

DAMPAK KESESUAIAN SYARIAH DAN VARIABEL LAINNYA TERHADAP TINGKAT *UNDERPRICING* PADA PENAWARAN SAHAM PERDANA DI INDONESIA

Agep Rumanto¹

¹Institut Agama Islam Negeri Kudus, Kudus

✉ agep@iainkudus.ac.id

Abstract : *This study aims to analyze whether there is an effect of sharia compliance with the level of underpricing in Indonesia. In addition to sharia compliance factors, other factors are also included, namely firm size, stock offering, company age, underwriter reputation, risk factors, and market conditions. This study uses a range of IPO sample data between 2011 and 2015. The test results show that there is a simultaneous influence of the seven dependent variables, namely sharia compliance, company size, stock offering, company age, underwriter reputation, risk factors and market conditions on the level of underpricing. Only risk factors and underwriter reputation have a significant effect on the level of underpricing. While the sharia compliance factor itself which is the main hypothesis in this study has no effect on the level of underpricing in Indonesia.*

Keywords : *underpricing, shariah compliance, IPO, stocks.*

1. LATAR BELAKANG

Fenomena IPO *underpricing* adalah fenomena yang sudah terjadi secara universal dalam pasar saham (Abdul Rahim & Yong, 2010). Pasar saham Asia juga tak luput dari fenomena IPO *underpricing*. Dalam lingkup yang lebih sempit yaitu Asia tenggara, Indonesia juga mengalami fenomena IPO *underpricing*.

Harga saham yang akan dijual saat IPO ditentukan oleh kesepakatan antara perusahaan penerbit (emiten) dengan perusahaan penjamin emisi (underwriter). Setelah saham dijual secara IPO maka proses penentuan harga selanjutnya ditentukan di pasar sekunder. Dalam pasar sekunder harga diserahkan ke mekanisme pasar, yang berarti bahwa didasarkan kepada permintaan dan penawaran. Apabila harga IPO lebih rendah daripada harga saham tersebut di pasar sekunder pada hari pertama maka disebut telah terjadi *underpricing*. Fenomena *underpricing* ini terjadi karena adanya *asymmetric information*, sehingga menimbulkan ketidakpastian.

Perusahaan menginginkan dana akan tetapi tidak dengan berhutang, maka dari itu mereka melakukan IPO. Apalagi jika saham tersebut adalah saham syariah yang mana ada batasan jumlah hutang maka mereka akan sangat mengandalkan IPO. Hal ini bisa menimbulkan IPO yang terlalu rendah karena posisi tawar perusahaan syariah menjadi rendah. Perusahaan syariah akan sangat mengandalkan IPO sehingga bila mereka ingin dana cepat maka mereka bisa merendahkan harga sahamnya agar cepat terserap pasar dan perusahaan mampu mendapat dana segar yang cepat. Keuntungan lain dari IPO untuk memperbaiki struktur modal. Hal ini terjadi karena dengan IPO rasio hutang bisa menjadi rendah karena bisa diganti dengan ekuitas.

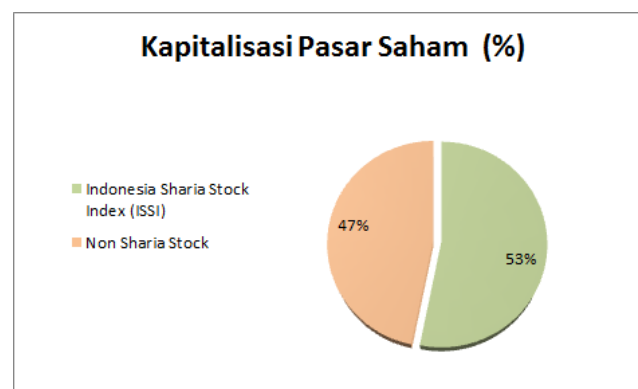
Maka dari itu penentuan harga menjadi penting karena berkaitan dengan berapa jumlah dana yang akan diperoleh dan berapa resiko yang akan ditanggung oleh underwriter.

Ada perbedaan kepentingan yang mendasari terjadinya *underpricing*, yaitu penerbit (emiten) IPO ingin dana lebih sehingga berharap harga IPO tinggi. Dengan harga tinggi maka emiten mampu menyerap dana secara maksimal yang nantinya dapat digunakan untuk memperbaiki struktur modal. Sedangkan dari sisi investor mengharapkan harga IPO rendah karena dengan rendahnya IPO investor berharap mampu menjual kembali saham tersebut dan mendapat capital gain yang maksimal. Indonesia adalah negara dengan penduduk muslim terbesar di dunia dan sedang mengembangkan sektor keuangan syariah salah satunya adalah dengan meluncurkan pasar modal syariah. Pasar modal syariah adalah pasar modal yang terdiri dari saham yang masuk kriteria syariah atau disebut Daftar Efek Syariah (DES). Dalam kaitannya dengan IPO maka timbul pertanyaan apakah terjadi perbedaan antara saham yang dikemudian hari masuk DES dan saham yang tidak masuk DES (konvensional) saat mereka melakukan IPO di waktu sebelumnya.

DES mengikuti kriteria Saham Syariah yang didasarkan kepada Peraturan Bapepam & LK (sekarang menjadi OJK) No. II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek syariah, pasal 1.b.7. Dalam peraturan tersebut disebutkan bahwa Efek berupa saham, termasuk HMETD syariah dan Waran syariah, yang diterbitkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik yang tidak menyatakan bahwa kegiatan usaha serta cara pengelolaan usahanya dilakukan berdasarkan prinsip syariah.

Fatwa DSN tersebut menyebutkan bahwa kriteria saham syariah adalah saham yang diterbitkan oleh perusahaan yang memiliki rasio utang maksimal sebesar 45%. Jika utang perusahaan tersebut melebihi 45% maka saham perusahaan tersebut akan dikeluarkan dari DES (republika.co.id). Jadi dalam Islam ada semacam pembatasan jumlah utang maksimal. Pertanyaan yang mungkin muncul adalah kenapa harus ada pembatasan jumlah maksimal utang.

Perkembangan pasar modal syariah sendiri cukup menggembirakan, hal ini ditandai dengan jumlah saham syariah lebih besar daripada jumlah saham konvensional. Jumlah saham syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebanyak 318 saham atau sekitar 60 persen dari jumlah seluruh saham yang listing sebanyak 526 saham. Berdasarkan data statistik harian bursa pada 21 Januari 2015, sebesar 53 persen dari kapitalisasi pasar saham didominasi oleh saham-saham yang termasuk dalam Indonesia Sharia Stock Index (ISSI). ISSI sendiri merupakan suatu indeks yang mencerminkan pergerakan keseluruhan saham syariah yang tercatat di BEI.



Gambar 1. Kapitalisasi Pasar Saham
Sumber: idx

Dengan fenomena seperti itu maka menarik untuk diteliti bagaimana respon investor terhadap keberadaan saham syariah. Perilaku investor menjadi berbeda ataukah tidak. Salah satu perilaku investor tersebut dapat dilihat dari respon mereka terhadap harga saham perdana. Harga saham perdana sering kali terjadi underprice. Maka dari itu apakah dengan adanya habitat baru bagi investor ini yaitu adanya pasar saham syariah, akan terjadi pula underprice pada saham-saham yang kemudian masuk dalam daftar saham syariah.

1. TEORI DAN METODE

1.1 Underpricing

Definisi

Sumber pendanaan perusahaan ada dua yakni sumber internal dan sumber eksternal. Sumber internal biasanya berupa laba ditahan dan modal pemilik. Sedangkan sumber eksternal biasanya berupa utang, dan saham. Pendanaan melalui saham dilakukan perusahaan melalui proses *go public* yaitu menjual saham perusahaan kepada masyarakat umum. Saat perusahaan menjual saham kepada masyarakat umum untuk pertama kalinya sering terjadi fenomena *underpricing*.

Alteza (Alteza, 2010) menyatakan bahwa *underpricing* adalah fenomena jangka pendek yang terjadi hampir di semua proses penawaran saham perdana, meskipun besar dan variabel yang mempengaruhinya berbeda-beda, tergantung karakteristik dan kondisi pasar modal masing-masing.

Teori Underpricing

Fenomena *underpricing* dapat dijelaskan menggunakan dua pendekatan teori yaitu teori keagenan (*agency theory*) dan teori kesinyalan (*signaling theory*).

a) Informasi Asimetri

Salah satu model yang baik dalam menjelaskan *underpricing* ini adalah model Rock yang kemudian disempurnakan oleh Beatty dan Ritter (Clarkson, 1994). Menurut Beatty (Beatty, 1989) *underpricing* terjadi karena adanya informasi asimetri (*asymmetric information*) antara emiten dan *underwriter* (model Baron) atau diantara investor (Model Rock) yaitu antara *informed investor* dan *uninformed investor*. Informasi asimetri adalah bagian dari teori keagenan. Dalam teori keagenan menjelaskan bahwa dalam sebuah keagenan terjadi kontrak antara prinsipal (pemilik perusahaan) dan agen (pihak yang menjalankan perusahaan). Terdapat perbedaan kepentingan di antara keduanya dan sering tidak sejalan dan bertolak belakang.

Hubungannya dengan *underpricing*, *underwriter* memiliki informasi yang lebih baik mengenai permintaan saham yang dimiliki emiten, dibanding emiten sendiri. Ketidaktahuan emiten kemudian dimanfaatkan oleh *underwriter* untuk mengurangi risiko saham yang tidak terjual dengan mengurangi harga yang ditawarkan pada pasar perdana yang berakibat emiten harus menerima harga yang lebih murah. Baron menyatakan bahwa informasi asimetri dapat terjadi diantara emiten dan *underwriter*. Kondisi ini terjadi karena *underwriter* lebih memahami dan memiliki informasi yang lebih baik daripada emiten.

Secara umum teori informasi asimetri ini dikembangkan dari teori Joseph Stiglitz, seorang peraih nobel yang mengungkapkan bahwa telah terjadi ketidaksesuaian antara teori dengan kejadian empiris di lapangan. Jarak antara teori dan kenyataan itulah yang kemudian memunculkan *asymmetric information theory*. Adanya informasi asimetri menyebabkan selalu adanya “selisih” antara teori dan kenyataan. Dalam dunia keuangan Stiglitz juga menyinggung soal IPO yang mengajukan pertanyaan mengapa harga IPO selalu lebih rendah daripada yang seharusnya (Stiglitz, 2002).

b) Teori Kesinyalan

Teori kesinyalan (*signaling theory*) menjelaskan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk mewujudkan keinginan pemilik. Sinyal dapat berupa promosi atau informasi lain yang dapat menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain. Ungkapan populer untuk teori kesinyalan ini adalah *leave a good taste in investors mouths*. Logue et al menyatakan bahwa *underwriter* cenderung sengaja mematok harga saham perdana lebih rendah daripada harga yang seharusnya (Alteza, 2010). Hal ini dilakukan dengan tujuan untuk mengundang reaksi dari investor.

Teori ini didasarkan atas argumen bahwa emiten dan *underwriter* akan dapat menjual saham di masa yang akan datang dengan lebih tinggi. Perusahaan yang berkualitas baik menyengaja memilih *underpricing* sebagai sinyal bahwa perusahaan mereka adalah perusahaan yang memiliki prospek baik sehingga saat perusahaan melakukan penawaran saham sekunder PSS, *right issue*, atau *seasoned equity offering* mereka memiliki nilai yang tinggi di pasar. Pendapat seperti itu diungkapkan oleh Welch⁴⁵ yang menyatakan bahwa *underpricing* adalah jalan menarik perhatian investor dengan cara “*leave money on the table*” karena pada saat IPO perusahaan sengaja hanya menjual sebagian kecil sahamnya. Perusahaan berharap akan mendapatkan respon yang lebih baik bila menjual saham dalam jumlah yang lebih banyak dan lebih tinggi di masa yang akan datang. Teori ini dibuktikan oleh Welch dengan ditemukannya sekitar seperempat perusahaan yang melakukan IPO kembali menjual saham dalam 10 tahun setelah IPO melalui SEO.

Faktor Underpricing

a) Kesesuaian syariah (Shariah Compliance)

Adanya pasar modal syariah membuat investor memiliki dua pilihan yaitu investasi di sektor konvensional atau syariah. Dalam penentuan saham syariah terdapat proses *stock screening*. Adanya *stock screening* mampu mengurangi risiko dan meminimalisir *asymmetric information* sehingga akan membuat risiko menjadi rendah. Rendahnya risiko membuat *return* yang diharapkan rendah pula. Tujuan berinvestasi syariah juga bukan untuk spekulasi, sehingga investor mendapat keuntungan bukan dari *capital gain*. Hal ini membuat saham syariah saat IPO peluang untuk dijual kembali menjadi kecil. Sehingga saham syariah berhubungan positif dengan IR.

Penelitian tentang efek kesesuaian syariah terhadap *underpricing* ditemukan bahwa saham yang sesuai syariah memiliki tingkat *underpricing* yang lebih rendah (Mayes & Alqahtani, 2015). Reaksi investor terhadap saham syariah telah dibuktikan dengan

adanya abnormal return di sekitar pengumuman sebuah saham masuk Daftar Efek Syariah (DES) (Hanafi, 2013). Hal ini membuktikan bahwa sebuah saham yang masuk dalam DES memiliki efek ekonomi. Bukti ini tentu bisa digunakan untuk menjadi dasar pertanyaan apakah ada beda antara saham syariah dan saham non-syariah saat melakukan IPO dan apakah terjadi *underpricing*.

b) Total aset perusahaan

Total aset yang dimiliki perusahaan dapat menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya, baik kewajiban jangka pendek maupun kewajiban jangka panjang. total aset perusahaan mengindikasikan jumlah dana yang dimiliki oleh perusahaan. Hal tersebut dapat dijadikan sebagai sinyal bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek yang bagus dan mampu mengurangi ketidakpastian di masa yang akan datang (Dwi Martani, Ika Leony Sinaga, 2012). Selain itu total aset secara signifikan berpengaruh positif terhadap *underpricing* (Islam dkk., 2010).

Total aset diukur dengan menggunakan *net asset* perusahaan tersebut pada tahun saat melakukan IPO.

c) Jumlah saham yang ditawarkan

Saham yang ditawarkan menggambarkan sisi penawaran (*supply*) dan berhubungan negatif dengan *underpricing* (Abdul Rahim & Yong, 2010). Investor melihat perusahaan yang persentase penawarannya besar memiliki prospek yang baik pada masa yang akan datang.

Sementara itu jumlah saham yang ditawarkan kepada publik berpengaruh signifikan terhadap tingkat *underpricing* (Islam dkk., 2010).

Penawaran jumlah saham dinyatakan dalam bentuk berupa lembar saham yang ditawarkan saat IPO dikalikan harga penawaran perdana.

d) Faktor risiko

Mengikuti apa yang dilakukan Tatang, et al, faktor risiko berpengaruh terhadap *underpricing*. Semakin tinggi jumlah faktor risiko maka semakin tinggi tingkat *underpricing*-nya. Hal ini karena semakin tinggi risiko maka investor akan berharap memperoleh return yang tinggi pula. Maka dari itu jumlah faktor risiko yang tertera dalam prospektus perusahaan berhubungan positif dengan tingkat *underpricing* IPO perusahaan di Indonesia (Abdou & Dicle, 2007; Gumanti dkk., 2015).

Faktor risiko diambil dengan menghitung jumlah faktor risiko yang tertera dalam penerbitan prospektus.

e) Reputasi *underwriter*

Underwriter memiliki peran penting dalam proses *go public*. *Underwriter* yang memiliki reputasi yang baik mampu mengurangi tingkat *underpricing* (Gumanti dkk., 2015). Hal ini mengisyaratkan bahwa ketidakpastian yang rendah akan berdampak terhadap rendahnya *return*, yang pada gilirannya akan membuat tingkat *underpricing* menjadi rendah. Maka dari itu perusahaan yang ingin sukses memanfaatkan IPO untuk menarik dana sebanyak-banyaknya dari masyarakat maka harus selektif dalam memilih *underwriter*. Ghozali dan Mansur membuktikan bahwa reputasi penjamin emisi signifikan mempengaruhi fenomena *underpricing* dengan arah koefisien korelasi negatif (Chastina Yolana, 2005). Berarti semakin bagus reputasi penjamin emisi maka tingkat *underpricing* akan semakin kecil.

Reputasi *underwriter* adalah variabel dummy yang diukur dengan memberi nilai 1 untuk penjamin emisi yang masuk top 20 berdasarkan total value perdagangan dan nilai 0 untuk penjamin emisi yang tidak masuk top 20.

f) Umur perusahaan

Umur perusahaan menandakan lamanya perusahaan tersebut mampu membangun dan bertahan di dalam pasar. Semakin lama perusahaan berdiri maka masyarakat (dalam hal ini investor) akan semakin banyak informasi yang beredar di masyarakat. Banyaknya informasi yang telah beredar itu akan memperkecil terjadinya informasi asimetri. Semakin kecil informasi asimetri maka akan menurunkan tingkat *underpricing*.

Dalam kaitannya dengan informasi perusahaan Ritter memperkenalkan konsep “*ex-ante uncertainty*” yang menyatakan terdapat hubungan positif antara *underpricing* dan minimnya informasi (Miller & Reilly, 1987). Salah satu proksi minimnya informasi itu salah satunya adalah umur perusahaan. Hal ini karena semakin lama perusahaan itu berdiri maka akan semakin banyak informasi dari perusahaan tersebut yang bisa diperoleh oleh investor.

g) Kondisi pasar

Sebagian para investor akan membeli saham pada saat kondisi bullish karena mereka sedang dalam kondisi yang penuh optimis dan penuh percaya diri (*over confidence*). Maka dari itu jika terdapat perusahaan yang melakukan IPO saat kondisi bullish maka seharusnya akan banyak diminati oleh para investor. Banyaknya minat (permintaan) akan saham perdana ini akan meningkatkan harga saham tersebut sehingga hal ini berpotensi terhadap tingginya *underpricing*. Hal ini dikonfirmasi dalam penelitian Omran/Al-Hassan dkk yang menemukan bahwa dalam pasar yang sedang berkembang (*emerging market*) investor menikmati IR yang besar saat kondisi sedang *bullish*.

1.2 Metode Penelitian

Kriteria sampel yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a) Perusahaan yang melakukan IPO antara tahun 2011 s.d 2015 di BEI. Data yang digunakan adalah:
 1. Data harga saham perdana perusahaan emiten.
 2. Data rasio-rasio keuangan perusahaan emiten
- b) Perusahaan yang memiliki laporan keuangan lengkap dan telah melaporkannya ke BEI mulai tahun 2011.
- c) Penentuan saham syariah didasarkan pada DES yang dikeluarkan oleh OJK.

Definisi operasional variabel

a) *Underpricing* IPO

IPO dihitung berdasarkan perubahan antara harga awal dan harga penutupan saham di hari pertama penerbitan saham yang disebut Initial Return (IR)

$$IR = \frac{(\text{harga penutupan hari pertama} - \text{harga penerbitan})}{\text{harga penerbitan}}$$

IR harus disesuaikan dengan perubahan indeks harga yang ada di pasar saham secara keseluruhan (Mayes & Alqahtani, 2015). Maka dari itu IR harus disesuaikan menjadi Adjusted Initial Return (AIR).

$$\text{AIR} = \frac{\text{IR - Perubahan indeks saham saat hari pertama}}{\text{Indeks saham hari pertama.}}$$

b) Status Syariah

Status syariah adalah status saham apakah masuk dalam kategori saham syariah atau bukan. Saham syariah adalah saham yang masuk dalam daftar DES sedangkan saham non-syariah adalah saham yang tidak terdapat dalam DES. Saham syariah akan diberi nilai dummy 1 dan non-syariah akan diberi nilai dummy 0.

c) Total aset perusahaan

Total aset diukur dengan menggunakan net asset perusahaan tersebut pada tahun saat melakukan IPO. Dalam penelitian ini akan digunakan total aset yang dirubah ke dalam bentuk logaritma natural (Ln).

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

d) Jumlah saham yang ditawarkan

Penawaran jumlah saham dinyatakan dalam bentuk berupa lembar saham yang ditawarkan saat IPO dikalikan harga penawaran perdana.

$$\text{Supply Saham} = \text{Jumlah saham beredar} \times \text{harga saham}$$

e) Faktor risiko

Faktor risiko diambil dengan menghitung jumlah faktor risiko yang tertera dalam penerbitan prospektus.

f) Reputasi *underwriter*

Reputasi *underwriter* ditentukan dari ranking *underwriter* yang masuk ke dalam kategori *underwiter* yang paling aktif yaitu dilihat dari nilai total perdagangan (*trading value*) yang dilakukan *underwriter* setiap tahunnya. Jika *underwriter* masuk ke dalam daftar 20 besar yang paling aktif maka diberi angka 1 dan jika tidak maka diberi angka 0(Sardju, 2014).

g) Umur perusahaan

Umur perusahaan menandakan lamanya perusahaan dalam membangun dan mempertahankan bisnisnya. Umur Perusahaan dihitung dari tanggal perusahaan berdiri sampai perusahaan melantai di bursa dalam satuan hari.

$$\text{Umur Perusahaan} = \text{Tanggal IPO} - \text{Tanggal Berdiri.}$$

h) Kondisi pasar

Kondisi pasar terbagi menjadi dua yaitu *bullish* dan *bearish*. Saat kondisi pasar *bullish* maka cenderung terjadi sentimen positif terhadap pasar modal sehingga akan menaikkan harga saham⁹⁹. Kondisi pasar adalah variabel dummy dimana jika perusahaan melakukan IPO saat terjadi kenaikan IHSG maka akan diberi nilai 1 sedangkan jika sedang mengalami penurunan IHSG akan diberi nilai 0.

Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan analisis linear regresi berganda untuk mengetahui pengaruh saham syariah, total aset perusahaan, penawaran saham, faktor risiko, reputasi underwriter dan umur perusahaan terhadap tingkat underpricing IPO. Persamaannya dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$IR = \alpha + \beta_1 \text{StaSya} + \beta_2 \text{TotAse} + \beta_3 \text{SupSah} + \beta_4 \text{Risk} + \beta_5 \text{RepUnder} + \beta_6 \text{UmuPer} + \beta_7 \text{KonPas} + e \dots \dots \dots (1)$$

Dimana:

| | | |
|----------|---|-----------------------|
| IR | = | <i>Initial Return</i> |
| α | = | konstanta |
| StaSya | = | Status Syariah |
| TotAse | = | Total Aset |
| SupSah | = | <i>Supply</i> Saham |
| Risk | = | Risiko Perusahaan |
| RepUnd | = | Reputasi Underwriter |
| UmuPer | = | Umur Perusahaan |
| KonPas | = | Kondisi Pasar |

2. HASIL DAN PEMBAHASAN

2.1 Hasil Analisis Data

Uji deskriptif statistik pada penelitian ini dilakukan dengan mengambil sampel dari 94 perusahaan yang melakukan IPO dan mengalami *underpricing* antara tahun 2011 s.d 2015. Dari 94 IPO tersebut terdapat 46 saham yang masuk kriteria syariah dan 48 tidak masuk kriteria syariah (selanjutnya disebut saham konvensional).

Tabel 1 IPO 2011 Sampai dengan 2015

| Tahun | Jumlah IPO | Syariah | Konvensional |
|-------|------------|---------|--------------|
| 2011 | 17 | 9 | 8 |
| 2012 | 20 | 11 | 9 |

| | | | |
|--------------|-----------|-----------|-----------|
| 2013 | 21 | 10 | 11 |
| 2014 | 20 | 11 | 9 |
| 2015 | 16 | 5 | 11 |
| TOTAL | 94 | 46 | 48 |

Sumber: data diolah peneliti

Pada tabel 2 terlihat bahwa *underpricing* saham syariah secara rata-rata lebih rendah daripada saham konvensional. Rata-rata *underpricing* saham syariah sebesar 23% sedangkan saham konvensional 26%.

Tabel 2 Rata-rata *Underpricing* Saham Syariah vs Konvensional (%)

| Tahun | Syariah | Konvensional |
|------------------|---------------|---------------|
| 2011 | 0,1489 | 0,2223 |
| 2012 | 0,2827 | 0,2774 |
| 2013 | 0,2233 | 0,2611 |
| 2014 | 0,2984 | 0,3020 |
| 2015 | 0,1900 | 0,2536 |
| Rata-rata | 0,2287 | 0,2633 |

Sumber: data diolah peneliti

Pada tabel 3 dapat dilihat statistik deskriptif dari saham syariah dan konvensional. Deviasi standar saham syariah lebih rendah daripada saham konvensional. Hal ini bisa dikatakan bahwa saham konvensional lebih *volatile* dibandingkan dengan saham syariah.

Tabel 3 Statistik Deskripsi Tingkat *Underpricing* (%)

| Tahun | Rata-rata | Deviasi Standar | Median | Minimum | Maksimum | Jumlah |
|--------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|-----------|
| 2011 | 0,1834 | 0,1702 | 0,1118 | 0,0200 | 0,5500 | 17 |
| 2012 | 0,2802 | 0,2252 | 0,2255 | 0,0132 | 0,6952 | 20 |
| 2013 | 0,2431 | 0,2337 | 0,1304 | 0,0108 | 0,6944 | 21 |
| 2014 | 0,3000 | 0,2435 | 0,1706 | 0,0035 | 0,7000 | 20 |
| 2015 | 0,2337 | 0,1958 | 0,1659 | 0,0091 | 0,6522 | 16 |
| Total | 0,2507 | 0,2180 | 0,1464 | 0,0035 | 0,7000 | 94 |

Sumber: data diolah peneliti

Tabel 4 Hasil Uji Regresi Berganda

| Variable | Pediksi | Hasil | | Hipotesis |
|-------------|---------|-----------|-------|-----------|
| | | Koefisien | Sig. | |
| (Constant) | | 0,054 | 0,916 | |
| Syariah | - | -0,008 | 0,867 | Ditolak |
| Jmlh Saham | - | 4.21E-09 | 0,806 | Ditolak |
| Ln(TA) | - | 0,013 | 0,493 | Ditolak |
| Umur Perush | - | -3.31E-03 | 0,497 | Ditolak |
| Rep | - | -0,017 | 0,038 | Diterima |

| | | | | |
|---------------|-------|--------|-------|---------|
| Underwriter | | | | |
| Faktor Risiko | + | -0,005 | 0,005 | Ditolak |
| Kondisi Pasar | + | 0,048 | 0,289 | Ditolak |
| F | | | 0,024 | |
| Adj R Square | 0.099 | | | |

Sumber: data diolah peneliti

Berdasar hasil analisis regresi seperti tertera di atas maka diperoleh persamaan model regresi yaitu:

$IR = 0,054 - 0,008 \text{ Syariah} + 4,213E-12 \text{ Jumlah Saham} + 0,013 \text{ Ln(TA)} - 3,308E-6 \text{ Umur Perusahaan} - 0,017 \text{ Rep. Underwriter} - 0,005 \text{ Faktor Risiko} + 0,048 \text{ Kondisi Pasar}$. Jika dilihat dari nilai *adjusted R square* maka model ini mampu menjelaskan pengaruh variabel independen terhadap dependen sebesar 9%. Sisanya dijelaskan oleh variabel di luar model.

2.2 Pembahasan

a) Pengaruh kesesuaian syariah terhadap *underpricing*

Dari hasil analisis regresi didapat bahwa faktor kesesuaian syariah memiliki nilai signifikansi t sebesar $0,867 > 0,05$, yang artinya faktor kesesuaian syariah tidak signifikan mempengaruhi tingkat *underpricing*. Hal ini memberikan informasi kepada kita bahwa investor di BEI tidak memandang faktor kesesuaian syariah dalam keputusannya untuk menjual sahamnya di pasar penutupan hari pertama saham tersebut melantai di bursa.

Hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Alqahtani dan Mayes di pasar saham Arab Saudi. Alqahtani dan Mayes menemukan bahwa kesesuaian syariah berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*.

b) Pengaruh jumlah saham yang ditawarkan terhadap tingkat *underpricing*

Dari hasil analisis regresi didapat bahwa faktor jumlah saham yang ditawarkan memiliki nilai signifikansi t sebesar $0,806 > 0,05$, yang artinya faktor jumlah saham yang ditawarkan tidak signifikan mempengaruhi tingkat *underpricing*. Hal ini memberikan informasi kepada kita bahwa investor di BEI tidak memandang faktor jumlah saham yang ditawarkan dalam keputusannya untuk menjual sahamnya di pasar penutupan hari pertama untuk mendapatkan capital gain yang menimbulkan *underpricing*.

Hasil ini sama dengan hasil penelitian terdahulu yang mana diemukan bahwa faktor jumlah saham yang ditawarkan tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* (Reside dkk., 1994). Akan tetapi hasil ini berbeda dengan penelitian yang menemukan bahwa faktor jumlah saham yang ditawarkan berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* (Kiymaz, 2000).

c) Pengaruh Total Aset terhadap Tingkat *Underpricing*

Dari hasil analisis regresi didapat bahwa faktor total aset memiliki nilai signifikansi t sebesar $0,493 > 0,05$, yang artinya faktor total aset tidak signifikan mempengaruhi tingkat *underpricing*. Hal ini memberikan informasi kepada kita bahwa investor di BEI tidak memandang faktor besar perusahaan (*firm size*) dalam

keputusannya untuk menjual sahamnya di pasar penutupan hari pertama untuk mendapatkan *capital gain* sehingga menimbulkan *underpricing*.

Hasil ini berbeda dengan hasil penelitian yang menemukan bahwa faktor total aset berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* (Saito & Paulo Maciel, 2006).

d) Pengaruh umur perusahaan terhadap tingkat *underpricing*

Dari hasil analisis regresi didapat bahwa faktor umur perusahaan memiliki nilai signifikansi t sebesar $0,497 > 0,05$, yang artinya faktor umur perusahaan tidak signifikan mempengaruhi tingkat *underpricing*. Hal ini memberikan informasi kepada kita bahwa investor di BEI tidak memandang faktor umur perusahaan dalam keputusannya untuk menjual sahamnya di pasar penutupan hari pertama untuk mendapatkan *capital gain* yang menimbulkan *underpricing*.

Hasil ini berbeda dengan penelitian yang menemukan bahwa faktor umur perusahaan berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* (Reside dkk., 1994).

e) Pengaruh reputasi *underwriter* terhadap tingkat *underpricing*

Berdasar hasil uji parsial reputasi *underwriter* memiliki pengaruh negatif sebesar 0,017. Itu artinya setiap kenaikan reputasi *underwriter* yang dipakai emiten selama menerbitkan saham maka akan terjadi penurunan tingkat *underpricing* sebesar 0,017 atau 1,7%.

Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian yang menyatakan bahwa reputasi *underwriter* signifikan mempengaruhi *underpricing* dan berhubungan negatif terhadap *underpricing* (Gumanti dkk., 2015).

f) Pengaruh faktor risiko terhadap tingkat *underpricing*

Berdasar hasil uji faktor risiko memiliki pengaruh negatif sebesar 0,005. Itu artinya setiap kenaikan faktor risiko yang tertulis di dalam prospektus selama menerbitkan saham maka akan terjadi penurunan tingkat *underpricing* sebesar 0,017 atau 1,7%.

Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian yang menyatakan bahwa faktor risiko signifikan mempengaruhi *underpricing* dan berhubungan negatif terhadap *underpricing* (Gumanti dkk., 2015). Akan tetapi hal ini berlawanan dengan teori. Secara teori semakin banyak risiko maka saham akan semakin *underprice*. Hasil ini berkebalikan dengan hasil yang menyatakan terdapat hubungan positif antara jumlah faktor risiko dengan tingkat *underpricing* antara periode tahun 1990 s.d 2005 (Bakar & Uzaki, 2014; T. A. Gumanti, 2013).

Argumentasi penulis sendiri adalah bahwa semakin banyak faktor risiko yang tertera di dalam prospektus maka bisa jadi itu menunjukkan prinsip kehati-hatian dalam pengelolaan perusahaan. Semakin banyak faktor risiko maka perusahaan akan semakin berhati-hati mengelola risikonya. Kehati-hatian yang dilakukan oleh perusahaan bisa menjadi indikator bagi investor bahwa perusahaan tersebut tidak akan banyak melakukan spekulasi. Dengan harapan tidak banyaknya spekulasi yang akan diambil perusahaan maka investor sendiri merasa lebih nyaman menanamkan dananya di perusahaan tersebut dan memilih untuk tidak menjualnya di pasar perdana untuk mendapat *capital gain*. Akibatnya tingkat *underpricing* saham akan turun.

g) Pengaruh Kondisi Pasar terhadap tingkat *underpricing*

Dari hasil analisis regresi didapat bahwa faktor kondisi pasar memiliki nilai signifikansi t sebesar $0,289 > 0,05$, yang artinya faktor kondisi pasar tidak signifikan mempengaruhi tingkat *underpricing*. Hal ini memberikan informasi kepada kita bahwa investor di BEI tidak memandang kondisi pasar dalam keputusannya untuk menjual sahamnya di pasar penutupan hari pertama untuk mendapatkan capital gain yang menimbulkan *underpricing*. Para investor tidak terpengaruh apakah pasar sedang dalam keadaan bearish atau bullish.

Hasil ini berbeda dengan temuan yang menyatakan bahwa kondisi pasar berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* di pasar saham 6 negara teluk (Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Arab Saudi, UEA) (Al-Hassan dkk., 2007).

3. PENUTUP

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa faktor syariah tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* saham-saham yang *listing* di Bursa Efek Indonesia selama periode 2011 sampai dengan 2015. Hasil ini bisa menjadi landasan untuk mengatakan bahwa investor di Indonesia tidak terlalu memandang faktor syariah dalam menyikapi proses IPO saham-saham di Bursa Efek Indonesia. Investor lebih memandang kepada faktor risiko dan reputasi *underwriter*.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdou, K., & Dicle, M. F. (2007). Do risk factors matter in the IPO valuation? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 15(1), 63–89. <https://doi.org/10.1108/13581980710726796>
- Abdul Rahim, R., & Yong, O. (2010). Initial returns of Malaysian IPOs and Shari'a-compliant status. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 1(1), 60–74. <https://doi.org/10.1108/17590811011033415>
- Al-Hassan, A., Delgado, F., & Omran, M. M. (2007). Ipo Behavior in Gcc Countries: Goody-Two Shoes or Bad-to-The-Bone? Dalam *IMF Working Paper No. 07/149*. Elsevier BV. <https://doi.org/10.2139/SSRN.1007898>
- Alteza, M. (2010). Underpricing Emisi Saham Perdana: Suatu Tinjauan Kritis. *Jurnal Manajemen*, 9(2).
- 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>
- Beatty, R. P. (1989). Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings on JSTOR. *The Accounting Review*, 64(4), 693–709.
- Chastina Yolana, D. M. (2005). VARIABEL-VARIABEL YANG MEMPENGARUHI FENOMENA UNDERPRICING PADA PENAWARAN SAHAM PERDANA DI BEJ TAHUN. *Symposium Nasional Akuntansi VIII*.

- Clarkson, P. M. (1994). THE UNDERPRICING OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS, EX ANTE UNCERTAINTY, AND PROXY SELECTION. *Accounting & Finance*, 34(2), 67–78. <https://doi.org/10.1111/J.1467-629X.1994.TB00270.X>
- Dwi Martani, Ika Leony Sinaga, A. S. (2012). Analysis on Factors Affecting IPO Underpricing and their Effects on Earnings Persistence. *World Review of Business Research*, 2(2).
- Gumanti, T. A., Nurhayati, N., & Maulidia, Y. (2015). Determinants of Underpricing in Indonesian Stock Market. *Journal of Economics, Business and Management*, 3(8), 802–806. <https://doi.org/10.7763/JOEBM.2015.V3.289>
- Hanafi, S. M. (2013). Bukti Empiris Nilai Ekonomik pada Pengumuman Daftar Efek Syariah (DES) di Indonesia. *Jurnal Ilmu Syari'ah dan Hukum*, 47(2), 675–702.
- Islam, Md. A., Ali, R., & Ahmad, Z. (2010). An Empirical Investigation into the Underpricing of Initial Public Offerings in the Chittagong Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 2(4). <https://doi.org/10.5539/IJEF.V2N4P36>
- 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. [https://doi.org/10.1016/S1042-444X\(99\)00027-4](https://doi.org/10.1016/S1042-444X(99)00027-4)
- 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. <https://doi.org/10.1108/JIABR-12-2013-0042>
- Miller, R. E., & Reilly, F. K. (1987). An Examination of Mispricing, Returns, and Uncertainty for Initial Public Offerings. *Financial Management*, 16(2), 33. <https://doi.org/10.2307/3666001>
- Reside, M. A., Robinson, R. M., Prakash, A. J., & Dandapani, K. (1994). A tax-based motive for the underpricing of initial public offerings. *Managerial and Decision Economics*, 15(6), 553–561. <https://doi.org/10.1002/MDE.4090150603>
- Saito, R., & Paulo Maciel, L. (2006). Underpricing of Brazilian IPOs: Empirical Evidence from 1999 to 2005. *Underpricing of Brazilian IPOs: Empirical evidence from 1999 to 2005*.
- Sardju, F. (2014). PENGARUH INFORMASI AKUNTANSI DAN NON AKUNTANSI TERHADAP INTIAL RETURN DAN RETURN SAHAM 30 HARI SETELAH IPO. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Humanika*, 4(1). <https://doi.org/10.23887/JINAH.V4I1.4598>
- Stiglitz, J. E. (2002). Information and the Change in the Paradigm in Economics. *American Economic Review*, 92(3), 460–501. <https://doi.org/10.1257/00028280260136363>
- T. A. Gumanti, S. S. A. M. (2013). Number of risk factors and underpricing: A case of Indonesian initial public offerings. *International Seminar on Business, Management, and Environment: A Comprehensive Study in Asian Economy*.