Li et al., 2019), baik secara total, sebelum, saat maupun setelah covid-19 melanda Indonesia.

Hasil penelitian ini mendukung teori sinyal. Kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif (Fedorova et al., 2022) dan diharapkan perusahaan tersebut semakin mampu menghasilkan profit di masa yang akan datang (terutama setelah mendapatkan tambahan dana). Penggunaan dana dari hasil IPO yang sesuai dengan rencana diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan (Sletten et al., 2018). Hasil penelitian ini mendukung penelitian (Agustina & Yousida, 2021; Mayasari et al., 2018; Nurazizah & Majidah, 2019; Octafian et al., 2021) yang memberitakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap underpricing. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan sebelum IPO maka akan menyebabkan underpricing semakin tinggi. Hal ini terjadi karena minat investor terhadap perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi sangat besar.

Total asset perusahaan mengukur besar kecilnya perusahaan. Perusahaan dengan total asset semakin besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut juga semakin besar, dan semakin dipercaya oleh masyarakat (Li et al., 2019). Bila total asset semakin kecil, maka ukuran perusahaan juga semakin kecil. Dalam tabel 2 terlihat bahwa secara keseluruhan, sebelum, saat dan masa setelah covid-19 berpengaruh terhadap under pricing. Untuk periode secara keseluruhan, sebelum dan setelah covid, total aset berpengaruh positif terhadap underpricing. Semakin besar perusahaan maka semakin diminati oleh calon investor (Duong et al., 2021); Li et al., 2019).

Total asset berpengaruh positif terhadap underpricing menunjukkan bahwa pada periode tersebut investor lebih menyukai investasi di perusahaan yang lebih besar, hasil ini mendukung penelitian sebelumnya (Mohan & Anbukarasi, 2024). Investor berpikir, bahwa semakin besar perusahaan maka dia semakin profesional dan semakin memiliki pasar lebih luas sehingga akan mendapatkan keuntungan semakin besar. Hal ini juga mendukung hasil penemuan pertama, bahwa kemampuan perusahaan berpengaruh positif terhadap underpricing.

Pada saat Indonesia mengalami pandemic covid-19, total asset tidak berpengaruh terhadap under pricing (Liu & Wu, 2021). Hal ini menunjukkan bahwa pada masa covid-19, investor tidak mempertimbangkan apakah itu perusahaan besar atau perusahaan kecil, untuk investasi di saham

perusahaan IPO. Diduga karena masa covid-19 semua perusahaan menghadapi keadaan ekonomi lesu yang sama, baik perusahaan besar maupun perusahaan kecil, maka mereka tidak mempertimbangkan besaran perusahaan untuk investasi. Pada saat covid yang menjadi pertimbangan adalah kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan. Hal ini mendukung hasil temuan pertama bahwa kemampuan perusahaan berpengaruh positif terhadap underpricing.

Pada saat Indonesia mengalami pandemi covid-19 (periode T), total asset berpengaruh negative terhadap underpricing setelah jenis industry dimasukkan dalam pengolahan regresi. Hal ini menunjukkan ada pembalikan arah investor dalam memilih perusahaan IPO. Investor cenderung memilih perusahaan lebih kecil. Diduga hal ini dikarenakan pada masa covid-19, perusahaan yang IPO sebagian besar di papan akselesari dan papan pengembang. Perusahaan yang IPO di papan pengembang adalah perusahaan relative lebih kecil serta jumlah saham yang digunakan untuk IPO relative lebih sedikit dibanding perusahaan yang IPO di papan utama. Perusahaan yang IPO melalui pasar pengembang dan akselerasi ini diijinkan masih rugi (saat IPO), tapi beberapa tahun kemudian akan untung (harus dicantumkan proyeksi keuangan dan keuntungan di prospectus). Di saat keadaan ekonomi memburuk, banyak pembatasan terjadi di Indonesia, maka mulai dibuka e-IPO. E-IPO adalah IPO yang dilakukan secara elektronik. Semua proses yang dilalui untuk perusahaan sampai IPO terlaksana dilakukan secara daring. E-IPO ini mempermudah calon emiten untuk melakukan IPO juga semakin efisien. Beberapa jenis biaya IPO dapat diefisiensikan karena cukup dilakukan secara daring. Dari sisi calon investor, E-IPO juga semakin mempermudah calon investor mendapatkan data dan informasi yang diperlukan untuk mendukung keputusan investasinya, keputusan mau membeli saham yang IPO atau tidak. Hasil penelitian ini mendukung penelitian (Aghamolla & Thakor, 2022; Octafian et al., 2021; Ogura, 2015).

Saat masa covid-19 banyak muncul investor baru, mereka yang semula kurang tertarik dengan investasi saham, dikarenakan memiliki lebih banyak waktu di rumah maka mereka memiliki banyak waktu untuk belajar termasuk belajar investasi saham. Diduga karena pada masa covid-19, banyak investor baru, yang masih belajar, maka mereka memilih perusahaan yang menetapkan harga IPO rendah. Biasanya perusahaan kecil akan menetapkan harga IPO relative lebih rendah dibandingkan perusahaan besar (Chan et al., 2023; Hu et al., 2021). Oleh karena itu investor pemula dimana mereka baru belajar investasi juga akan investasi dalam jumlah yang relative lebih kecil.

Investor cenderung memilih perusahaan yang lebih kecil yang masuk dalam industry consumer cyclicals, basic material, teknologi dan indusatrial. Keempat industry inilah yang menarik bagi investor. Investor memandang bahwa industry tersebut akan bertahan baik dalam ekonomi memburuk ataupun ekonomi membaik. Hal ini juga didukung dengan hasil setelah covid-19, keempat industry tersebut tetap menjadi pertimbangan investor untuk memilih perusahaan investasinya. Jenis industri akan mempengaruhi minat investor sehingga mempengaruhi nilai underpricing (Brau et al., 2016; Fedorova et al., 2022).

Proporsi sumber dana atau sering disebut juga dengan struktur modal, dihitung menggunakan DER (total hutang dibagi total asset), untuk data total maupun data sebelum covid-19 (T-1) dan setelah covid-19 (T+1) menunjukkan bahwa DER berpengaruh negative terhadap

underpricing (Budagaga, 2022). Hal ini menunjukkan bahwa investor mempertimbangkan struktur modal perusahaan. Bila investor menggunakan hutang semakin besar maka investor akan menangkap itu sebagai sinyal negative karena dapat meningkatkan risiko perusahaan (Ruth Pranadipta & Natsir, 2023). Risiko perusahaan yang semakin besar harus ditanggung oleh investor, sehingga meskipun investor berminat untuk membeli saham yang sedang IPO, tetapi peminatnya lebih sedikit sehingga kenaikan harga di pasar sekunder menjadi tidak tinggi dan under pricingnya menjadi rendah.

Ketika jenis industry dimasukkan dalam olah data, maka DER menjadi tidak berpengaruh terhadap under pricing, baik untuk perusahaan T-1 maupun untuk keseluruhan perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa investor tidak mempertimbangkan struktur modal perusahaan (Kumar et al., 2017), tetapi lebih mempertimbangkan industry untuk perusahaan yang IPO (Widianto & Khristiana, 2021). Industri perusahaan mining menjadi perhatian investor dalam membeli perusahaan IPO. Jadi bagi investor, struktur modal tidak begitu penting, tetapi bila perusahaan IPO termasuk industry energi, maka mereka cenderung untuk membeli saham tersebut. Investor beranggapan bahwa perusahaan energi akan memberikan return yang lebih besar dibanding jenis industry perusahaan yang lain. Investor berpendapat bahwa energi akan tetap dipakai sepanjang masa, sehingga baik untuk jangka pendek maupun jangka Panjang perusahaan industry energi memberikan return besar bagi investor. Dalam berinvestasi investor juga memperhatikan jenis industri, karena jenis industri ini mempengaruhi underpricing (Baker et al., 2021; Kooli et al., 2022).

Pada masa pandemic covid-19, berbeda dengan perioda penelitian lainnya (Fedorova et al., 2023) struktur modal tidak berpengaruh terhadap underpricing, baik sebelum jenis industry dimasukkan maupun setelah dimasukkan dalam proses olah data, struktur modal tidak berpengaruh terhadap underpricing. Hal ini menunjukkan bahwa investor tidak mempertimbangkan besarnya hutang dan komposisi pendanaan perusahaan dalam membeli saham IPO. Investor lebih memperhatikan beberapa jenis industry untuk membeli saham IPO. Beberapa industry yang menarik bagi investor saat masa covid-19 adalah consumer cyclicals, basic material, teknologi dan industrials. Keempat industry tersebut berpengaruh negative, berarti bahwa bila yang IPO masuk dalam industry tersebut menyebabkan underpricing, dalam hal ini karena industry dimasukkan sengan variabel dummy maka pengaruh positif atau negative dari variabel dummy tidak dapat diinterpretasikan meningkatkan atau menurunkan besarnya underpricing.

Jenis industry secara total dan sebelum covid-19 yang mempengaruhi underpricing hanya industry energi. Hal ini menunjukkan saat sebelum covid-19, investor mempertimbangkan sektor energi dalam keputusan investasi perusahaan IPO. Apabila tidak masuk ke sektor energi, maka investor lebih mempertimbangkan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan serta besaran perusahaan. Investor tidak mempertimbangkan struktur modal perusahaan.

Saat setelah covid -19 berakhir, investor mempertimangkan jenis industry yang akan menjadi investasinya. Semua jenis industry mempengaruhi nilai underpricing. mempengaruhi underpricing pada perioda setelah covid-19. Untuk industry keuangan dan transportasi & logistic mendorong underpricing semakin besar. Investor beranggapan bahwa industry keuangan akan tetap diperlukan



untuk mendukung industry lainnya, sehingga industry keuangan menjadi pilihan utama investor, maka underpricingnya juga akan semakin besar. Industri transportasi dan logistic saat ini dan masa yang akan datang tetap diperlukan. Apalagi dengan semakin berkembangnya penjualan on line yang dirasa mempermudah penjualan dan pembelian barang bagi konsumen dan penjual. Oleh karena itu industry transportasi dan logistic di masa yang akan datang semakin bertumbuh. Oleh karena itu ke dua sektor tersebut menarik bagi investor.

Nilai underpricing sebelum, saat dan setelah covid-19 dapat dilihat dalam tabel 3 di bawah:

Tabel 3. Hasil Uji Beda Underpricing Sebelum, Saat dan Setelah Covid-19

Keterangan	Nilai Uji Beda	Prob-sig
Sebelum-Saat (T-1 – T)	0.736	0.786
Saat-Setelah (T – T+1)	0.662	0.853
Sebelum-setelah (T-1 – T+1)	5.497	.001

Sumber: Data Sekunder Diolah

Dari tabel 3 terlihat bahwa nilai under pricing untuk perioda sebelum dan saat covid-19 serta saat covid-19 dengan setelah covid-19 tidak ada beda. Hal ini menunjukkan bahwa ketertarikan investor terhadap perusahaan IPO sebelum covid-19 dan setelah covid-19 sama. Dalam keadaan ekonomi baik dan ekonomi memburuk ternyata ketertarikan investor terhadap investasi saat perusahaan IPO tidak ada beda. Diduga investor tidak mempertimbangkan keadaan ekonomi dalam mereka berinvestasi, tetapi lebih mempertimbangkan jenis industri dan kinerja perusahaan untuk melakukan investasi. Hal ini berbeda dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa saat covid-19 dapat mereduksi nilai underpricing (Fedorova et al., 2023).

Perioda sebelum dan setelah covid-19 menunjukkan bahwa ada perbedaan undepricing perusahaan IPO. Perbedaan ini diduga karena investor lebih berpengalaman dan telah belajar selama terjadi covid-19. Belajar dari pengalaman, maka investor yang telah melakukan investasi melalui IPO sebelum masa covid-19, lebih berhati-hati ketika memutuskan akan berinvestasi pada perusahaan yang melakukan IPO (Murtini et al., 2024). Hal ini juga didukung dengan hasil dari tabel 2. Dalam tabel tersebut investor ketika akan melakukan investasi saat IPO, sebelum covid tidak mempertimbangkan jenis industry perusahaan (industry energi saja yang menarik investor/menjadi pertimbangan). Saat setelah covid terlihat variabel dummy (tabel 2) semua signifikan. Hal ini menunjukkan setelah covid investor mempertimbangkan semua jenis industry perusahaan yang melakukan IPO.

#### 4. KESIMPULAN

Perusahaan yang melakukan IPO sebelum, saat dan setelah covid-19 sebagian besar mengalami underpricing. Underpricing perusahaan yang IPO sebelum dan saat covid-19 tidak ada beda. Tetapi underpricing untuk perusahaan yang IPO sebelum dan setelah covid-19 ada perbedaannya.

Besaran perusahaan mempengaruhi underpricing untuk semua perusahaan IPO selama tahun penelitian. Saat covid-19, besaran perusahaan tidak mempengaruhi underpricing namun setelah variabel jenis perusahaan dimasukkan maka besaran perusahaan menjadi berpengaruh terhadap under pricing. Pada masa covid-19, investor mempertimbangkan besaran perusahaan dan jenis industri ketika akan membeli saham IPO.

Investor yang tidak memperhatikan jenis industry perusahaan IPO, investor memilih perusahaan yang memiliki hutang sedikit. Investor yang mengutamakan jenis industry perusahaan IPO kurang memperhatikan struktur modalnya, karena bagi mereka jenis industry akan berperan penting dalam pertumbuhan perusahaan dan meningkatkan return investor.

Faktor yang mempengaruhi underpricing sebelum dan setelah covid-19 sama yaitu, ROA, besaran perusahaan dan struktur modal. Selama covid-19, faktor yang mempengaruhi underpricing hanya ROA. Sedangkan besaran perusahaan menjadi pertimbangan investor bersamaan dengan jenis industri. Hal ini menunjukkan bahwa aselama covid-19, investor tidak mempertimbangkan sumber pendanaan perusahaan tetapi lebih memperhatikan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan dan besaran perusahaan.

Penelitian di atas dilakukan menggunakan data sekunder, sehingga belum dapat melihat perilaku investor terhadap perusahaan yang IPO. Disarankan untuk peneliti selanjutnya meneliti perilaku investor yang berinvestasi saat perusahaan melakukan IPO dengan menggunakan data primer untuk memperkuat hasil penelitian ini.

Kelemahan penelitian ini adalah keterbatasan data untuk data perusahaan setelah covid, sehingga kemungkinan hasilnya belum optimal. Disarankan untuk penelitian selanjutnya menambah waktu penelitian untuk perioda sebelum dan setelah covid-19 dan mendapatkan tahun penelitian yangimbang.

## DAFTAR PUSTAKA

- Aghamolla, C., & Thakor, R. T. (2022). IPO peer effects. *Journal of Financial Economics*, 144(1). <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.055>
- Agustina, M., & Yousida, I. (2021). Pengaruh Umur Perusahaan, Profitabilitas, dan Financial Leverage Terhadap Underpricing Saham Pada Penawaran Umum Perdana di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Bisnis*, 7(November), 417–429.
- Baker, E. D., Boulton, T. J., Braga-Alves, M. V., & Morey, M. R. (2021). ESG government risk and international IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance*, 67 (2).
- Brau, J. C., Cicon, J., & McQueen, G. (2016). Soft Strategic Information and IPO Underpricing. *Journal of Behavioral Finance*, 17(1).
- Brigham, Eugene F. & Houston, J. F. 2020. (2020). *Fundamental Financial Management*. Chengange.
- Brigham, E. F., & Houston, J. . (2022). *Essential of Financial Management* (15th ed.). Cengage Learning.
- Budagaga, A. R. (2022). The validity of the irrelevant theory in Middle East and North African markets: conventional banks versus Islamic banks. *Journal of Financial Economic Policy*, 14(4), 491–514.

- Chan, K. C., He, J., Li, C., & Zhang, L. (2023). Narcissistic managers and IPO underpricing. *International Review of Financial Analysis*, 89(July).
- Duong, H. N., Goyal, A., Kallinterakis, V., & Veeraraghavan, M. (2021). Market manipulation rules and IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance*, 67(1).
- Eugene F, B., Michael C, E., Annie, K., & Ser-Keng, A. (2014). *Financial Management : Theory and Practice, An Asia Edition* (1st ed.). Cengage learning asia.
- Fedorova, E., Chertsov, P., & Kuzmina, A. (2023). COVID-19: the impact of the pandemic fear on IPO underpricing. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(4), 820–846.
- Fedorova, E., Druchok, S., & Drogovoz, P. (2022). Impact of news sentiment and topics on IPO underpricing: US evidence. *International Journal of Accounting and Information Management*, 30(1).
- Hartono, J. (2017). *Teori portofolio dan analisis investasi* (11th ed.). BPFE. Yogyakarta
- 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(October).
- Kooli, M., Zhang, A., & Zhao, Y. (2022). How IPO firms' product innovation strategy affects the likelihood of post-IPO acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 72 (2).
- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106–132.
- Li, X., Wang, S. S., & Wang, X. (2019). Trust and IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance*, 56(1).
- Liu, X. K., & Wu, B. (2021). Do IPO firms misclassify expenses? Implications for IPO price formation and Post-IPO stock performance. *Management Science*, 67(7).
- Mayasari, T., Y., & Yulianto, A. (2018). Pengaruh Return on Equity, Net Profit Margin, dan Ukuran Perusahaan terhadap Underpricing. *Jurnal Kajian Akuntansi*, 2(1), 41-50.
- Mohan, K., & Anbukarasi, M. (2024). Impact of Underpricing Determinants on Market Return of S&P BSE SME IPO in India. *Article in Formosa Journal of Computer and Information Science*, 3(1), 261–274.
- Muhamad khoiril iqbal, I., & Parinduri, A. Z. (2020). Faktor Faktor Yang Mempengaruhi Underpricing Pada Saat Ipo Study Kasus Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei 2019-2021. *Jurnal Ekonomi Trisakti*, 2(2), 1049–1062.
- Murtini, U. (2015). Pengaruh Reputasi Underwriter, size dan Perusahaan Pada Penentuan Harga IPO. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 11(2).
- Murtini, U. (2023). Piutang Sebagai Mediasi Dalam Struktur Modal Mempengaruhi Return Saham Perusahaan Perbankan. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 18(2), 151-160.
- Murtini, U., Winandra, H., & Kurnia, D. (2024). Underpricing Perusahaan Non Keuangan Pada Masa Covid-19: Faktor Yang Mempengaruhi. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 20(2), 151–164.
- Nurazizah, N. D., & Majidah. (2019). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Underpricing Pada Saat Initial Public Offering (Ipo) Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2012. *Diponegoro Journal of Accounting*, 1(1), 157-167
- Octafian, M., Wijayanti, A., & Masitoh, E. (2021). Pengaruh DER, Roa, NPM dan EPS Terhadap Underpricing Studi Kasus: Perusahaan Yang Melakukan Initial Public Offering di BEI. *Jurnal Dinamika Ekonomi Pembangunan*, 4(1), 15–20.
- Ogura, Y. (2015). The Certification Role of Pre-IPO Banking Relationships: IPO Underpricing and Post-IPO Performance in Japan. *SSRN Electronic Journal*.

<https://doi.org/10.2139/ssrn.2392246>

- Ruth Pranadipta, & Natsir, K. (2023). Financial, Non-Financial, and Macro-Economic Factors That Affect the First Day Profit Rate When Conducting Initial Public Offering. *International Journal of Application on Economics and Business*, 1(2), 276–289.
- Sabaria, S., Khairunisa, N. A., & Hamsiah, H. (2023). Pengaruh Return On Equity, Net Profit Margin Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Underpricing. *Financial and Accounting Indonesian Research*, 3(1), 46–54.
- Sletten, E., Ertimur, Y., Sunder, J., & Weber, J. (2018). When and why do IPO firms manage earnings? *Review of Accounting Studies*, 23(3).
- Widianto, T., & Khristiana, Y. (2021). Analisis Underpricing Saham Pada Penawaran Pasar Perdana Di Bursa Efek Indonesia Sebelum Pandemi Covid-19 Di Dunia. *Excellent*, 8(1), 79–91.
- Winarsih Ramadana, S. (2018). Beberapa Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham Pada Perusahaan Yang Melakukan Initial Public Offering (IPO) Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Inspirasi Manajemen Dan Kewirausahaan*, 2(2), 102–108.