

KARAKTERISTIK PERUSAHAAN TERHADAP UNDERPRICING SAHAM IPO, KEPEMILIKAN SAHAM MANAJERIAL SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Condro Widodo¹, Nanda Kirana², Helmy Sukiswo³

*Email : condro.widodo.ak@upnjatim.ac.id

Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Jawa Timur

ABSTRACT. *The aim of this research is to examine the effect of firm characteristics, which include gross proceeds and profitability to underpricing IPO. The aim of this research is also to examine managerial ownership in moderating the influence of firm characteristics on the underpricing of IPOs. This research was conducted on all companies which made an initial public offering in the 2010-2017 period. Tests in this research instead of multiple linear regression test and multiple regression analysis test. The results of this research found that gross proceeds and profitability were able to reduce underpricing of IPO. The role of managerial ownership can strengthen the negative effect of gross proceeds on underpricing. Otherwise, managerial ownership is not able to moderate the effect of profitability on the underpricing of IPO.*

Keywords: *Gross Proceeds, Profitability, Managerial Ownership, IPO Underpricing.*

ABSTRAK. Penelitian ini bertujuan mengetahui pengaruh karakteristik perusahaan, terdiri dari: *gross proceeds*, profitabilitas dan umur perusahaan terhadap *underpricing* IPO. Penelitian ini bertujuan menguji kepemilikan manajerial dalam memoderasi pengaruh karakteristik perusahaan terhadap *underpricing* IPO. Objek penelitian ini meliputi seluruh perusahaan yang melakukan penerbitan saham perdana periode 2010-2017. Pengujian penelitian ini meliputi: uji regresi linier berganda dan uji analisis regresi berganda. Hasil Penelitian ini menemukan *gross proceeds* dan profitabilitas dapat mengurangi *underpricing* IPO. Peran kepemilikan manajerial memperkuat pengaruh negatif *gross proceeds* terhadap *underpricing*. Disisi lain, kepemilikan manajerial tidak dapat memoderasi pengaruh profitabilitas.

Kata kunci: *Gross proceeds, Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial, Underpricing.*

Pendahuluan

Kebutuhan pendanaan merupakan kebutuhan yang penting bagi kelangsungan hidup perusahaan. Tanpa dukungan pendanaan yang memadai, perusahaan akan kesulitan untuk bertahan ditengah persaingan industri yang semakin ketat. Sumber pendanaan perusahaan bisa dipenuhi melalui dua cara yakni: pendanaan internal dan eksternal. Sumber pendanaan internal saja tidak cukup untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan. Selain itu juga diperlukan sumber pendanaan eksternal untuk mendukung kebutuhan dana perusahaan. Salah satu cara mendapatkan pendanaan eksternal yang dapat diperoleh perusahaan melalui penawaran saham perdana (*initial public offerings*).

Persoalan yang sering dihadapi oleh perusahaan yang akan melakukan penawaran saham perdana yaitu penentuan harga saham IPO. Sulitnya emiten dalam menentukan harga saham pada saat IPO dikarenakan emiten yang akan melakukan penawaran saham perdana belum pernah melakukan penawaran saham kepada publik sehingga perusahaan memiliki keterbatasan data untuk menentukan harga saham perdana yang relevan. Sebagaimana Ibbotson et al. (1994) menyatakan penetapan harga saham pada penawaran saham perdana (IPOs) merupakan hal yang sulit. Hal tersebut dikarenakan kurangnya informasi terkait pasar modal sebelum penawaran dan perusahaan penerbit saham memiliki sejarah operasi yang singkat. Kondisi tersebut mengakibatkan penetapan harga saham perdana ditetapkan keadaan *underpricing*. Sohail & Raheman (2009) menyatakan *underpricing* merupakan perbedaan harga saham pada penawaran perdana (IPO) yang lebih rendah daripada harga penutupan pada saat hari pertama diperdagangkan di bursa efek.

Kesenjangan informasi atau informasi asimetris pada umumnya mendasari terjadinya *underpricing* pada saat penetapan harga saham perdana. Terdapat beberapa penelitian sebelumnya yang menjelaskan bahwa kesenjangan informasi diantara pihak-pihak yang berkepentingan dengan penawaran saham perdana menyebabkan terjadinya *underpricing* saham IPO. Penelitian tersebut antara lain, Beatty & Ritter, (1986); Rock (1986) menyatakan bahwa adanya informasi asimetris antara *informed investor* dengan *uninformed investor* menjadikan adanya *adverse selection* yang memicu munculnya tindakan *opportunis* dari *informed investor*. *Informed investor* sebagai pihak yang mengetahui informasi terkait prospek perusahaan, berminat menginvestasikan modalnya pada saham yang memiliki pengembalian yang positif. Sementara pihak *uninformed investor* sebagai pihak yang kurang mengetahui informasi terkait prospek perusahaan juga tidak tertarik berinvestasi pada perusahaan yang memiliki risiko tinggi. Sehingga, emiten menetapkan harga saham perdana dengan harga yang lebih rendah supaya *uninformed investor* berminat untuk menginvestasikan modalnya dalam saham IPO tersebut (Rock, 1986).

Fenomena terait *underpricing* pada penawaran saham perdana masih sering terjadi di Indonesia. kasus *underpricing* PT. Krakatau Steel pada tahun 2010 menetapkan harga saham perdana sebesar Rp. 850. Harga saham tersebut dinilai terlalu rendah pada saat itu karena kinerja PT. Krakatau Steel sedang mengalami peningkatan. Peningkatan laba dari semester 1-2010 sebesar Rp. 997,5 miliar. Pada penutupan hari pertama perdagangan di pasar sekunder harga sahamnya ditutup pada level Rp, 1270 atau meningkat sebesar 49,4% (Romli, 2010). Selain itu, terdapat fenomena tentang *underpricing* saham saat IPO lainnya. Berdasarkan informasi yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia menyatakan bahwa dari 37 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2017. Terdapat 27 saham perusahaan yang mengalami *underpricing* pada saat IPO.

Underpricing saham pada saat IPO disebabkan oleh beberapa faktor. Faktor-faktor tersebut diantaranya karakteristik perusahaan. Sebagaimana Too & Yusoff (2015) menyatakan teori dan tinjauan literatur relevan yang mendasari tentang *underpricing* mengungkapkan bahwa karakteristik spesifik perusahaan yang melakukan IPO juga

memiliki dampak pada tingkat *underpricing*. Penelitian ini bertujuan untuk meneliti pengaruh karakteristik perusahaan terhadap *underpricing* saat IPO. Karakteristik perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah *gross proceeds* dan profitabilitas. Pemilihan variabel *gross proceeds* dikarenakan variabel tersebut berkaitan dengan risiko ketidakpastian terkait nilai perusahaan yang melakukan IPO. Sebagaimana penelitian Kiymaz (2000) menggunakan ukuran perusahaan, *gross proceeds* dan umur perusahaan untuk mengukur tingkat ketidakpastian terkait nilai perusahaan yang melakukan IPO.

Terdapat banyak penelitian yang menguji terkait pengaruh *gross proceeds* dan profitabilitas terhadap *underpricing*. Namun, terdapat hasil penelitian yang belum konsisten. Sehingga peneliti mempertimbangkan untuk menggunakan variabel moderasi. Daily et al. (2003) analisis empiris menunjukkan adanya pengaruh moderasi yang tidak teridentifikasi, terlepas dari variabel independen tertentu. Variabel pemoderasi yang digunakan pada penelitian ini adalah kepemilikan manajerial. Alasan digunakannya kepemilikan saham manajerial sebagai variabel pemoderasi merujuk pada *signaling theory*. Leland & Pyle (1977) menyatakan bahwa ekuitas yang dipertahankan oleh pihak manajerial mencerminkan keinginan pihak manajerial untuk berinvestasi pada perusahaan yang melakukan IPO, hal tersebut merupakan sinyal bagi investor bahwa perusahaan memiliki kualitas dan nilai yang baik. Sinyal baik yang dikirimkan dari kepemilikan saham oleh pihak manajerial diharapkan mampu mengurangi *underpricing* saham IPO.

Asimetri informasi adalah kesenjangan informasi yang dimiliki oleh pihak-pihak yang terlibat dalam sebuah bisnis, dimana salah satu pihak lebih mengetahui lebih banyak informasi dari pada pihak lainnya (Scott, 2003: 7). Kesenjangan informasi dalam sebuah kontrak bisnis disebabkan oleh perbedaan informasi yang dimiliki antara prinsipal dengan agen. Prinsipal selaku pihak luar yang memberikan wewenang untuk mengelola perusahaan kepada pihak agen. Pihak prinsipal selaku pihak luar mengetahui lebih sedikit informasi terkait perusahaan yang akan mereka investasikan dananya. Pihak agen selaku orang dalam (*insider*) yang diberikan wewenang oleh agen untuk mengelola perusahaan mengetahui lebih banyak informasi terkait perusahaan yang dikelolanya dibandingkan dengan pihak prinsipal. Pada konteks penawaran saham perdana kesenjangan informasi juga terjadi antara pihak yang berkepentingan. Pihak tersebut antara lain investor yang terinformasi dengan investor yang tidak terinformasi. Penelitian Beatty & Ritter (1986), Rock (1986) menyatakan bahwa adanya informasi asimetris antara *informed investor* dengan *uninformed investor* menjadikan adanya *adverse selection* yang memicu munculnya tindakan oportunis dari *informed investor*. *Informed investor* sebagai pihak yang mengetahui informasi terkait prospek perusahaan, berminat menginvestasikan modalnya pada saham yang memiliki pengembalian yang positif. Sementara pihak *uninformed investor* sebagai pihak yang kurang mengetahui informasi terkait kondisi perusahaan juga tidak ingin berinvestasi pada perusahaan yang memiliki risiko tinggi. Kondisi tersebut menimbulkan ketidakpastian (*ex ante uncertainty*) terkait penilaian perusahaan yang akan mempengaruhi terjadinya *underpricing*.

Signaling theory diprakarsai oleh Spence (1973) dan Leland & Pyle (1977), teori ini dikembangkan berdasarkan kesenjangan informasi antara pihak perusahaan dengan publik. Pihak perusahaan meliputi pihak manajemen sebagai pihak yang mengelola perusahaan mengetahui lebih banyak informasi terkait kondisi dan prospek perusahaan daripada publik. Publik hanya mengetahui sedikit informasi tentang kinerja perusahaan. Penelitian Leland & Pyle (1977) menjelaskan tentang pentingnya perusahaan membagikan informasi kepada publik guna memberikan sinyal terkait prospek perusahaan. Pentingnya perusahaan membagikan informasi ke publik untuk meyakinkan calon investor agar mau menginvestasikan modalnya kedalam perusahaan tersebut. Spence (1973) menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki kinerja yang baik mampu menunjukkan keunggulannya

dibandingkan perusahaan yang memiliki kinerja kurang baik dengan cara mengirimkan sinyal kepada publik mengenai kualitas perusahaan tersebut.

Metode Penelitian

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang digunakan di penelitian ini seluruh perusahaan yang akan melakukan kegiatan *initial public offerings* (IPO) periode 2010-2017. Penentuan sampel pada penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dengan *judgement sampling*. Kriteria pemilihan sampel pada penelitian ini sebagai berikut: 1). Perusahaan yang menerbitkan penawaran saham perdana (IPO) periode 2010-2017. 2). Perusahaan yang tidak melakukan penawaran saham susulan (*seasoned offerings*). 3). Perusahaan yang menawarkan saham perdana dalam keadaan *underpricing*. 4). Perusahaan tidak mengalami kerugian atau perusahaan yang memiliki saldo laba negatif. Setelah dilakukan pemilihan sampel penelitian didapatkan 66 perusahaan sebagai sampel penelitian.

Definisi dan Ukuran Variabel

Underpricing adalah perbedaan harga saham saat penawaran saham perdana (IPO) lebih rendah dibandingkan harga penutupan saat hari pertama diperdagangkan di pasar sekunder (Sohail & Raheman, 2009). *Underpricing* dapat diukur dengan menyelisihkan harga penutupan saham di hari pertama dengan harga saham pada saat penawaran perdana. Pengukuran tersebut selaras dengan pengukuran (Certo et al., 2001). Sehingga dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$UP = \frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}}$$

UP = *Underpricing* saham pada saat IPO

$P_{i,1}$ = Harga saham penutupan pada hari pertama di Bursa Efek

$P_{i,0}$ = Harga saham pada penawaran saham perdana

Gross proceeds

Gross proceeds merupakan jumlah saham yang ditawarkan perusahaan saat melakukan penawaran saham perdana (IPO). *Gross proceeds* pada penelitian ini diukur menggunakan mengalikan harga saham per lembar dengan jumlah saham beredar kemudian di logaritman. Pengukuran *gross proceeds* tersebut selaras dengan pengukuran Sohail & Raheman (2009) dan Lin & Tian (2012). Rumus pengukuran variabel *gross proceeds* sebagai berikut:

$$GP = NOS \times OP$$

$$LnGP = \text{Log} (NOS \times OP)$$

LnGP = Log dari *Gross proceeds*

GP = *Gross proceeds*

NOS = Jumlah saham yang beredar

OP = harga saham saat penawaran perdana

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan emiten untuk menghasilkan laba pada masa depan (Indahningrum & Handayani, 2009). Profitabilitas pada penelitian ini diukur menggunakan *return on asset* (ROA). Digunakannya rasio *return on assets* sebagai proksi untuk mengukur profitabilitas sesuai dengan penelitian (Lin & Tian, 2012). Rumus pengukuran variabel profitabilitas sebagai berikut:

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

ROA = *Return on assets*

EAT = Laba Stelah Pajak
 TA = Total Aset
 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak manajerial. Variabel kepemilikan saham manajerial direpresentasikan oleh presentase kepemilikan saham perusahaan yang dikuasai oleh pihak manajerial dari jumlah keseluruhan saham perusahaan yang beredar. Pengukuran kepemilikan saham oleh manajerial bisa dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Saham Manajerial} = \frac{\text{Total Saham Manajerial}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

Penelitian ini menggunakan analisis regresi moderasian (*moderated regression analysis*). Analisis regresi moderasian dilakukan karena dalam penelitian ini menggunakan variabel pemoderasi. Menurut Hartono (2017: 175) pengujian efek utama dan efek moderasi dilaksanakan dengan menggunakan analisis regresi melalui metode disebut analisis regresi berjenjang. Model analisis regresi berjenjang pada penelitian ini dapat dijelaskan kedalam persamaan-persamaan sebagai berikut:

$$UP = \alpha + \beta_1 \text{LnGP} + \beta_2 \text{ROA} + \xi_1 \dots \dots \dots (1)$$

$$UP = \alpha + \beta_3 \text{LnGP} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{KSM} + \xi_2 \dots \dots \dots (2)$$

$$UP = \alpha + \beta_6 \text{LnGP} + \beta_7 \text{ROA} + \beta_8 \text{LnGP} * \text{KSM} + \beta_9 \text{ROA} * \text{KSM} + \xi_3 \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan:

- UP = *Underpricing* IPO
- GP = *Gross proceed*
- ROA = *Return on asset*
- KSM = Kepemilikan Saham Manajerial
- α = Konstanta
- β = Coefisien Regresi
- ξ = *Error*

Hasil dan Pembahasan

Hasil uji statistik deskriptif akan menjelaskan karakteristik data sampel penelitian. Karakteristik data yang akan dijelaskan meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata dan standar deviasi. Karakteristik data yang akan dianalisis meliputi *gross proceeds*, profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *underpricing*. Hasil pengujian statistik deskriptif akan disajikan pada tabel 1.

Tabel 1 Hasil Uji Statistik Deskriptif

Nama Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Standar Deviasi
<i>Underpricing</i>	0,0035	7,0000	0,3844	0,8637
<i>Gross proceeds</i>	24,128	28,526	26,241	1,1329
Profitabilitas	0,0002	0,1603	0,0531	0,0441
Kepemilikan Manajerial	0,001	0,5275	0,0879	0,1139

Berdasarkan hasil uji statistik deskriptif pada tabel 1 dapat dilihat bahwa nilai *underpricing* pada penelitian ini paling rendah sebesar 0,0035. Nilai tertinggi *underpricing* pada penelitian sebesar 7,000. Sedangkan nilai rata-rata *underpricing* sebesar 0,3844. Artinya, rata-rata perusahaan yang melakukan IPO yang digunakan sebagai sampel pada penelitian ini mengalami *underpricing* sebesar 0,3844 atau 38,44%. Nilai *gross proceeds* terendah pada penelitian ini sebesar 24,128. Nilai *gross proceeds* tertinggi sebesar 28,526. Nilai rata-rata *gross proceeds* pada penelitian sebesar 26,241. Hal tersebut berarti bahwa emiten yang melakukan IPO pada penelitian ini memiliki rata-rata *gross proceeds* sebesar 26,241. Nilai profitabilitas pada penelitian terendah sebesar 0,0002 atau 0,02%. Nilai

profitabilitas terendah sebesar 0,1603 atau 16,03%. Nilai rata-rata profitabilitas sebesar 0,0531 atau 5,31%. Artinya, rata-rata tingkat profitabilitas perusahaan sebesar 5,31%. Nilai variabel kepemilikan manajerial terendah yaitu sebesar 0,001 atau 0,1%. Nilai variabel kepemilikan manajerial tertinggi sebesar 0,5275 atau 52,75%. Rata-rata tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajerial pada penelitian ini sebesar 0,0879 atau 8,79%.

Hasil Uji Regresi akan menjelaskan pengaruh *gross proceeds* dan profitabilitas terhadap *underpricing* serta peran moderasi kepemilikan saham manajerial pada pengaruh *gross proceeds* dan profitabilitas terhadap *underpricing*. Hasil Uji regresi akan dijelaskan pada tabel 2.

Tabel 2 Hasil Uji Regresi

Variabel	Koefisien Regresi	T	sig	R Square	Adj. R-Square
Konstanta	3,533	5,212	0,000	0,594	0,545
GP	-0,115	-4,347	0,000		
ROA	-1,508	-2,361	0,022		
KSM	-11,605	-2,755	0,008		
GP*KSM	0,390	2,439	0,018		
ROA*KSM	3,238	1,089	0,281		
Nilai F	12,104		0,000		

Berdasarkan hasil uji regresi pada tabel 2 menunjukkan variabel *Gross proceeds* (GP) berpengaruh negatif terhadap *underpricing*. Hal tersebut dikarenakan nilai koefisien regresi variabel *gross proceeds* negatif sebesar -0,115 dengan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,000. Nilai signifikansi tersebut lebih rendah daripada tingkat signifikansi 0,05. Selain itu didukung oleh nilai t hitung lebih tinggi daripada nilai t tabel, yaitu $-4,347 > 1,670$. Artinya, semakin tinggi *gross proceeds* perusahaan yang melakukan IPO maka semakin rendah tingkat *underpricing* pada penawaran saham perdana. Hasil uji regresi tersebut mendukung hipotesis 1 yang menyatakan *gross proceeds* saat penawaran saham perdana berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.

Hasil pengujian regresi pada hipotesis 2 menunjukkan Profitabilitas (ROA) berpengaruh negatif terhadap *underpricing* IPO. Pengaruh negatif antara profitabilitas terhadap *underpricing* IPO ditunjukkan oleh nilai koefisien variabel profitabilitas -1,508 dengan nilai probabilitas 0,022 pada tabel 2. Nilai signifikansi tersebut lebih rendah daripada 0,05. Didukung pula oleh nilai t hitung $-2,361 > \text{nilai } t \text{ tabel sebesar } 1,670$. Hal tersebut berarti semakin besar profitabilitas perusahaan yang melakukan IPO maka semakin rendah *underpricing* saham pada saat IPO. Hasil pengujian regresi tersebut mendukung hipotesis 2 yang menyatakan profitabilitas emiten berpengaruh negatif terhadap *underpricing* IPO.

Hasil pengujian regresi pada hipotesis 3 tentang peran moderasi kepemilikan manajerial pada pengaruh *gross proceeds* (GP*KSM) terhadap *underpricing*, menunjukkan bahwa kepemilikan saham manajerial memperkuat pengaruh negatif antara *gross proceeds* terhadap *underpricing* IPO. Hal tersebut ditunjukkan oleh nilai koefisien positif variabel interaksi kepemilikan manajerial dengan *gross proceeds* (GP*KSM) sebesar 0,390. Didukung pula oleh nilai signifikansi pada tabel 2 sebesar $0,018 < 0,05$. Nilai t hitung sebesar $2,439 > \text{nilai } t \text{ tabel } 1,67$. Nilai koefisien regresi tersebut menunjukkan nilai positif berarti adanya kepemilikan saham manajerial dapat memperkuat pengaruh negatif *gross proceeds* terhadap *underpricing* IPO. Sehingga hasil pengujian regresi tersebut mendukung hipotesis 4 yang menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial memperkuat pengaruh negatif antara *gross proceeds* terhadap *underpricing* IPO.

Hasil pengujian regresi pada hipotesis 4 tentang peran kepemilikan manajerial

dalam memoderasi pengaruh profitabilitas ($ROA * KSM$) terhadap *underpricing* menunjukkan kepemilikan manajerial tidak dapat memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap *underpricing*. Hal tersebut ditunjukkan oleh nilai signifikansi variabel interaksi ($ROA * KSM$) sebesar 0,281. Nilai tersebut lebih tinggi daripada 0,05. Selain itu, didukung dengan nilai t hitung sebesar $1,089 < 1,67$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hasil pengujian regresi tersebut tidak mendukung hipotesis 5 yang menyatakan kepemilikan saham manajerial memperkuat pengaruh negatif profitabilitas terhadap *underpricing*.

Berdasarkan hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa *gross proceeds* pada saat penawaran saham perdana (IPO) berpengaruh negatif terhadap *underpricing* IPO. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis 1 yang menyatakan *gross proceeds* pada penawaran saham perdana berpengaruh negatif terhadap *underpricing* IPO. Hasil penelitian ini selaras dengan teori informasi asimetri yang menjelaskan bahwa adanya kesenjangan informasi antara pihak-pihak yang terlibat dalam sebuah bisnis memicu terjadinya tindakan oportunistik. Pada penawaran saham perdana kesenjangan informasi terjadi dikarenakan investor yang terinformasi (*informed investor*) lebih mengetahui lebih banyak informasi daripada investor yang tidak terinformasi (*uninformed investor*). Kesenjangan informasi tersebut memicu ketidakpastian terkait penetapan harga saham perdana. Hal tersebut dikarenakan investor yang terinformasi menginginkan ditetapkan pada harga yang tinggi, dengan tujuan supaya memperoleh keuntungan dari penjualan saham perdana tersebut. Sementara investor yang tidak terinformasi tidak ingin membeli saham perdana tersebut apabila harganya terlalu tinggi. Sehingga kesenjangan informasi antara investor tersebut menimbulkan ketidakpastian (*ex-ante uncertainty*) terkait nilai perusahaan yang akan melakukan IPO dan berakibat pada pentapan harga saham yang terlalu rendah (*underpricing*). Faktor ketidakpastian terkait penilaian harga saham perdana tersebut dapat diminimalisir melalui jumlah penerbitan saham perdana (*gross proceeds*). *Gross proceeds* penawaran saham perdana yang tinggi merepresentasikan perusahaan memiliki optimisme bahwa peluang pertumbuhan perusahaan yang baik dimasa mendatang. Sebagaimana penelitian (Beatty & Ritter, 1986) menyatakan bahwa jumlah penerbitan saham perdana (*gross proceeds*) yang lebih rendah maka lebih tinggi tingkat risiko ketidakpastian terkait nilai perusahaan tersebut. Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian (Sohail & Raheman, 2009), (Samarakoon, 2010) dan (Lin & Tian, 2012) menemukan bahwa *gross proceeds* berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.

Pengaruh Profitabilitas terhadap *Underpricing* IPO.

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang telah dilaksanakan ditemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *underpricing* IPO. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis 2 yang menyatakan bahwa profitabilitas emiten berpengaruh negatif terhadap *underpricing* saham saat IPO. Hasil penelitian mendukung teori signaling yang menjelaskan bahwa pentingnya perusahaan mengungkapkan informasi terkait kualitas perusahaan kepada publik untuk memberikan sinyal yang baik terkait prospek perusahaan dimasa mendatang. Pada konteks penawaran saham perdana, perusahaan penerbit saham perlu untuk meyakinkan calon investor bahwa perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang baik dimasa akan datang. Prospek perusahaan dimasa mendatang dapat dilihat melalui tingkat profitabilitas perusahaan. Tingkat profitabilitas suatu perusahaan yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki kemampuan menghasilkan laba dalam jumlah yang tinggi. Sehingga tingkat profitabilitas menjadi sinyal yang baik dapat dibagikan perusahaan kepada publik bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik dan akan mempengaruhi penilaian calon investor dalam menilai perusahaan tersebut. Too & Yusoff (2015) Menyatakan semakin tinggi profitabilitas perusahaan akan meningkatkan citra perusahaan dan hal tersebut akan direspon baik oleh calon investor. Sehingga tingginya tingkat profitabilitas akan mengurangi risiko ketidakpastian terkait nilai

perusahaan dan berdampak pada berkurangnya tingkat *underpricing* yang terjadi. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Too & Yusoff (2015) dan Lin & Tian (2012) yang menyatakan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *underpricing* saham IPO.

Peran Kepemilikan Manajerial dalam memoderasi pengaruh *gross proceeds* terhadap *underpricing* saham IPO.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 3 menyatakan peran kepemilikan saham manajerial memperkuat pengaruh negatif antara *gross proceeds* terhadap *underpricing* IPO. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis 3 menyatakan kepemilikan manajerial memperkuat pengaruh negatif antara *gross proceeds* terhadap *underpricing* saham IPO. Hasil penelitian ini mengkonfirmasi teori signaling yang dikemukakan oleh Leland & Pyle (1977) menyatakan keinginan para manajer perusahaan untuk menginvestasikan sebagian dananya kedalam proyek perusahaan, tindakan pihak manajerial tersebut merupakan sinyal yang baik untuk calon investor bahwa perusahaan mempunyai prospek yang cerah. Adanya sinyal perusahaan yang baik dapat dikirimkan perusahaan melalui kepemilikan manajerial tersebut akan menurunkan tingkat ketidakpastian terkait nilai perusahaan yang akan melakukan IPO. Menurut penelitian Daily et al. (2003) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh pihak manajerial meningkatkan penilaian investor terkait nilai perusahaan dan berdampak pada rendahnya tingkat *underpricing* terjadi. Hal tersebut dikarenakan pihak manajerial sebagai pemilik saham akan menanggung risiko apabila perusahaan mengalami kerugian akibat dari tindakan oportunistiknya. Kondisi tersebut menjadi sinyal yang baik yang dapat dijadikan dasar pertimbangan penilaian oleh calon investor. Berdasarkan penjelasan tersebut dapat adanya peran kepemilikan manajerial dapat memperkuat pengaruh negatif antara *gross proceeds* terhadap *underpricing* IPO. Hasil penelitian mendukung hasil Deb (2014) dan Chiraz & Jarboui (2016) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial menurunkan kemungkinan *underpricing* saham IPO. Oleh karena itu, kepemilikan manajerial memperkuat pengaruh *gross proceeds* dalam menurunkan tingkat *underpricing* yang terjadi. Sebaliknya, penelitian ini tidak memperkuat hasil penelitian Al-Shammari et al. (2013) dan Hearn (2011).

Peran Kepemilikan Manajerial dalam memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap *underpricing* IPO.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 4 menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak dapat memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap *underpricing* IPO. Hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis 4 yang menyatakan kepemilikan manajerial memperkuat pengaruh negatif profitabilitas terhadap *underpricing* IPO. Hasil penelitian ini tidak mendukung argumentasi teori signaling yang dijelaskan oleh Leland & Pyle (1977) menyatakan bahwa guna meyakinkan publik terkait kinerja atau nilai perusahaan yang sesungguhnya, perusahaan perlu mengkomunikasikan kepada publik bahwa perusahaan mempunyai kualitas dan prospek yang baik. Hal tersebut disebabkan keinginan pihak manajerial sebagai pihak yang mengetahui seluruh informasi terkait perusahaan untuk turut serta menginvestasikan dananya kedalam perusahaan, sebagai bentuk optimisme pihak manajerial bahwa perusahaan mempunyai peluang pertumbuhan yang baik dimasa depan. Kepemilikan manajerial tidak dapat memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap *underpricing* dikarenakan jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajerial di Indonesia tergolong rendah. Pada kenyataannya di Indonesia sebagian besar saham perusahaan di terkonsentrasi dimiliki oleh suatu kelompok individual, keluarga maupun kepemilikan institusional. Sebagaimana Claessens et al. (2000) menjelaskan perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia mendeskripsikan kepemilikan terkonsentrasi terbesar di Asia Tenggara. Rendahnya kepemilikan manajerial tersebut mengakibatkan pihak manajerial tidak memiliki kekuatan yang memadai dalam mempengaruhi penentuan harga saham perdana. Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian Sasongko & Juliarto (2014) dan

Elston & Yang (2010) yang menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap *underpricing* IPO. Disisi lain hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Al-Shammari et al. (2013) yang menyatakan kepemilikan manajerial mampu memoderasi *firm internationalization* terhadap *underpricing* saham pada saat IPO.

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh karakteristik perusahaan yang meliputi *gross proceeds* dan profitabilitas terhadap *underpricing* IPO. Selain itu penelitian ini bermaksud mengetahui kepemilikan manajerial dalam memoderasi pengaruh karakteristik perusahaan terhadap *underpricing* IPO. Penelitian ini menemukan bahwa *gross proceeds* berpengaruh negatif terhadap *underpricing* IPO. Hasil penelitian tersebut mendukung teori asimetri informasi yang menyatakan kesenjangan informasi antara investor yang terinformasi dengan investor yang tidak terinformasi menimbulkan ketidakpastian (*ex ante uncertainty*) terkait nilai perusahaan. Ketidakpastian terkait nilai perusahaan dapat diminimalisir oleh *gross proceeds* pada penawaran saham perdana. Hal tersebut dikarenakan *gross proceeds* yang tinggi menandakan perusahaan optimis bahwa prospek perusahaan baik dimasa mendatang dan berdampak pada rendahnya risiko ketidakpastian terkait nilai perusahaan tersebut. Sebagaimana penelitian Beatty & Ritter (1986) menyatakan bahwa jumlah penawaran saham perdana (*gross proceeds*) yang lebih kecil, lebih tinggi tingkat risiko ketidakpastian terkait nilai perusahaan tersebut.

Hasil penelitian ini juga menemukan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *underpricing* IPO. Hasil penelitian ini mendukung teori signaling yang menjelaskan bahwa pentingnya suatu perusahaan mengungkapkan informasi terkait kualitas perusahaan kepada publik untuk memberikan sinyal yang baik terkait prospek perusahaan dimasa mendatang. Prospek perusahaan dimasa mendatang dapat dilihat melalui tingkat profitabilitas perusahaan. Tingginya nilai Profitabilitas suatu perusahaan mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki kemampuan menghasilkan laba pada jumlah yang tinggi. Sehingga tingkat profitabilitas tinggi maka akan mengurangi tingkat risiko ketidakpastian terkait nilai perusahaan dan berdampak pada berkurangnya tingkat *underpricing* yang terjadi.

Hasil penelitian ini menemukan kepemilikan manajerial mampu memperkuat pengaruh negatif *gross proceeds* terhadap *underpricing* IPO. Hal tersebut mendukung teori signaling yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial menunjukkan optimisme dari pihak manajerial selaku pihak yang mengetahui banyak informasi terkait perusahaan bahwa perusahaan memiliki kinerja dan prospek baik dimasa mendatang. Sehingga keputusan pihak manajerial ikut serta menjadi bagian dari investor akan direspon publik sebagai sinyal yang baik dan berdampak pada semakin rendahnya tingkat *underpricing* yang akan terjadi. Disisi lain, kepemilikan saham manajerial tidak dapat memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap *underpricing* IPO. Hasil penelitian ini tidak mendukung teori signaling yang menyatakan keinginan pihak manajerial sebagai pihak yang mengetahui seluruh informasi terkait perusahaan untuk turut serta menginvestasikan dananya kedalam perusahaan, sebagai bentuk optimisme pihak manajerial bahwa perusahaan mempunyai peluang pertumbuhan yang baik dimasa mendatang. Tidak mampunya kepemilikan manajerial dalam memoderasi pengaruh

profitabilitas terhadap *underpricing* dikarenakan jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajerial di Indonesia tergolong rendah. Pada kenyataannya di Indonesia sebagian besar saham perusahaan di terkonsentrasi dimiliki oleh suatu kelompok individual, keluarga maupun kepemilikan institusional. Sebagaimana Claessens et al. (2000) menjelaskan perusahaan yang terdaftar di BEI menunjukkan kepemilikan terkonsentrasi yang terbesar di Asia Tenggara. Rendahnya kepemilikan manajerial tersebut mengakibatkan pihak manajerial tidak memiliki kekuatan yang memadai dalam mempengaruhi penentuan harga saham perdana.

Penelitian ini memiliki keterbatasan terkait masih rendahnya jumlah perusahaan melakukan penawaran saham perdana di Indonesia. Sehingga peneliti hanya mendapatkan sedikit data terkait perusahaan menerbitkan penawaran saham perdana. Selain itu, keterbatasan penelitian ini disebabkan rendahnya kepemilikan saham oleh pihak manajerial di perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana. Sehingga peneliti harus mengeliminasi emiten yang tidak memiliki kepemilikan saham manajerial dari sampel penelitian. Saran bagi peneliti berikutnya hendaknya mempertimbangkan populasi penelitian pada perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana pada negara lain di Asia Tenggara. Hal tersebut bertujuan untuk pengembangan penelitian terkait penetapan harga saham pada saat IPO. Selain itu, untuk pengembangan penelitian sejenis hendaknya penelitian yang akan datang disarankan untuk mempertimbangkan faktor lain yang mampu mempengaruhi *underpricing* saham pada saat IPO, misalnya pertumbuhan perusahaan, modal intelektual dan kemampuan manajerial.

Daftar Pustaka

- Al-Shammari, H. A., O'Brien, W. R., & Albusaidi, Y. H. (2013). Firm Internationalization and IPO Firm Performance: The Moderating Effects of Firm Ownership Structure. *International Journal of Commerce and Management*, 23(3), 242–261.
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment *Underpricing* Banking, Reputation, and The of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(2), 213–232.
- Certo, S. T., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2001). Signaling Firm Value through Board Structure: An Investigation of Initial Public Offerings. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 26(2), 33–50.
- Chiraz, D., & Jarboui, A. (2016). Influence of Venture Capital, Retained Ownership and Board Structure on Initial Public Offering Firms-Case of France. *International Journal of Business Excellence*, 10(1), 55–77.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112.
- Daily, C. M., Certo, S. T., Dalton, D. R., & Roengpitya, R. (2003). IPO *Underpricing*: A Meta-Analysis and Research Synthesis, 27(3), 271–295.
- Deb, P. (2014). Cutting The “Gordian Knot”: Director Ownership, *Underpricing*, And Stock Liquidity In IPO Firms. *Journal of Managerial Issues*, 26(2), 130–156.
- Dell, A., Etro, L. L., Teti, E., & Murri, M. (2014). Journal of Economic & Financial

- Studies IPO *Underpricing* and Aftermarket Performance in Italy, 5(1), 30–45.
- Elston, J. A., & Yang, J. J. (2010). Venture Capital, Ownership Structure, Accounting Standards and IPO *Underpricing*: Evidence from Germany. *Journal of Economics and Business*, 62(6), 517–536.
- Hartono, J. (2017). *Metodologi Penelitian Bisnis Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman* (Edisi 6). Yogyakarta: BPFE-YOGYAKARTA.
- Ibbotson, R. G., Sindelar, J. R., & Ritter, J. R. (1994). The Market's Problems With The Pricings of Initial Public Offerings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(1), 66–74.
- Indahningrum, R. P., & Handayani, R. (2009). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Perumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 11(3), 189–207.
- Kiyamaz, H. (2000). The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in An Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Journal of Multinational Financial Management*, 10(2), 213–227.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371–387.
- Lin, Z. J., & Tian, Z. (2012). Accounting conservatism and IPO *Underpricing*: China Evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 21(2), 127–144.
- Lukviarman, N. (2004). *Ownership Structure and Firm Performance: The Case of Indonesia*. Curtin University of Technology.
- Martani, D., Sinaga, I. L., & Syahroza, A. (2012). Analysis on Factors Affecting IPO *Underpricing* and their Effects on Earnings Persistence. *World Review of Business Research*, 2(2), 1–15.
- Mayes, D., & Alqahtani, F. (2015). *Underpricing* of IPOs in Saudi Arabia and Sharia Compliance. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 6(2), 189–207.
- Rock, K. (1986). Why New Issues are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15, 187–212.
- Romli, M. (2010). Pembelajaran dari IPO Krakatau Steel: Okezone Economy. Diambil 2 Juli 2019, dari <https://economy.okezone.com/read/2010/11/15/279/393267/pembelajaran-dari-ipo-krakatau-steel>
- Samarakoon, L. P. (2010). The Short-Run *Underpricing* of Initial public offerings in The Sri Lankan Stock Market. *Journal of Multinational Financial Management*, 20(4–5), 197–213.
- Sasongko, B., & Juliarto, A. (2014). Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Terhadap Tingkat *Underpricing* Penawaran Umum Perdana Saham (Studi Empiris Terhadap Perusahaan Non Finansial di Bursa Efek Indonesia). *Diponegoro Journal of Accounting*, 3(2), 1–10.
- Scott, W. R. (2003). *Financial Accounting Theory* (3 ed.). Toronto: Pearson Education Canada Inc.
- Sohail, M. K., & Raheman, A. (2009). Determinants of *Underpricing* of IPOs

- Regarding Financial & Non financial Firms in Pakistan. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, (15), 62–73.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Too, S. W., & Yusoff, W. F. W. (2015). Exploring Intellectual Capital Disclosure as A Mediator for The Relationship between IPO Firm Specific Characteristics and *Underpricing*. *Journal of Intellectual Capital*, 16(3), 639–660
- Zhou, J., & Lao, L.-J. (2012). Analysis of Influencing Factors of IPO *Underpricing* in ChiNext. *Physics Procedia*, 33, 846–851.