

Tingkat underpricing saham syariah dan non syariah saat IPO dan faktor-faktor yang mempengaruhinya

SERAMBI

Lia Hidayah* & Sunarsih

Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta

Received 05 Jan 2022
Revised 02 Apr 2022
Accepted 09 Apr 2022
Online first 12 Apr 2022

Abstract

Underpricing occurs when a company carries out an Initial Public Offering (IPO) whose share price is lower than the stock price on the secondary market. Sharia shares and non sharia shares are types of shares in Indonesia. The purpose of this study is to analyze the impact of underwriter reputation, investment risk, profitability, financial leverage, and company size on the level of underpricing of the two types of stocks. The sampling technique used was purposive sampling. The analytical method used is robust regression, the type of data is cross section. The data in the study were 71 sharia shares and 66 non sharia shares which were underpricing at the time of the IPO between 2015-2019. The results showed that the underpricing of Islamic stocks was only influenced by financial leverage, while the underpricing of non-Islamic stocks was influenced by investment risk and company size. This research is useful for investors in buying shares that are currently IPO. For companies, this research is expected to help make the right decisions on the optimal share price offering.

Abstrak

*Underpricing terjadi saat perusahaan melaksanakan Initial Public Offering (IPO) harga sahamnya lebih kecil daripada harga saham di pasar sekunder. Saham syariah dan saham non syariah merupakan jenis saham di Indonesia. Tujuan penelitian ini menganalisis dampak reputasi *underwriter*, risiko investasi, profitabilitas, *financial leverage*, dan *size* perusahaan pada tingkat *underpricing* kedua jenis saham tersebut. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*. Metode analisis yang digunakan yaitu *robust regression*, jenis data *cross section*. Data dalam penelitian sebanyak 71 saham syariah dan 66 saham non syariah yang *underpricing* pada saat IPO antara tahun 2015-2019. Hasil penelitian menunjukkan *underpricing* saham syariah hanya dipengaruhi oleh *financial leverage*, sedangkan *underpricing* saham non syariah dipengaruhi oleh risiko investasi dan *size* perusahaan. Penelitian ini bermanfaat bagi investor dalam membeli saham yang sedang IPO. Bagi perusahaan, penelitian ini diharapkan membantu membuat keputusan yang tepat pada penawaran harga saham yang optimal.*

Paper type

Research paper

✉ Email Korespondensi*:
lia99hidayah@gmail.com

Keywords: *Underpricing, IPO, Faktor-faktor Underpricing*



Pedoman Sitasi: Sunarsih, S., & Hidayah, L. (2022). Tingkat Underpricing Saham Syariah Dan Non Syariah Saat Ipo Dan Faktor-Faktor Yang Mempengaruhinya. *SERAMBI: Jurnal Ekonomi Manajemen Dan Bisnis Islam*, 4(1), 49 - 70. <https://doi.org/10.36407/serambi.v4i1.495>

SERAMBI: Jurnal Ekonomi Manajemen dan Bisnis Islam, Vol 4, No. 1, 2022, 49-70
eISSN 2685-9904

Pendahuluan

Ekspansi pasar merupakan satu usaha perusahaan untuk meningkatkan laba. Pendanaan ekspansi pasar bisa dari pendanaan eksternal, jika pendanaan internal belum mencukupi. Sumber eksternal merupakan kebijakan menghimpun dana dengan melakukan transaksi jual beli saham perdana di pasar modal, disebut *initial public offering* (IPO) (Wiyani, 2016).

Penentuan harga saham saat IPO bisa *underpricing* dan *overpricing*. Pada saat harga saham yang ditawarkan pertama kali ke publik sebelum masuk bursa berada di bawah harga pasar maka saham *underpricing*, sedangkan jika harga saham saat ditawarkan pertama kali ke publik berada di atas harga pembukaan saham di bursa maka saham *overpricing* (Thoriq et al., 2018). Fenomena *underpricing* sering terjadi saat perusahaan melaksanakan proses *go public* atau *initial public offering* (Wiyani, 2016). Penelitian yang berkaitan dengan *underpricing* dimulai Ibbotson pada tahun 1975 di pasar modal Amerika Serikat, selanjutnya peneliti di berbagai belanhan dunia termasuk Indonesia mengikutinya (Widayani & Yasa, 2013). *Underpricing* bisa dipengaruhi faktor internal dan eksternal. Faktor intenal yaitu risiko investasi (Bakar & Uzaki, 2014), rasio profitabilitas, *financial leverage*, dan *size* perusahaan, sedangkan faktor eksternal yaitu *underwriter* (Ramadana, 2018).

Beberapa penelitian yang dilakukan oleh Manurung & Nuzula (2019), Widayani & Yasa (2013), Marofen & Khairunnisa (2015), Akbar & Africano, (2020), Aryapranata & Adityamarwan (2017), Risqi & Harto (2013), dan Assari et al. (2017) membuktikan *underwriter* mempengaruhi *underpricing*. Sedangkan penelitian Bakar & Uzaki (2014), Solida et al. (2020), Aini (2013), Putra & Sudjarni (2017), Lestari et al. (2015), Winarsih Ramadana (2018), Jeanne & Eforis (2016), Kusumawati & Fitriyani (2021), dan Jayanarendra & Wiagustini (2019) membuktikan sebaliknya, *underwriter* tidak mempengaruhi *underpricing*. Selanjutnya penelitian Bakar & Uzaki (2014) membuktikan bahwa pada perusahaan patuh syariah, *underwriter* bereputasi tinggi cenderung menetapkan harga penawaran lebih murah dibanding *underwriter* bereputasi rendah, Sedangkan perusahaan yang tidak patuh syariah, menunjukkan tinggi atau rendahnya reputasi *underwriter* berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* saat perusahaan melaksanakan IPO.

Bakar & Uzaki (2014) membuktikan pengaruh antara risiko investasi dengan tingkat *underpricing*. Hal yang beda dibuktikan Haska (2021), *underpricing* pada waktu IPO tidak dipengaruhi oleh besarnya risiko investasi. Menurut Marofen & Khairunnisa (2015), Jayanarendra & Wiagustini (2019), dan Thoriq et al. (2018) tingkat *underpricing* dipengaruhi oleh profitabilitas. Sedangkan penelitian Risqi & Harto (2013), Pahlevi (2014), Winarsih Ramadana (2018), dan Solida et al. (2020) membuktikan hal yang berlawanan, dimana profitabilitas tidak mempengaruhi terjadinya *underpricing* saat penawaran perdana. Thoriq et al. (2018), Winarsih Ramadana (2018), Kusumawati & Fitriyani (2021), dan Pahlevi (2014) membuktikan bahwa *financial leverage* dapat dipengaruhi risiko terjadinya *underpricing* saat perusahaan melakukan IPO. Hasil temuan berbeda dibuktikan oleh Solida et al. (2020), Marofen & Khairunnisa (2015), dan Risqi & Harto (2013), Assari et al. (2017).

Penelitian Pahlevi (2014), Mayasari et al. (2018), Jayanarendra & Wiagustini (2019), dan Kusumawati & Fitriyani (2021) membuktikan terjadinya fenomena *underpricing* dipengaruhi *size* perusahaan. Hasil yang membuktikan *size* perusahaan tidak berpengaruh

terhadap *underpricing* saat IPO ditunjukkan oleh Solida et al. (2020), Winarsih Ramadana (2018), dan Purbarangga et al. (2013) .

Tabel 1.

Underpricing Saham Syariah dan Saham Non Syariah

Tahun	IPO	<i>Underpricing</i> Syariah	Non Syariah
2015	16	8	4
2016	15	4	3
2017	35	17	1
2018	54	37	11
2019	55	5	47
Total	175	71	66

Saham syariah dan saham non syariah merupakan klasifikasi saham di Indonesia. Saham yang kegiatan usahanya diatur berdasarkan prinsip syariah disebut saham syariah. Pada pasar modal Indonesia, jika saham lolos seleksi berdasarkan peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 35/POJK.04/2017 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah, maka dikategorikan saham bisa dikategorikan sebagai saham syariah. Kategori pencatatan saham syariah berdasarkan pencatatan *emiten* syariah yang berlandaskan pada ketentuan dalam peraturan OJK Nomor 17/POJK.04/2015 (www.idx.co.id/idx-syariah/produk-syariah/). Penelitian dengan subyek berikut dengan obyek di Bursa Efek Indonesia belum peneliti temui pada penelitian sebelumnya. Tujuan penelitian ini untuk menganalisis pengaruh variabel reputasi *underwriter*, risiko investasi, profitabilitas, *financial leverage*, dan *size* perusahaan terhadap *underpricing* saham syariah dan non syariah.

KAJIAN PUSTAKA

Agency Theory

Dalam Jansen Da Meckling (1976) dan Eisenhardt (1989) *agency theory* memaparkan tentang penentuan kontrak yang paling efisien yang bisa membatasi konflik keagenan (Lewaru, 2015). *Agency theory* memaparkan hubungan yang terjadi pada principal dan agent. Agen adalah pihak manajemen, yaitu pihak yang dipilih dan kemudian membuat perjanjian dengan perusahaan pemegang saham (principal) untuk membantu menjalankan kepentingan principal. Agen yang sudah terikat kontrak, harus bertanggung jawab atas amanah yang telah diberikan prinsipal (Masyiah Kholmi, 2017).

Signalling Theory

Menurut Chemmanur (1993) *signaling theory* investor memiliki ketergantungan kepada sinyal yang diberikan oleh emiten dalam bentuk informasi yang diungkapkan dalam prospektus untuk menentukan keputusan investasi. *Signaling Theory* dikembangkan oleh Ross (1977), menyatakan bahwa pihak eksekutif perusahaan memiliki informasi lebih baik terkait

perusahaannya akan terdorong menyampaikan informasi tersebut kepada calon investor agar nilai perusahaannya meningkat.

Initial Public Offering

Initial public offering merupakan proses go public-nya suatu perusahaan dengan menawarkan sahamnya pertama kali di pasar primer (Aini, 2013). Kegiatan penawaran saham akan dilakukan oleh underwriter yang ditujukan kepada masyarakat yang akan berinvestasi. Penawaran saham perdana merupakan proses awal sebelum saham dipasarkan di bursa. Dalam penentuan harga sahamnya, saham ditawarkan dengan harga berdasarkan kesepakatan harga wajar yang telah disepakati oleh perusahaan dan underwriter, sedangkan saat ditawarkan di pasar sekunder, harga saham tercipta dari interaksi permintaan dan penawaran.

Saham Syariah

Saham syariah kegiatan usahanya diatur berdasarkan prinsip syariah. Saham syariah dijelaskan dalam perundang-undangan dan peraturan dari Otoritas Jasa Keuangan. Pada pasar modal Indonesia, ada ketentuan saham masuk dalam kategori syariah, yaitu saham syariah yang lolos seleksi berdasarkan pada peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 35/POJK.04/2017 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah, dan pencatatan saham syariah berdasarkan pencatatan emiten syariah yang berlandaskan pada ketentuan peraturan OJK Nomor 17/POJK.04/2015 (www.idx.co.id/idx-syariah/produk-syariah/).

Underpricing

Ritter (1998) dalam Aryapranata & Adityamarwan (2017) menyatakan *underpricing* adalah keadaan harga penawaran saham perdana ditetapkan lebih rendah dari harga yang terjadi di pasar sekunder pada hari pertama diperdagangkan.

Risiko Investasi

Definisi risiko investasi yang dijelaskan oleh Sharpe (1999) dalam Haska (2021) menjelaskan bahwa untuk mendapatkan keuntungan di masa depan seseorang harus mengorbankan sesuatu di masa saat ini, hal ini disebut sebagai investasi. Namun, penyimpangan terhadap nilai yang diharapkan bisa saja terjadi, atau yang bisa disebut ketidakpastian investasi. Tingkat penghasilan akan selalu mengalami ketidakpastian, hal ini merupakan inti dari kegiatan investasi, sehingga ketidakpastian dalam investasi ini harus selalu diperhatikan investor sebagai risiko investasi.

Rasio Profitabilitas

Adapun tujuan perusahaan menggunakan rasio ini adalah untuk menilai seberapa besar kemampuan perusahaan tersebut menghasilkan laba atau keuntungan dari aset yang dimilikinya dalam periode tertentu. Rasio profitabilitas juga dapat mengukur seberapa besar keefektifitasan manajemen dalam menghasilkan laba melalui pendapatan penjualan dan investasi. Perusahaan dikatakan efisien apabila nilai profitabilitasnya tinggi, dimana hal ini berarti perusahaan dapat mengelola dengan baik aktiva yang bertujuan memperoleh laba.

Salah satu jenis pengukuran rasio profitabilitas dengan mencari nilai *Return On Total Assets* (ROA) suatu perusahaan untuk mengetahui seberapa besar return yang dapat dihasilkan dari total aktiva perusahaan (Rudangga & Sudiarta, 2016). Rasio ROA ini yang selanjutnya akan digunakan dalam penghitungan rasio profitabilitas dalam penelitian ini.

Financial Leverage

Leverage didefinisikan sebagai jumlah penggunaan hutang atas kegiatan operasional suatu perusahaan, hutang ini biasanya digunakan oleh perusahaan sebagai tambahan dana modal untuk menghasilkan laba. *Leverage* yang merupakan istilah lain dari rasio solvabilitas ini adalah rasio hutang yang ditujukan sebagai alat untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menutupi semua kewajiban keuangannya jika terjadi likuidasi perusahaan. Perusahaan dapat memperoleh hutang melalui bank atau pemberi pinjaman lainnya. Dampak yang ditimbulkan oleh jumlah hutang yang besar suatu perusahaan bisa negatif terhadap nilai perusahaan dan berpengaruh pada penilaian buruk di pasar. Hutang perusahaan yang besar, diduga dapat menurunkan laba, sehingga perusahaan dinilai tidak sehat (Assari et al., 2017).

Size Perusahaan

Perusahaan dapat diklasifikasikan menjadi dua jenis berdasarkan jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan tersebut, yaitu yang termasuk dalam perusahaan dengan skala besar dan perusahaan dengan skala kecil (Novari & Lestari, 2016).

METODE

Desain Penelitian

Jenis pendekatan penelitian ini adalah kuantitatif, dimana populasi atau sampel suatu penelitian berlandaskan pada filsafat positivism, tujuan pendekatan ini untuk mengetahui benar atau tidaknya hipotesis yang dibuat dengan terlebih dahulu mengumpulkan dan melakukan analisis data statistik (Solida et al., 2020). Penelitian ini menggunakan sumber data sekunder. Adapun ruang lingkup dalam penelitian ini ialah faktor internal yang terdapat dalam laporan keuangan perusahaan dan eksternal seperti underwriter yang mempengaruhi tingkat underpricing saham syariah dan non syariah. Selain itu penelitian ini juga memberikan spesifikasi khusus mengenai pengaruh reputasi underwriter terhadap tingkat underpricing saham. Semua data tersebut bersumber dari website IDX IPO, Statistik Bulanan IDX, Investing.com, Prospektus, website resmi emiten, dan Annual Report perusahaan.

Penelitian ini menggunakan desain penelitian *descriptive*, yang mana desain ini membantu peneliti untuk memahami karakteristik kelompok dalam penelitian, berpikir secara sistematis mengenai aspek yang diterima dalam kondisi tertentu, dapat memberi ide baru untuk digunakan dalam penelitian-penelitian selanjutnya, dan membantu dalam pengambilan keputusan (Sanjaya & Lukman, 2020). Dalam penelitian ini, teknik pengambilan data yang digunakan ialah one-shot (*cross sectional*), mengingat penelitian yang dilakukan hanya menggunakan periode waktu tertentu, dimana dalam penelitian ini rentang waktu penelitiannya periode 2015 hingga 2019, dan tidak akan ada pengambilan data lanjutan pada

penelitian ini. Penelitian ini diawali dengan melakukan pengumpulan data yang dibutuhkan untuk penelitian terlebih dahulu, setelah semua data dikumpulkan selanjutnya data tersebut diolah berdasarkan tujuan, sehingga hasil dari pengolahan data tersebut mampu memberikan penjelasan terkait permasalahan dalam penelitian yang diteliti.

Populasi dan Sampel

Populasi merupakan kumpulan dari berbagai individu pada waktu dan tempat tertentu yang menjadi subyek dalam penelitian yang selanjutnya dilakukan pengamatan dan penelitian. Jenis populasi ada dua, yaitu anggota populasi yang anggota di dalam populasi tersebut sudah diketahui dengan pasti (*finit*), sedangkan populasi yang anggota di dalam populasi tersebut tidak dapat diketahui dengan pasti disebut dengan populasi infinit (Supardi, 1993). Populasi yang akan diamati dan diteliti dalam penelitian yaitu seluruh perusahaan tercatat di Bursa Efek Indonesia yang pernah melakukan IPO pada periode 2015 hingga 2019. Adapun jumlah dari populasi yang terdapat dalam penelitian ini yaitu sebanyak 175 perusahaan.

Untuk meneliti semua anggota yang terdapat dalam suatu populasi tentunya membutuhkan waktu, tenaga, dan biaya yang cukup besar. Sehingga seorang peneliti yang akan melakukan sebuah penelitian dibenarkan untuk hanya menggunakan sampel yang bisa mewakili populasi secara keseluruhan (Supardi, 1993). Pada penelitian ini, peneliti menggunakan teknik sampling *non probability sampling*, dimana penentuan sampel dilakukan dengan tidak random, teknik ini cocok dengan jenis populasi pada penelitian ini. Dalam menentukan sampel peneliti dapat memberikan kriteria-kriteria khusus untuk pengambilan sampel.

Perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini yaitu apabila perusahaan-perusahaan yang dijadikan obyek tersebut mengalami underpricing saat melakukan penawaran perdana (IPO) pada tahun 2015 hingga 2019. Dalam menentukan sampel penelitian, diperlukan kriteria-kriteria khusus untuk menentukan sampel penelitian. Kriteria-kriteria sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Harga saham perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana mengalami underpricing, dimana harga saham saat di pasar sekunder lebih tinggi dibandingkan harga penawaran saat saham ditawarkan di pasar perdana periode 2015 hingga 2019.
2. Perusahaan-perusahaan syariah yang terdaftar di Daftar Efek Syariah dalam website resmi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) periode 2015 hingga 2019.
3. Underwriter yang menjamin emisi perusahaan saat sahamnya ditawarkan di pasar perdana yang mengalami underpricing periode 2015 hingga 2019.
4. Underwriter yang termasuk dalam 20 most active brokerage house monthly berdasarkan total frekuensi perdagangan periode 2015 hingga 2019.
5. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan secara lengkap periode 2015 hingga 2019.

Perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan syariah dan non syariah yang sahamnya mengalami underpricing saat melakukan penawaran umum di pasar perdana. Perusahaan yang masuk ke dalam kategori saham syariah apabila saham tercatat dalam Daftar Efek Syariah. Data mengenai nama-nama underwriter yang

masuk dalam nominasi 20 *most active brokerage house monthly* dan laporan keuangan, serta data lain pendukung penelitian sudah terpenuhi secara lengkap.

Pengukuran Variabel

Underpricing

Cara untuk mengetahui besarnya nilai underpricing yang terjadi adalah dengan menentukan initial returnnya, dengan cara menghitung selisih harga saat saham ditawarkan di pasar perdana dengan harga saat saham dijual di bursa. Bagi investor, perolehan initial return ini merupakan return positif. Dalam penelitian yang dilakukan (Yolana & Martani, 2005) rumus untuk mencari nilai initial return adalah sebagai berikut:

$$IR = \frac{(CP-OP)}{OP} \times 100\%$$

Ket:

IR = *Initial Return* (return awal)

CP = *Closing Price* (harga saham pada hari pertama di pasar sekunder)

OP = *Offering Price* (harga perdana umum)

Reputasi Underwriter

Reputasi yang dimiliki oleh pihak underwriter dapat dijadikan sebagai acuan penilaian terhadap kualitas penjaminan saham yang ditawarkan pada penawaran umum. Underwriter yang memiliki reputasi dianggap mampu mengurangi ketidakpastian akan investasi. Variabel reputasi underwriter dalam penelitian ini berskala kategori dengan menggunakan variabel *dummy*.

Underwriter yang bereputasi merupakan underwriter yang namanya masuk dalam 20 *most active brokerage house monthly* yang didasarkan pada total frekuensi perdagangan per tahun 2015 hingga 2019. Angka 1 diberikan pada underwriter yang memiliki reputasi, sedangkan angka 0 diberikan pada underwriter yang tidak memiliki reputasi (Jeanne & Eforis, 2016). Berikut nama-nama underwriter yang termasuk dalam kategori underwriter bereputasi menurut 20 *most active brokerage house monthly* dari tahun 2015-2019 yang masuk dalam sampel penelitian.

Tabel 2.

Daftar Underwriter Bereputasi

Tahun	Perusahaan
2015	PT Indo Premier Securities
	PT RHB OSK Securities Indonesia
	PT Deutsche Securities Indonesia
	PT Bahana Securities
2016	PT Lautandhana Securindo
	PT Indo Premier Securities
2017	PT Trimegah Sekuritas Indonesia

2018	PT CGS-CIMB Sekuritas Indonesia
	PT Mirae Asset Sekuritas Indonesia
	PT RHB Sekuritas Indonesia
	PT Panin Sekuritas Tbk
	PT Indo Premier Sekuritas
	PT Philip Sekuritas Indonesia
2019	PT Lotus Andalan Sekuritas
	PT MNC Sekuritas
	PT Mirae Asset Sekuritas Indonesia
	PT Jasa Utama Capital Sekuritas
	PT Philip Sekuritas Indonesia
	PT Sinarmas Sekuritas
	PT BNI Sekuritas

Risiko Investasi

Risiko investasi adalah variabel yang digunakan untuk mengetahui besarnya risiko ketidakpastian pengembalian dalam kegiatan investasi dengan cara menghitung standar deviasi return history perusahaan. Risiko investasi yang tinggi, dapat memicu peningkatan risiko terjadinya underpricing perusahaan. Risiko investasi dirumuskan sebagai berikut (Haska, 2021):

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R})(R_i - \bar{R})}{n-1}}$$

Dimana,

σ = Standar Deviasi

R_i = Return ke- i

R = Rata-rata return

n = Banyak return yang dihitung

d. Profitabilitas

Profitabilitas diukur dengan *Return On Asset*. Rasio ini bertujuan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari pengelolaan aktiva suatu perusahaan. Semakin tinggi nilai ROA, maka akan dapat menurunkan risiko terjadinya underpricing. ROA dapat diformulasikan sebagai berikut (Pahlevi, 2014):

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

Financial Leverage

Financial laverage suatu perusahaan dapat dilakukan dengan cara mencari nilai *debt to equity ratio*, mengetahui seberapa mampu suatu perusahaan dalam membayar hutangnya dengan menggunakan modal sendiri (ekuitas). DER dapat diformulasikan sebagai berikut (Maya, 2013):

$$\text{DER} = (\text{Total debt})/\text{Equity} \times 100\%$$

Size Perusahaan

Size atau ukuran perusahaan digunakan untuk mengetahui skala suatu perusahaan. Skala perusahaan ini dijadikan acuan dalam menilai suatu berukuran besar atau kecil. Ukuran perusahaan yang semakin besar, dapat menjelaskan bahwa prospek perusahaan tersebut jelas, sehingga dapat meningkatkan volume permintaan dan penawaran yang memicu harga saham di bursa semakin naik dan menimbulkan risiko terjadinya *underpricing*. Formula yang digunakan untuk mengukur *size* perusahaan yaitu (Pahlevi, 2014):

$$\text{Size} = \text{Ln}(\text{Total Aktiva})$$

Teknik Analisis

Teknik analisis penelitian ini menggunakan model *Robust Regression*. *Regresi robust* pertama kali dikenalkan oleh Andrews (1972) dalam Ryan (1997). Model ini merupakan metode regresi yang digunakan ketika distribusi dari *error* tidak normal dan atau adanya beberapa *outlier* yang berpengaruh pada model (Ryan, 1997).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Data Penelitian

Sumber data dalam penelitian ini menggunakan sumber data sekunder yang bersumber dari informasi-informasi yang relevan dengan penelitian, seperti *website* Bursa Efek Indonesia, *website* Otoritas Jasa Keuangan, *website* resmi perusahaan, laporan keuangan perusahaan obyek penelitian, dan sumber lain pendukung penelitian. Data yang diambil dari laporan keuangan perusahaan masih berupa data mentah yang akan dihitung dan diolah secara mandiri oleh peneliti, demikian pula dengan data reputasi *underwriter* akan diolah secara mandiri juga oleh peneliti. Adapun data reputasi *underwriter* diperoleh dari 20 *most active brokerage house monthly* berdasarkan total frekuensi perdagangan per tahun 2015 hingga 2019 yang diakses melalui *IDX Monthly Statistics* dan data perusahaan syariah yang bersumber dari Daftar Efek Syariah dalam *website* resmi Otoritas Jasa Keuangan.

Statistik Deskriptif

Analisa data dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan syariah dan non syariah yang mengalami *underpricing* saat *Initial Public Offering* dengan menggunakan *software* Stata 14. Adapun hasil analisis deskriptif sampel penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 3.

Statistik Deskriptif Saham Syariah

Variabel	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>Underpricing</i>	71	0.4556	0.2889	0.006	1.121
<i>Underwriter</i>	71	0.2676	0.4459	0	1
Risiko	71	0.0423	0.0381	0.001	0.208

Investasi					
ROA	71	0.3109	2.1724	-0.318	18.336
DER	71	-1.1479	16.0519	-134.318	4.524
Size	71	10.7847	5.4936	-0.023	15.896

Sumber: *Output Stata 14* (data diolah)

Dari hasil pada tabel di atas, dapat diketahui rata-rata terjadinya *underpricing* pada jenis saham syariah saat penawaran umum perdana periode 2015 hingga 2019 adalah sebesar 45.56%. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa sampel dapat mewakili populasi sebesar 45.56%. Jika dilihat dari nilai standar deviasinya yang lebih rendah jika dibandingkan dengan nilai rata-rata terjadinya *underpricing*, yaitu 28.89% maka hal ini menandakan bahwa penyimpangan data *underpricing* relatif kecil. Nilai *underpricing* saham yang paling rendah adalah 0.6%, sedangkan nilai paling yang tinggi yaitu sebesar 112.1%.

Variabel reputasi *underwriter* menghasilkan mean sebesar 26.76%. Dapat dikatakan, sebanyak 26.76% dari perusahaan yang menjadi sampel penelitian menggunakan *underwriter* yang bereputasi tinggi, sedangkan selebihnya sebesar 73.24% memilih untuk menjaminkan pelaksanaan penawaran saham perdana pada *underwriter* yang bereputasi rendah. Berdasarkan nilai standar deviasinya, menunjukkan nilai yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan nilai rata-rata reputasi *underwriter*, yaitu 44.59% maka hal ini menandakan bahwa penyimpangan data yang terjadi besar.

Nilai rata-rata yang ditunjukkan oleh variabel risiko investasi adalah sebesar 4.23%. yang berarti besarnya risiko investasi pada perusahaan yang mengalami *underpricing* yang terjadi rata-rata sebesar 4.23%. Berdasarkan nilai standar deviasinya, menunjukkan nilai yang lebih rendah jika dibandingkan dengan nilai rata-rata reputasi risiko investasi, yaitu 3.81% maka hal ini menandakan bahwa penyimpangan data yang terjadi relatif kecil. Risiko investasi yang paling rendah dalam perusahaan *underpricing* adalah sebesar 0.1%, sedangkan risiko yang paling tinggi adalah sebesar 20.8%.

Rata-rata besarnya profitabilitas yang di-*proxy*-kan *return on assets* (ROA) yang dimiliki perusahaan yang mengalami *underpricing* saat IPO adalah sebesar 31.09%. Diketahui bahwa ROA memiliki nilai standar deviasi yang sangat besar yaitu 217.24%, yang berarti penyimpangan data sangat besar karena jauh di atas rata-rata. Return on assets perusahaan paling rendah yaitu sebesar -31.8% dan tertinggi sebesar 18.336%.

Rata-rata besarnya *financial leverage* yang di-*proxy*-kan *debt to equity ratio* yang dimiliki perusahaan yang mengalami *underpricing* saat IPO adalah sebesar -114.79 %, dapat dikatakan bahwa rata-rata hutang perusahaan yang mengalami *underpricing* (DER) saat penawaran umum perdana adalah sebesar -114.79%. Dan dengan nilai standar deviasi adalah sebesar 1605.19%, yang berarti terjadi penyimpangan data sangat besar karena di atas nilai rata-rata. Nilai DER terkecil adalah sebesar -13431.8% dan tertinggi 452.4%.

Variabel *size* perusahaan menunjukkan nilai rata-rata 1078.47%. Dapat dikatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang *underpriced* saat IPO tersebut mempunyai nilai rata-rata *size* perusahaan sebesar 1078.47%. Besar nilai standar deviasinya adalah 549.36%, sehingga dapat disimpulkan penyimpangan data relatif kecil karena di bawah nilai rata-rata. *Size* perusahaan terkecil adalah sebesar -2.3% dan terbesar adalah 1589.6%.

Tabel 4.*Statistik Deskriptif Saham Non Syariah*

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>Underpricing</i>	66	0.5859	0.2937	0.067	1.835
<i>Underwriter</i>	66	0.3030	0.4631	0	1
Risiko	66	0.0275	0.0297	0.006	0.178
Investasi					
ROA	66	0.0263	0.0445	-0.101	0.16
DER	66	1.3152	1.6046	0.008	8.352
Size	66	13.2873	1.2497	11.016	16.514

Sumber: Output Stata 14 (data diolah)

Dari hasil yang ditampilkan pada tabel di atas, dapat diketahui rata-rata terjadinya *underpricing* pada jenis saham non syariah saat penawaran umum perdana periode 2015 hingga 2019 adalah sebesar 58.59%. Dengan demikian, dapat disimpulkan sampel dapat mewakili populasi sebesar 58.59%. Berdasarkan nilai *standar deviasi* yang lebih rendah jika dibandingkan dengan nilai rata-rata terjadinya *underpricing*, yaitu 29.37% maka hal ini menandakan bahwa penyimpangan data *underpricing* relatif kecil. Dengan nilai minimum *underpricing* saham sebesar 6.7% dan maximum sebesar 183.5%.

Rata-rata variabel reputasi *underwriter* adalah sebesar 30.30%, yang berarti terdapat 30.30% dari perusahaan sampel menggunakan *underwriter* yang bereputasi tinggi, sedangkan selebihnya sebesar 69.70% memilih untuk menjaminkan pelaksanaan penawaran saham perdana pada *underwriter* yang bereputasi rendah. Berdasarkan nilai standar deviasi yang menunjukkan nilai yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan nilai rata-rata reputasi *underwriter*, yaitu 46.31% maka hal ini menandakan bahwa penyimpangan data yang terjadi besar.

Rata-rata variabel risiko investasi adalah sebesar 2.75%, yang berarti besarnya nilai risiko investasi yang terdapat pada perusahaan yang mengalami *underpricing* saat melakukan penawaran umum rata-rata sebesar 2.75%. Berdasarkan nilai standar deviasi yang menunjukkan nilai yang lebih tinggi jika dibandingkan nilai rata-rata reputasi risiko investasi, yaitu 2.97% maka hal ini menandakan bahwa penyimpangan data yang terjadi besar. Risiko investasi paling minimum adalah sebesar 0.6% dan maximum sebesar 17.8%.

Rata-rata variabel *return on assets* (ROA), *proxy* dari profitabilitas menunjukkan persentase 2.63%. Hal ini menunjukkan bahwa besaran *return on assets* yang dimiliki perusahaan yang *underpricing* saat IPO adalah rata-rata sebesar 2.63%. Nilai standar deviasi adalah sebesar 4.45%, yang berarti penyimpangan data besar karena berada di atas rata-rata. *Return on assets* paling rendah yang dimiliki perusahaan adalah sebesar -10.1% dan tertinggi sebesar 16%.

Rata-rata *debt to equity ratio* (DER), *proxy* dari *financial leverage* yang ditunjukkan pada tabel hasil di atas adalah 131.52%. Yang berarti, perusahaan yang IPO dan mengalami *underpricing* rata-rata memiliki hutang sebesar 131.52%. Nilai standar deviasi adalah sebesar 160.46%, yang berarti terjadi penyimpangan data relatif besar karena di atas rata-rata DER. Perusahaan dengan DER terkecil adalah sebesar 0.8% dan tertinggi 835.2%.

Rata-rata variabel *size* perusahaan berdasarkan gambar hasil di atas adalah sebesar 1328.73%. Dapat dikatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang mengalami *underpricing* saat IPO tersebut memiliki rata-rata *size* perusahaan sebesar 1328.73%. Besar standar deviasinya yaitu 124.97%, yang berarti penyimpangan data relatif kecil karena di bawah nilai rata-rata. *Size* perusahaan terkecil adalah sebesar 1101.6% dan terbesar adalah 1651.4%.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan model *Robust Regression*. Hasil model *Robust Regression* dapat dilihat pada table 5.

Tabel 5.

Hasil Regresi Saham Syariah

UNDERPRICING	Robust Coef.	Std. Err.	t	p> t	(95% Conf. Interval)
UNDERWRITER	-.0190915	.0748237	-0.26	0.799	-.1685247 .1303417
RISIKO	-.3863453	1.374218	-0.28	0.779	-3.130848 2.358158
ROA	.0009345	.0024247	0.39	0.701	-.0039079 .0057769
DER	-.0020951	.00047	-.46	0.000	-.0030337 -.0011564
SIZE	-.0080354	.0061912	-1.30	0.199	-.0204001 .0043293
_cons	.5609664	.0715416	7.84	0.000	.418088 .703848

Sumber: Output Stata 14 (data diolah)

Pada table 5, dapat dilihat bahwa nilai koefisien determinasi R square sebesar 0.0406 atau 4.06%. Hal ini menunjukkan semua variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen sebesar 4.06%, dan sisanya 95.94% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model regresi.

Uji Statistik F pada tabel 5, nilai signifikansi yang didapat menunjukkan angka yang lebih kecil dari 0.05, yaitu 0.0000. Dengan demikian kesimpulan yang dapat diambil yaitu variabel reputasi *underwriter*, variabel risiko investasi yang diproksikan dengan *standar deviasi*, *return on assets* yang dijadikan sebagai proksi dari variabel rasio profitabilitas, *debt to equity ratio* yang dijadikan proksi dari variabel *financial leverage*, dan *size* perusahaan dengan *logaritma natural* dari total aktiva secara bersama-sama memiliki pengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing* saham syariah. Hal ini menunjukkan bahwa fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual sudah tepat atau *fit model*. Untuk mengetahui bagaimana pengaruh suatu variabel bebas terhadap variabel terikat adalah dengan menggunakan uji t (parsial). Apabila nilai signifikansinya < 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa secara parsial terdapat pengaruh yang signifikan antara suatu variabel bebas terhadap variabel terikat.

Berdasarkan hasil analisis regresi di atas, model persamaan regresi saham syariah sebagai berikut:

$$Y = 0.56097 - 0.01909(X1) - 0.38635(X2) + 0.00093(X3) - 0.00210(X4) - 0.00804(X5) + e_i$$

Hasil uji hipotesis menunjukkan variabel *financial leverage* yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel *underpricing* saham syariah

dengan nilai signifikansi sebesar 0.000 (< 0.05). Reputasi *underwriter* memiliki nilai signifikansi sebesar 0.799 (> 0.05). Risiko investasi memiliki nilai signifikansi sebesar 0.779 (> 0.05). *Return on assets* yang dijadikan sebagai proksi dari variabel rasio profitabilitas memiliki nilai signifikansi sebesar 0.701 (> 0.05). Dan *size* perusahaan memiliki nilai signifikansi sebesar 0.199.

Tabel 6.

Hasil Regresi Saham Non Syariah

UNDERPRIING	Robust					
	Coef.	Std. Err.	t	p> t	(95% Conf.	Interval)
UNDERWRITER	-.1108701	.0712605	-1.56	0.125	-.2534123	.0316721
RISIKO	4.956428	1.663425	2.98	0.004	1.629084	8.283773
ROA	-.7290204	.7174904	-1.02	0.314	-2.164215	.7061742
DER	-.0240122	.0200891	-1.20	0.237	-.0641964	.0161719
SIZE	-.0906384	.0315335	-2.87	0.006	-.1537148	-.027562
_cons	1.738363	.3921253	4.43	0.000	.953996	2.522731

Sumber: Output Stata 14 (data diolah)

Berdasarkan hasil *robust regression* pada table 6, nilai R square sebesar 0.0406 atau 4.06%. Hal ini menunjukkan semua variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen sebesar 37,11%. Maka sisanya 62.99% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model regresi. Sedangkan uji statistik F, nilai signifikansi yang didapat menunjukkan angka yang lebih kecil dari 0.05, yaitu 0.0028. Dengan mengetahui nilai signifikansinya lebih kecil dari 0.05 atau 5%, maka kesimpulan yang dapat diambil yaitu variabel reputasi *underwriter*, variabel risiko investasi yang diproksikan dengan standar deviasi, *return on assets* yang dijadikan sebagai proksi dari variabel rasio profitabilitas, debt to equity ratio yang dijadikan sebagai proksi dari variabel *financial leverage*, dan *size* perusahaan dengan *logaritma natural* dari total aktiva secara bersama-sama (simultan) memiliki pengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing* saham non syariah. Hal ini menunjukkan bahwa fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual sudah tepat atau *fit model*.

Model persamaan regresi penelitian ini untuk saham non syariah adalah sebagai berikut:

$$Y = 1.73836 - 0.11087(X1) + 4.95463(X2) - 0.72902(X3) - 0.02401(X4) - 0.09064(X5) + e_i$$

Hasil uji hipotesis di atas menunjukkan hanya variabel risiko investasi dan *size* perusahaan yang memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel *underpricing* saham non syariah. Reputasi *underwriter* memiliki nilai signifikansi sebesar 0.125 (> 0.05). Risiko investasi memiliki nilai signifikansi sebesar 0.004 (< 0.05). *Return On Assets* yang dijadikan sebagai *proxy* dari rasio profitabilitas memiliki nilai signifikansi sebesar 0.314 (> 0.05). *Debt to Equity Ratio* (DER) yang dijadikan sebagai proksi dari variabel *financial leverage* memiliki nilai signifikansi sebesar 0.237 (> 0.05). Dan *size* perusahaan memiliki nilai signifikansi sebesar 0.006 (< 0.05).

Interpretasi Hasil Penelitian

Saham Syariah

Berdasarkan hasil uji parsial (t) variabel-variabel independen terhadap variabel dependen, ditemukan hasil temuan sebagai berikut:

Pengaruh Reputasi *Underwriter* Terhadap *Underpricing* Saham Syariah

Hipotesis 1a menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dengan arah koefisien regresi negatif reputasi *underwriter* terhadap fenomena *underpricing* saham syariah. Dimana, reputasi tinggi yang dimiliki *underwriter* dapat memperkecil risiko terjadinya *underpricing*. Namun, berdasarkan pada tabel hasil pengujian di atas diketahui nilai koefisien regresi dan nilai signifikansi pada variabel reputasi *underwriter* adalah sebesar -0.26 dan 0.799. Dengan mengetahui bahwa nilai signifikansi lebih besar dari 0.05, maka hipotesis 1a ditolak.

Underwriter yang baik adalah *underwriter* yang mampu meminimalisir terjadinya *underpricing*, karena dapat meminimalisir risiko atas ketidakpastian yang informasinya tidak diungkapkan di dalam prospektus perusahaan (Yolana & Martani, 2005). Pengujian reputasi *underwriter* dalam penelitian ini menunjukkan bahwa rendahnya risiko terjadinya *underpricing* tidak dipengaruhi oleh reputasi yang dimiliki *underwriter* yang terdaftar dalam 20 *most active brokerage* berdasarkan total frekuensi perdagangan. Terdapat sinyal lain selain reputasi *underwriter* yang menjadi faktor investor untuk melakukan investasi, dimana dalam penelitian ini investor cenderung melihat faktor-faktor keuangan daripada faktor non keuangan. Tidak berpengaruhnya reputasi *underwriter* bisa disebabkan oleh kecenderungan investor yang dalam penilaiannya menilai bahwa semua *underwriter* yang menangani perusahaan dalam pelaksanaan IPO memiliki kompetensi yang sama. *Underwriter* tidak terlalu dijadikan pertimbangan oleh investor dalam mengambil keputusan untuk membeli saham yang melakukan IPO (Jayanarendra & Wiagustini, 2019). Sehingga dapat disimpulkan sinyal berupa penjamin emisi dalam penelitian ini belum berhasil membuktikan dapat memengaruhi kecilnya risiko terjadinya *underpricing*. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan (Yolana & Martani, 2005) dan (Wahyusari, 2013) yang menyatakan tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara reputasi *underwriter* dengan tingkat *underpricing*.

Pengaruh Risiko Investasi Terhadap *Underpricing* Saham Syariah

Hipotesis 2a menyatakan bahwa risiko investasi memiliki pengaruh signifikan dan arah yang positif terhadap *underpricing* saham syariah. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi nilai risiko dalam suatu kegiatan investasi, maka risiko terjadinya *underpricing* akan semakin tinggi pula. Pada tabel hasil pengujian di atas, dapat diketahui nilai koefisien regresi dan nilai signifikansi pada variabel risiko investasi adalah sebesar -0.28 dan 0.779. Dengan mengetahui bahwa nilai signifikansinya > 0.05 , maka hipotesis 2a ditolak.

Pengujian risiko investasi dalam penelitian ini menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan pada variabel risiko investasi terhadap *underpricing* saham syariah. Hal ini menunjukkan bahwa tingginya risiko investasi tidak memengaruhi tingkat *underpricing*. Arah koefisien negatif menunjukkan bahwa perusahaan telah memperkirakan harga optimal dengan pertimbangan risiko yang dimilikinya, sehingga risiko terjadinya *underpricing* saat IPO menjadi rendah. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan penelitian oleh (Sanjaya &

Lukman, 2020) yang menyatakan bahwa variabel risiko investasi tidak berpengaruh terhadap besarnya *initial return* perusahaan saat melakukan *initial public offering*.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap *Underpricing* Saham Syariah

Hipotesis 3a menyatakan bahwa rasio profitabilitas yang diproxy kan dengan *return on assets* memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap tingkat *underpricing* saham syariah, dimana nilai ROA suatu perusahaan yang semakin tinggi, akan dapat meningkatkan risiko terjadinya *underpricing*. Pada tabel hasil pengujian variabel ROA di atas, dapat diketahui nilai koefisien regresi dan nilai signifikansi ROA adalah sebesar 0.39 dan 0.701. Dengan mengetahui bahwa nilai signifikansinya lebih besar dari 0.05, maka hipotesis 3a ditolak.

Berdasarkan nilai signifikansi ROA dalam penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa besarnya nilai ROA yang dimiliki suatu perusahaan tidak memengaruhi tingkat terjadinya *underpricing*. Arah koefisien positif menandakan tingginya risiko terjadinya *underpricing*. Tidak berpengaruhnya ROA terhadap *underpricing*, menggambarkan bahwa dalam membuat keputusan investasi, investor tidak hanya melihat besaran nilai ROA pada prospektus saja sebagai acuannya, tetapi lebih memperhatikan nilai ROA perusahaan pada tahun-tahun sebelumnya sebelum IPO (Maya, 2013). Dalam penelitian yang dilakukan (Wahyusari, 2013) menjelaskan bahwa tidak berpengaruhnya ROA dapat juga dikarenakan rasa tidak percaya investor terhadap laporan keuangan perusahaan yang melakukan IPO, sehingga untuk menarik investor perusahaan memberi harga penawaran di bawah harga wajar. Penelitian yang konsisten dengan hasil penelitian ini adalah penelitian (Winarsih Ramadana, 2018) yang menyatakan bahwa terjadinya *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO tidak dipengaruhi oleh besarnya nilai ROA perusahaan.

Pengaruh *Financial Leverage* Terhadap *Underpricing* Saham Syariah

Hipotesis 4a menyatakan bahwa *financial leverage* yang di proxy kan oleh *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *underpricing* saham syariah, dimana hal ini berarti semakin tinggi nilai DER maka tingkat *underpricing* akan semakin tinggi pula. Pada tabel hasil pengujian DER di atas, diketahui bahwa DER memiliki nilai koefisien dan nilai signifikansi adalah sebesar -4.46 dan 0.000. Sehingga, dapat dikatakan bahwa hipotesis 4a ditolak.

Dalam penelitian ini menunjukkan bahwa semakin besar nilai DER yang dimiliki suatu perusahaan maka risiko terjadinya *underpricing* akan semakin rendah. Nilai DER yang semakin tinggi merupakan gambaran penggunaan hutang oleh perusahaan juga tinggi, sehingga dana hutang yang dimiliki perusahaan mampu mencukupi dana untuk ekspansi pasar yang dapat menghasilkan keuntungan di masa mendatang, sehingga dapat mensejahterakan investor. Kondisi ini menjadi sinyal positif yang dapat diterima investor di pasar, karena ketidakpastiannya kecil dan dapat mengurangi *underpricing* karena harga penawaran yang ditetapkan tidak di bawah harga wajar. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan (Pahlevi, 2014) yang menyatakan bahwa nilai DER yang tinggi pada 47 wajar.

Pengaruh *Size* Perusahaan Terhadap *Underpricing* Saham Syariah

Hipotesis 5a menyatakan bahwa *size* perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *underpricing* saham syariah. Pada tabel hasil pengujian di atas, diketahui variabel *size* perusahaan memiliki nilai koefisien dan nilai signifikansi adalah sebesar -1.30 dan 0.199. Dengan mengetahui bahwa nilai signifikansinya lebih besar dari 0.05, maka hipotesis 5a ditolak.

Dalam penelitian ini, membuktikan bahwa besarnya skala perusahaan tidak memengaruhi terjadinya *underpricing*. Hal ini dikarenakan investor tidak hanya menilai perusahaan dari besar skalanya saja, tetapi juga memperhatikan baik buruknya kinerja keuangan perusahaan tersebut (Mayasari et al., 2018). Arah koefisien negatif menunjukkan rendahnya tingkat *underpricing*, sehingga dapat dikatakan bahwa setiap perusahaan yang melakukan IPO telah mempertimbangkan ketidakpastian saham dan menentukan harga penawaran dengan optimal sehingga mengurangi *underpricing*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan (Solida et al., 2020) yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh antara *size* perusahaan dengan fenomena *underpricing*.

Saham Non Syariah

Pengaruh Reputasi *Underwriter* Terhadap *Underpricing* Saham Non Syariah

Hipotesis 1b menyatakan bahwa reputasi *underwriter* memiliki pengaruh yang signifikan dengan arah koefisien negatif terhadap *underpricing* saham non syariah. Berdasarkan tabel hasil pengujian di atas, dapat diketahui bahwa nilai signifikansinya adalah sebesar 0.125 dengan nilai koefisien regresi -1.56. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa hipotesis 1b ditolak.

Underwriter yang baik adalah *underwriter* yang mampu meminimalisir terjadinya *underpricing*, karena dapat meminimalisir risiko atas ketidakpastian yang informasinya tidak diungkapkan di dalam prospektus perusahaan (Yolana & Martani, 2005). Pengujian reputasi *underwriter* dalam penelitian ini menggambarkan bahwa *underwriter* bereputasi yang masuk dalam 20 *most active brokerage* berdasarkan total frekuensi perdagangan tidak memengaruhi rendahnya *underpricing* saat IPO. Dalam penelitian ini, investor cenderung melihat sinyal dari faktor keuangan dalam menentukan ketidakpastian saham. Sehingga, rendahnya tingkat *underpricing* saham non syariah saat IPO yang dipengaruhi oleh reputasi *underwriter* belum berhasil dibuktikan. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh (Solida et al., 2020) dan (Wahyusari, 2013) yang menyatakan bahwa reputasi *underwriter* memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *underpricing*.

Pengaruh Risiko Investasi Terhadap *Underpricing* Saham Non Syariah

Hipotesis 2b menyatakan bahwa risiko investasi memiliki pengaruh yang signifikan dengan arah koefisien positif terhadap *underpricing* saham non syariah. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi nilai risiko dalam suatu kegiatan investasi, maka risiko terjadinya *underpricing* akan semakin tinggi pula. Pada tabel hasil pengujian di atas, diketahui bahwa variabel risiko investasi memiliki nilai signifikansi sebesar 0.004 dengan nilai koefisien regresi 2.98. Sehingga, hipotesis 2b dapat diterima.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa risiko investasi yang tinggi menimbulkan risiko *underpricing* yang tinggi pula. Pada umumnya, risiko dan *return* investasi itu berjalan searah. Nilai risiko investasi yang tinggi, dapat berpeluang memperoleh *return* yang tinggi pula atas kegiatan investasi, sehingga hubungan yang terjadi antara keduanya adalah hubungan positif (Haska, 2021). Dengan gambaran *return* yang akan diterima, menarik perhatian investor untuk membeli saham tersebut, penawaran dan permintaan yang meningkat dapat menyebabkan terjadinya kenaikan harga saham saat sudah berada di bursa, sehingga dapat meningkatkan risiko terjadinya *underpricing*. Terdapat hasil penelitian yang berbeda dengan penelitian yang dilakukan (Haska, 2021), yang menyatakan bahwa dengan risiko investasi yang tinggi, perusahaan sudah menentukan harga optimal dalam penawaran saham perdana sehingga *underpricing* dapat dihindari.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap *Underpricing* Saham Non Syariah

Hipotesis 3b menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang signifikan dengan arah koefisien negatif terhadap *underpricing* saham non syariah, dimana semakin tinggi nilai profitabilitas suatu perusahaan maka risiko terjadinya *underpricing* semakin rendah. Pada tabel hasil pengujian di atas, dapat diketahui nilai signifikansinya adalah sebesar 0.314 dengan nilai koefisien regresi -1.02. Mengetahui bahwa nilai signifikansi > 0.05 , maka diambil kesimpulan bahwa hipotesis 3b ditolak.

Penelitian ini menunjukkan hasil bahwa besar nilai ROA yang merupakan proksi dari rasio profitabilitas tidak memengaruhi rendahnya risiko *underpricing*. Perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO tidak semuanya memiliki nilai profitabilitas yang tinggi. Dengan telah mengetahui nilai ROA yang dimiliki perusahaan, mendorong perusahaan menentukan harga penawaran saham perdana secara optimal. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan (Maya, 2013), dimana hasil penelitiannya tersebut menjelaskan bahwa hubungan yang terjadi antara ROA dan tingkat *underpricing* adalah tidak signifikan dengan arah koefisien regresi negatif.

Pengaruh *Financial Leverage* Terhadap *Underpricing* Saham Non Syariah

Hipotesis 4b dinyatakan bahwa *financial leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *underpricing* saham non syariah, dimana semakin tinggi nilai DER suatu perusahaan maka tingkat terjadinya *underpricing* akan semakin besar. Pada tabel hasil pengujian DER di atas, dapat diketahui besarnya nilai signifikansi dan nilai koefisien regresi adalah 0.237 dan -1.20. Dengan mengetahui nilai signifikansinya > 0.05 , maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis 4b ditolak.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa besarnya nilai DER suatu perusahaan tidak memengaruhi terjadinya *underpricing* saham. Arah koefisien regresi negatif menunjukkan rendahnya risiko terjadinya *underpricing*. Nilai DER ini mencerminkan risiko atas hutang yang dimiliki perusahaan, yang menggambarkan tingkat ketidakpastian investasi yang diterima investor. Hal ini menyebabkan investor cenderung memilih untuk tidak membeli saham-saham perusahaan yang memiliki nilai DER yang tinggi. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Maya (2013), Marofen & Khairunnisa (2015), dan

Wiyani (2016) yang menyatakan bahwa DER tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *underpricing* saham saat perusahaan melakukan penawaran umum perdana.

Pengaruh Size Perusahaan Terhadap Underpricing Saham Non Syariah

Hipotesis 5b menyatakan bahwa *size* perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan dengan arah koefisien positif terhadap *underpricing* saham non syariah, dimana semakin tinggi *size* suatu perusahaan maka risiko terjadinya *underpricing* juga tinggi. Pada tabel hasil pengujian variabel *size* perusahaan di atas, diketahui nilai signifikansinya adalah sebesar 0.006 dengan nilai koefisien regresi -2.87. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa bahwa hipotesis 5b ditolak.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa rendahnya tingkat *underpricing* dipengaruhi oleh besarnya skala yang dimiliki perusahaan. Tolak ukur yang digunakan dalam menentukan besaran skala perusahaan adalah total aktiva (Mayasari et al., 2018). Perusahaan yang memiliki total aktiva lebih besar biasanya memiliki prospek masa depan yang jelas dan dapat menentukan harga penawaran saham perdana secara optimal serta dapat mengurangi ketidakpastian dalam investasi, sehingga investor dapat menghitung kemungkinan risiko yang akan diterima jika melakukan investasi pada perusahaan non syariah. Hal ini disebabkan karena pertimbangan bahwa perusahaan yang besar umumnya lebih dikenal, maka informasi mengenai perusahaan besar lebih banyak daripada perusahaan kecil (Wiyani, 2016). Total aset yang tinggi pada perusahaan besar mencerminkan kekayaan perusahaan tersebut, sehingga dapat menarik kepercayaan investor dalam berinvestasi (Jayanarendra & Wiagustini, 2019). Temuan penelitian ini selaras dengan penelitian yang dilakukan Jayanarendra & Wiagustini (2019), Mayasari et al. (2018), Wiyani (2016), dan Putra & Sudjarni (2017) yang menyatakan adanya hubungan negatif dan signifikan antara *size* perusahaan dan *underpricing*.

KESIMPULAN

Penelitian ini merupakan penelitian yang dimaksudkan untuk mengetahui perbedaan faktor-faktor yang memengaruhi tingkat *underpricing* pada saham syariah dan saham non syariah. Dengan melihat hasil dan pembahasan penelitian yang telah dipaparkan sebelumnya, maka kesimpulan yang dapat diambil oleh peneliti yaitu, pertama rata-rata terjadinya *underpricing* saham syariah lebih kecil dibandingkan saham non syariah. Diketahui rata-rata *underpricing* saham syariah adalah sebesar 45.56% dan *underpricing* saham non syariah adalah sebesar 58.59%. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan saham syariah saat IPO telah menetapkan harga secara optimal pada penawaran saham perdananya di pasar primer, sedangkan pada perusahaan dengan saham non syariah masih belum cukup baik dalam pengoptimalan harga saham saat penawaran perdana di pasar primer yang dibuktikan dengan rata-rata *underpricing*-nya yang lebih besar dibanding rata-rata *underpricing* saham syariah.

Kedua, pada pengujian koefisien determinasi saham syariah didapat nilai sebesar 4.06% yang berarti hanya sebesar 4.06% variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen. Sedangkan pada pengujian koefisien determinasi saham non syariah, didapat nilai sebesar 37.11% yang berarti hanya sebesar 37.11% variabel independen pada saham non syariah mampu menjelaskan variabel dependen.

Ketiga, berdasarkan uji simultan (uji F) yang dilakukan, menyatakan bahwa variabel bebas secara bersama-sama (simultan) mampu menjelaskan perubahan pada variabel dengan *fit model* untuk saham syariah maupun saham non syariah.

Keempat, pada uji parsial (uji t) pengujian pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat pada saham syariah, hanya variabel debt to equity ratio saja yang memengaruhi *underpricing*. Pada umumnya setiap perusahaan memiliki *financial leverage*, sedangkan DER adalah salah satu cara untuk mengetahui seberapa mampu perusahaan dalam membayar hutangnya. Nilai DER yang semakin besar menandakan dana yang dimiliki perusahaan besar pula, dan mampu mencukupi dana untuk ekspansi pasar yang memberikan prospek bagus di masa mendatang, sehingga harga penawaran dapat ditetapkan secara optimal dan mengurangi risiko *underpricing*.

Kelima, pada uji parsial (uji t) dari faktor-faktor yang diuji untuk saham-saham non syariah terdapat dua variabel yang memengaruhi tingkat *underpricing*, yaitu risiko investasi dan *size* perusahaan. Dengan keyakinan *high risk high return* menimbulkan ketertarikan investor untuk berinvestasi, sehingga semakin tinggi permintaan dan penawaran maka yang terjadi harga saham di pasar sekunder akan meningkat. Selanjutnya *size* perusahaan, ukuran perusahaan yang besar memiliki prospek perusahaan yang bagus di masa mendatang sehingga mengurangi risiko ketidakpastian. Hal ini menyebabkan harga yang ditawarkan saat penawaran perdana menjadi optimal, dan dapat mengurangi risiko *underpricing*.

Implikasi

Bagi investor dalam mengambil keputusan investasi, penelitian ini memberikan gambaran kepada investor yang mempunyai tujuan menanamkan modal pada perusahaan yang IPO untuk mendapat keuntungan agar dengan teliti melakukan pertimbangan pengaruh variabel *underwriter*, risiko investasi, *size* perusahaan, *financial leverage*, dan profitabilitas. Bagi perusahaan (*emiten*). Penelitian ini memberikan gambaran kepada *emiten* tentang permasalahan dan faktor-faktor yang dapat memengaruhi harga penawaran saham. Sehingga, *emiten* harus membuat keputusan yang tepat dalam penawaran harga saham yang optimal, tujuan untuk mendapatkan modal baru dengan biaya cenderung relatif murah. Bagi peneliti selanjutnya. Hasil temuan ini bisa dijadikan sebagai referensi untuk dapat melakukan penelitian yang lebih baik lagi kedepannya.

Keterbatasan dan Saran

Obyek penelitian dalam penelitian ini belum spesifik dan masih umum. Metode analisis dalam penelitian ini terbilang masih cukup sederhana, yaitu menggunakan metode analisis regresi linear berganda. Hanya membandingkan IPO saham syariah dan non syariah di Indonesia saja.

Membandingkan faktor-faktor yang memengaruhi *underpricing* di berbagai industri perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sehingga, pada hasil temuan penelitian selanjutnya dapat mengetahui apakah terdapat perbedaan mengenai faktor-faktor yang memengaruhi *underpricing* pada perusahaan dengan jenis industri yang berbeda-beda. Menggunakan metode analisis Multi-Group Analysis (MGA). Membandingkan persentase

terjadinya underpricing saham syariah dan non syariah dari negara yang berbeda, misalnya Indonesia dengan Malaysia.

Referensi

- Aini, S. N. (2013). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham Pada Perusahaan Ipo di Bei Periode 2007-2011. *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 1(1), 89-102.
- Akbar, D. A., & Africano, F. (2020). Pengaruh Reputasi Underwriter Dan Umur Perusahaan, Terhadap Underpricing Saham Pada Saat Initial Public Offering. *Jurnal Al-Qardh*, 4(2), 129-141. <https://doi.org/10.23971/jaq.v4i2.1660>
- Ang, Robert, 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)*, Mediasoft Indonesia, Jakarta.
- Aryapranata, E. K., & Adityamarwan. (2017). Pengaruh Reputasi Auditor, Reputasi Underwriter, Dan Persentase Free Float Terhadap Tingkat Underpricing Pada Initial Public Offering. *Diponegoro Journal of Accounting*, 6(2), 1-9.
- Assari, H. N., Juanda, A., & Suprapti, E. (2017). Pengaruh Financial Leverage , Roi, Roe, Reputasi Auditor, dan Reputasi Underwriter terhadap Tingkat Underpricing Saham pada Saat IPO di BEI. *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, 4(1), 545-554. <https://doi.org/10.22219/jrak.v4i1.4927>
- Ayuwardani, R. P., & Isroah, I. (2018). Pengaruh Informasi Keuangan Dan Non Keuangan Terhadap Underpricing Harga Saham Pada Perusahaan Yang Melakukan Initial Public Offering (Studi Empiris Perusahaan Go Public yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2015). *Nominal, Barometer Riset Akuntansi Dan Manajemen*, 7(1). <https://doi.org/10.21831/nominal.v7i1.19781>
- Bakar, N. B. A., & Uzaki, K. (2014). The Impact of Underwriter Reputation and Risk Factors on the Degree of Initial Public Offering Underpricing: Evidence from Shariah-Compliant Companies. *IAFOR Journal of Business & Management*, 1(1). <https://doi.org/10.22492/ijbm.1.1.02>
- Baron, D.P., 1982, A model of the demand for investment bank advising and distribution services for new issues, *Journal of Finance* 37, 955-976.
- Chemmanur, T. J. (1993). The Pricing of Initial Public Offers: A Dynamic Model with Information Production. *Journal of Finance*, 48, 285-304.
- Ghozali, Imam. 2011. *"Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS"*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Haska, D. (2021). Pengaruh Risiko Investasi, Return On Equity (Roe) Dan Proceeds Terhadap Underpricing Dengan Reputasi Underwriter Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Non-Keuangan Yang Ipo Di BEI Periode 2010-2014 Oleh. *Angewandte Chemie International Edition*, 6(11), 951-952., 2013-2015.
- Indonesia Stock Exchange, Produk Syariah, www.idx.co.id/idx-syariah/produk-syariah/
- Jayanarendra, A. A. G., & Wiagustini, N. L. P. (2019). Pengaruh Reputasi Underwriter, Ukuran Perusahaan, Dan Return on Equity Terhadap Underpricing Saat Ipo Di Bei. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(8), 4731. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2019.v08.i08.p01>
- Jeanne, M., & Eforis, C. (2016). Pengaruh Reputasi Underwriter, Umur Perusahaan, dan Persentase Penawaran Saham kepada Publik terhadap Underpricing (Studi pada Perusahaan yang Go Public pada Tahun 2010 - 2014 dan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Ultima Accounting*, 8(1), 53-74.
- Khairudin, & Wandita, . (2017). Analysis of The Effect of Profitability Ratio, Debt to Equity Ratio (Der) and Price to Book Value (Pbv) on Share Prices of Mining Companies in Indonesia. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 8(1), 68-84.

- Kusumawati, R., & Fitriyani, A. (2021). Fenomena Underpricing Dan Faktor-Faktor Yang Mempengaruhinya. *Angewandte Chemie International Edition*, 6(11), 951–952., 5(2), 2013–2015.
- Lestari, A. H., Hidayat, R. R., & Sulasmiyati, S. (2015). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Underpricing Saham pada Penawaran Umum Perdana di BEI Periode 2012-2014 (Studi pada Perusahaan yang Melaksanakan IPO di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2014). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 25(1), 1–9.
- Lewaru, T. S. (2015). Permasalahan Agency Theory pada Perbankan Syari'ah. *Cita Ekonomika Jurnal Ekonomi*, IX(1), 43–49.
- Manurung, S. T. A., & Nuzula, N. F. (2019). Pengaruh Variabel Non Keuangan terhadap Underpricing pada saat Initial Public Offering (IPO) (Studi pada Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2018). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 69(1), 58–66. administrasibisnis.studentjournal.ub.ac.id%0A58
- Marofen, R., & Khairunnisa. (2015). Pengaruh Reputasi Underwriter , Listing Delay , Umur Perusahaan, Profitabilitas , Dan Financial Leverage Terhadap Underpricing Saham Perdana (Studi Kasus Pada Perusahaan IPO di BEI Tahun 2009-2013). *E-Proceeding of Management*, 2(1), 289–296.
<https://openlibrary.telkomuniversity.ac.id/pustaka/100339/pengaruh-reputasi-underwriter-listing-delay-umur-perusahaan-profitabilitas-financial-leverage-terhadap-underpricing-saham-studi-kasus-pada-perusahaan-ipo-di-bei-tahun-2009-2013-.html>
- Masiyah Kholmi. (2017). View of AKUNTABILITAS DALAM PERSPEKTIF TEORI AGENSI. *Journal of Innovation in Business & Economics*, 13.
<https://ejournal.umm.ac.id/index.php/jibe/article/view/4694/pdf>
- Mawardi, A. (2018). Pengaruh Nilai Tukar, Tingkat Bunga, Inflasi, Dan Jumlah Uang Beredar Terhadap Indeks Harga Saham Sektor Keuangan Di Bursa Efek Indonesia (BEI) (Studi Kasus pada Indek Harga Saham Sektor Keuangan Di BEI). *Eqien: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 5(2), 1–19. <https://doi.org/10.34308/eqien.v5i2.57>
- Maya, R. (2013). Pengaruh Kondisi Pasar, Persentase Saham Yang Ditawarkan, Financial Leverage, Dan Profitabilitas Terhadap Underpricing Saham Yang Ipo Di Bei Periode 2007-2011. *Jurnal Akuntansi Universitas Negeri Padang*, 1(2), 1–24.
- Mayasari, T., . Y., & Yulianto, A. (2018). Pengaruh Return on Equity, Net Profit Margin dan Ukuran Perusahaan Terhadap underpricing. *Jurnal Kajian Akuntansi*, 2(1), 41.
<https://doi.org/10.33603/jka.v2i1.1271>
- Novari, P. M., & Lestari, dan P. V. (2016). Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali , Indonesia PENDAHULUAN Mempertahankan kontinuitas perusahaan adalah elemen penting yang harus dipertahankan oleh perusahaan , terutama men. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(9), 5671–5694.
- Pahlevi, R. W. (2014). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi underpricing saham pada penawaran saham perdana di bursa efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*, 18(2), 219–232.
<https://doi.org/10.20885/jsb.vol18.iss2.art8>
- Purbarangga, A., Nur, E., & Yuyetta, A. (2013). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Underpricing Pada Penawaran Umum Saham Perdana. *Diponegoro Journal of Accounting*, 0(0), 23–34.
- Putra, I., & Sudjarni, L. (2017). Pengaruh Reputasi Underwriter, Ukuran Perusahaan, Dan Jenis Industri Terhadap Underpricing Saat Ipo Di Bei. *E-Jurnal Manajemen*, 6(1), 492–520.
- Risqi, I. A., & Harto, P. (2013). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Underpricing Ketika Initial Public Offering (Ipo) Di Bursa Efek Indonesia. *Diponegoro Journal of Accounting*, 0(0), 398–404.

- Ryan, T.P. (1997). *Modern Regression Methods*, Canada: John Wiley & Sons, Inc.
- Rudangga, I. G. N. G., & Sudiarta, G. M. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Dan Profitabilitas Terhadap Modal Intelektual Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 5(7), 4394-4422.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 8 (1): 23-40.
- Sanjaya, D., & Lukman, H. (2020). Pengaruh Pengungkapan Faktor Risiko Dalam Prospektus Terhadap initial public offering. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 2(1), 68-78.
- Solida, A., Luthan, E., & Sofriyeni, N. (2020). Pengaruh Pengungkapan Intellectual Capital, Reputasi Underwriter, Financial Leverage, Umur dan Size Perusahaan terhadap Underpricing Saham IPO di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018. *Ekonomis: Journal of Economics and Business*, 4(1), 135. <https://doi.org/10.33087/ekonomis.v4i1.113>
- Supardi, S. (1993). Populasi dan Sampel Penelitian. *Unisia*, 13(17), 100-108. <https://doi.org/10.20885/unisia.vol13.iss17.art13>
- 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. <https://doi.org/10.17358/jabm.4.1.19>
- Wahyusari. (2013). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Underpricing Saham Saat Ipo Di Bei. *Accounting Analysis Journal*, 2(4), 386-394. <https://doi.org/10.15294/aaj.v2i4.2882>
- Widayani, N. L. U. M., & Yasa, G. W. (2013). Fakultas Ekonomi Universitas Udayana (Unud), Bali , Indonesia Fakultas Ekonomi Universitas Udayana (Unud), Bali , Indonesia mencari cara untuk tetap mampu bertahan . Beberapa cara yang dapat dilakukan public . Manfaat melakukan penawaran umum perdana. *ISSN: 2302-8556 E-Jurnal Akuntansi Unioersitas Udayana 4.1 (2013): 159-176, 1, 159-176.*
- 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). www.e-bursa.com,
- Wiyani, N. (2016). Underpricing pada Initial Public Offering (Studi Empiris pada Perusahaan Non Keuangan yang Go Public di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011 - 2014). *Jurnal Online Insan Akuntan*, 1(2), 341-358.
- Yolana, C., & Martani, D. (2005). Variabel - Variabel yang Mempengaruhi Fenomena Underpricing pada Penawaran Saham Perdana di BEJ Tahun 1994 - 2001. *Sna*, 8(September), 538-553.

Accepted author version posted online: 02 Mar 2022



© 2022 The Author(s). This open access article is distributed under a Creative Commons Attribution (CC-BY) 4.0 license