

Pengaruh Inflasi dan Karakteristik Perusahaan terhadap *Underpricing* IPO: Peran Moderasi Reputasi *Underwriter*

Edi Fahrudin*, Gerianta Wirawan Yasa, Made Gede Wirakusuma, Anak Agung Gde Putu Widanaputra

Department of Accounting, Faculty of Economics and Business, Universitas Udayana, Badung, Indonesia

*Corresponding author's email: df.myob@gmail.com

Article history

Received: Mar. 3, 2026

Revised: Mar. 5, 2026

Accepted: Mar. 11, 2026

Published: Mar. 14, 2026

Abstrak

Studi ini mengkaji dampak faktor makroekonomi dan faktor spesifik perusahaan terhadap *underpricing* IPO di Indonesia, dengan fokus khusus pada inflasi dan peran moderasi reputasi *underwriter*. Berpijak pada teori sinyal (Spence, 1978), penelitian ini menyelidiki apakah inflasi, usia perusahaan, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan likuiditas memengaruhi *underpricing* pada IPO yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020–2023. Studi ini juga menguji apakah reputasi *underwriter* memperkuat atau memperlemah hubungan tersebut. Dengan menggunakan metode kuantitatif dan analisis regresi linier berganda, hasil menunjukkan bahwa inflasi secara signifikan meningkatkan *underpricing*, sementara karakteristik spesifik perusahaan seperti usia, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan likuiditas tidak berpengaruh signifikan. Lebih lanjut, reputasi *underwriter* tidak memoderasi hubungan antara inflasi atau karakteristik perusahaan dan *underpricing*. Temuan ini menunjukkan bahwa mekanisme pensinyalan klasik mungkin memiliki daya penjelasan yang terbatas dalam konteks IPO di Indonesia, di mana perilaku investor kemungkinan besar lebih dibentuk oleh perilaku keuangan, tren industri, dan dinamika pasar jangka pendek. Studi ini menyiratkan perlunya model teoretis yang lebih kontekstual yang mencerminkan karakteristik pasar modal negara berkembang. Secara praktis, penelitian ini menyarankan investor untuk mengevaluasi IPO di luar metrik dasar, mendorong perusahaan penerbit untuk meningkatkan keterbukaan informasi, dan mendesak regulator seperti OJK dan BEI untuk meningkatkan transparansi pasar dan edukasi investor. Penelitian selanjutnya sebaiknya mempertimbangkan variabel alternatif seperti tata kelola perusahaan, sentimen pasar, atau kepercayaan investor untuk lebih menangkap dinamika *underpricing* IPO di Indonesia.

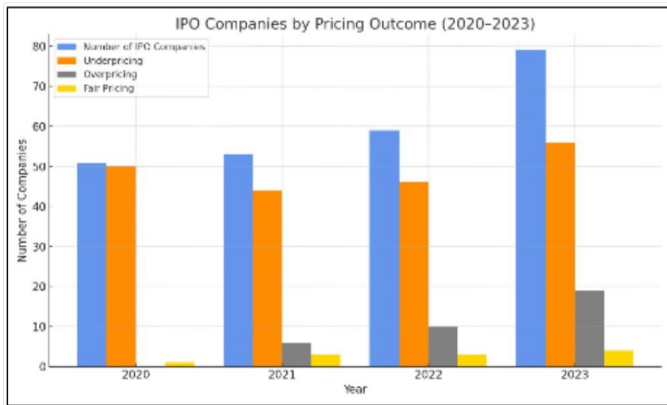
Kata kunci: inflasi; karakteristik perusahaan; reputasi *underwriter*; teori sinyal; *underpricing*

1. Pendahuluan

Dalam upaya mempertahankan operasional dan mendorong ekspansi bisnis, perusahaan harus menentukan strategi pembiayaan yang tepat, disesuaikan dengan kondisi internal dan lingkungan pasar. Salah satu metode pembiayaan eksternal yang layak adalah penawaran umum perdana (IPO), sebuah langkah strategis yang memungkinkan perusahaan mengumpulkan modal substansial dan meningkatkan visibilitas serta valuasinya (Brigham & Houston, 2019). Sebelum IPO, perusahaan menerbitkan prospektus yang merinci kondisi keuangan dan operasional mereka untuk membantu investor

mengevaluasi potensi risiko dan imbal hasil (Ross et al., 2019). Prospektus yang terstruktur dengan baik dapat menarik minat investor, terutama ketika mengomunikasikan prospek masa depan yang kuat dan sejalan dengan tujuan investor.

Keputusan investor dalam IPO dipengaruhi oleh berbagai faktor, termasuk kondisi makroekonomi, karakteristik spesifik perusahaan, dan sinyal pasar seperti reputasi *underwriter* (Ariyani, 2023; Oktananda & Gantjowati, 2023; Park & Patel, 2015). Fenomena umum dalam IPO adalah *underpricing*, yaitu harga penawaran yang ditetapkan lebih rendah dari harga pasar pada hari



Gambar 1. Perusahaan IPO pada tahun 2020–2023

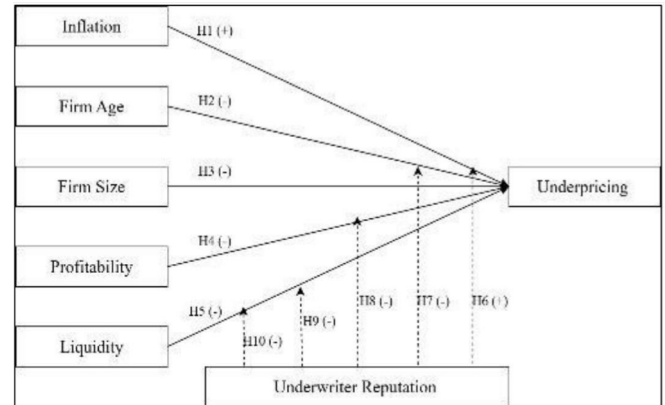
perdagangan pertama. Hal ini telah menjadi pola yang berulang di pasar modal Indonesia (lihat Gambar 1).

Dari tahun 2020 hingga 2023, Bursa Efek Indonesia (BEI) mencatat 242 IPO, di mana 196 (81%) mengalami *underpricing*, dengan tingkat *underpricing* tahunan secara konsisten melebihi 70%.

Para ahli berpendapat bahwa *underpricing* terutama disebabkan oleh asimetri informasi antara penerbit dan investor (Beatty & Ritter, 1986; Ritter, 2021; Rock, 1986), di mana investor yang kurang terinformasi menuntut harga yang lebih rendah untuk mengimbangi potensi kerugian informasi. Menurut Ariyani (2023), tingkat asimetri informasi yang tinggi meningkatkan kemungkinan *underpricing* sebagai bentuk kompensasi. Mendukung pandangan ini, Park dan Patel (2015) menemukan bahwa ambiguitas dalam prospektus IPO cenderung memperkuat *underpricing*, meskipun sinyal tepercaya seperti keterlibatan investor institusional dan reputasi *underwriter* dapat mengurangi efek ini.

Untuk lebih memahami fenomena ini, para peneliti telah mengategorikan determinan *underpricing* menjadi faktor internal dan eksternal (Welch, 1996). Faktor internal meliputi karakteristik perusahaan yang dapat diamati seperti ukuran perusahaan, usia, profitabilitas, dan likuiditas (Anggraini & Trisnainingsih, 2021; Wicaksono & Suryandari, 2022). Perusahaan yang lebih besar dianggap kurang berisiko dan lebih bereputasi, yang sering kali dikaitkan dengan *underpricing* yang lebih rendah. Perusahaan yang lebih tua menyediakan lebih banyak data historis, sehingga mengurangi ketidakpastian dan skeptisisme investor. Perusahaan yang sangat menguntungkan dianggap stabil secara finansial, mengirimkan sinyal positif yang kuat kepada investor (Dewi & Wirama, 2024; Kasmir, 2017; Kurnianingsih & Pahlevi, 2024; Nurazizah & Majidah, 2019). Namun, temuan empiris masih beragam. Beberapa penelitian melaporkan tidak ada pengaruh signifikan dari ukuran perusahaan, usia, atau profitabilitas terhadap *underpricing* (Fadila & Utami, 2020; Lubis, 2024; Mulyani, 2021), sementara yang lain menunjukkan korelasi negatif yang kuat (Kurnia, 2022; Nuryasinta, 2017; Solida et al., 2020).

Likuiditas, yang mencerminkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek, merupakan faktor internal penting lainnya. Anggraini dan Trisnainingsih (2021) berpendapat bahwa likuiditas yang tinggi mengurangi risiko yang dirasakan dan dengan demikian menurunkan *underpricing*. Sebaliknya, Cahyani



Gambar 2. Model penelitian

(2024) dan peneliti lainnya berpendapat bahwa likuiditas tidak berdampak signifikan terhadap keputusan penetapan harga IPO (Isyuardhana & Febryan, 2022; Kusumawati & Fitriyani, 2020; Saputri & Marsoem, 2020).

Faktor eksternal, terutama inflasi, juga berperan signifikan dalam membentuk hasil IPO. Inflasi meningkatkan ketidakpastian makroekonomi, menurunkan daya beli, dan dapat mengurangi minat pasar terhadap penawaran saham baru (Mutmainnah, 2024; Thoriq et al., 2018). Beberapa peneliti menemukan bahwa inflasi yang lebih tinggi berkorelasi dengan *underpricing* yang lebih tinggi (Putri, 2022; Thoriq et al., 2018), sementara yang lain menolak hubungan ini, menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan (Amalia & Arisnawati, 2021; Sulistiawati et al., 2021; Vivianti, 2021; Yandes, 2024).

Mengingat inkonsistensi temuan sebelumnya, studi terbaru telah mengkaji peran moderasi reputasi *underwriter*. Berdasarkan teori sinyal Spence (1978) dan teori informasi asimetris Akerlof (1978), *underwriter* yang kredibel dapat memberikan sinyal positif bagi pasar dan mengurangi ketidakpastian investor (Yasa, 2008). Penelitian empiris mendukung gagasan ini, menunjukkan bahwa *underwriter* yang bereputasi baik berkaitan dengan tingkat *underpricing* yang lebih rendah (Gunawan & Gunarsih, 2021; Pelawi & Pelawi, 2023; Rafieldy & Yusrialis, 2023; Tran & Jeon, 2011).

Meskipun penelitian tentang *underpricing* IPO telah banyak dilakukan, inkonsistensi dalam temuannya masih memerlukan investigasi lebih lanjut. Studi ini berupaya mengisi kesenjangan ini dengan mengkaji pengaruh inflasi dan karakteristik perusahaan (usia perusahaan, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan likuiditas) terhadap *underpricing* IPO di Indonesia, sambil menilai efek moderasi dari reputasi *underwriter*. Dengan mengintegrasikan variabel internal dan eksternal ke dalam model terpadu, penelitian ini menawarkan pemahaman yang lebih komprehensif tentang fenomena *underpricing* yang persisten di pasar negara berkembang. Model penelitian yang diusulkan diilustrasikan pada Gambar 2.

2. Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

2.1. Teori Sinyal

Teori sinyal, yang diperkenalkan oleh Spence (1978), menjelaskan bagaimana perusahaan mengurangi asimetri informasi antara manajer dan pemangku kepentingan eksternal dengan mengirimkan sinyal yang kre-

dibel, seperti laporan keuangan atau pengungkapan strategis. Dalam konteks IPO, sinyal-sinyal ini membantu investor mengevaluasi kualitas perusahaan dan mengurangi ketidakpastian (Febriyan & Kalao, 2023; Sayidah & Adiraya, 2020). *Underpricing* dapat berfungsi sebagai sinyal kualitas perusahaan, terutama selama periode ketidakpastian tinggi seperti pandemi COVID-19 (Sayidah & Adiraya, 2020). Perusahaan dengan fundamental yang kuat lebih bersedia menanggung biaya sinyalisasi, sementara perusahaan yang lebih lemah sering kali menahan diri (Febriyan & Kalao, 2023). Prospektus, yang berisi data keuangan dan non-keuangan utama, berfungsi sebagai sinyal sentral selama IPO (Adi, 2020; Jayanarendra & Wiagustini, 2019).

Peran manajemen sangat penting dalam menyampaikan sinyal, karena mereka mengendalikan informasi penting mengenai kinerja dan prospek perusahaan (Wahyudi & Ishak, 2024). Pengungkapan yang akurat dan tepat waktu membantu membentuk persepsi investor dan meningkatkan respons pasar, seperti pergerakan harga pasca-IPO (Wirawan & Putri, 2022; Wulanningsih & Agustin, 2020). Perilaku investor, termasuk strategi "tunggu dan lihat", sering kali mencerminkan kehati-hatian dalam menanggapi sinyal yang tidak jelas (Sari, 2022). Secara keseluruhan, teori sinyal menyoroti bagaimana pengungkapan sukarela membangun kepercayaan investor dan mengurangi kemungkinan seleksi yang merugikan dalam penetapan harga IPO (Akerlof, 1978; Spence, 1978).

2.2. *Underpricing*

Underpricing saham IPO terjadi ketika harga penawaran lebih rendah daripada harga pasar saham pada hari perdagangan pertama, sehingga menghasilkan imbal hasil awal yang tinggi bagi investor awal (Loughran & Ritter, 2004). Fenomena ini umum terjadi di pasar maju maupun pasar berkembang dan tetap menjadi fokus utama dalam studi pasar modal (Ritter, 2021). Harga yang terlalu rendah menguntungkan investor tetapi mengurangi modal yang dihimpun oleh perusahaan penerbit, sementara harga yang terlalu tinggi merugikan investor karena imbal hasil yang terbatas (Maya, 2013). Selisih positif antara harga IPO dan harga pasar dikenal sebagai imbal hasil awal, yang mewakili keuntungan investor. Maya (2013) mendefinisikannya sebagai perbedaan antara membeli di pasar primer dan menjual di pasar sekunder.

Ljungqvist (2004) menyatakan, "*underpricing* diperkirakan sebagai persentase perbedaan antara harga saham IPO yang dijual kepada investor (harga penawaran) dan harga saham yang kemudian diperdagangkan di pasar." Pada akhirnya, *underpricing* mencerminkan *trade-off* antara menarik investor dan memaksimalkan keuntungan bagi perusahaan.

2.3. Inflasi

Inflasi didefinisikan sebagai peningkatan harga barang dan jasa yang berkelanjutan dan umum selama periode waktu tertentu (Bank Indonesia, 2020). Hal ini mencerminkan penurunan daya beli riil uang, yang memengaruhi stabilitas makroekonomi dan keputusan investasi individu (Aji & Mukri, 2020). Selama periode inflasi, kepercayaan investor terhadap pasar modal cende-

rung menurun, karena banyak investor menunda keputusan investasi mereka karena kekhawatiran akan berkurangnya imbal hasil (Manurung & Manurung, 2019; Putri, 2022). Dalam konteks IPO, lingkungan makroekonomi ini berkontribusi pada terjadinya *underpricing*. Inflasi yang tinggi meningkatkan ketidakpastian, yang mendorong para *underwriter* dan perusahaan penerbit untuk mengurangi harga penawaran saham guna menarik investor yang menghindari risiko dan memastikan penawaran umum yang sukses (Nurazizah & Majidah, 2019). Strategi ini sering kali menghasilkan selisih yang lebih besar antara harga penawaran dan harga perdagangan hari pertama saham, yang bermanifestasi sebagai pengembalian awal yang lebih tinggi bagi investor, suatu hasil yang biasa disebut sebagai *underpricing* (Saputra & Suaryana, 2016; Thoriq et al., 2018).

Hubungan ini juga didukung oleh teori sinyal (Spence, 1978), yang menyatakan bahwa perusahaan dalam situasi asimetri informasi menggunakan strategi penetapan harga untuk mengirimkan sinyal ke pasar. Dalam periode inflasi tinggi, menawarkan saham IPO dengan harga lebih rendah dapat bertindak sebagai sinyal untuk menyampaikan nilai perusahaan dan mengurangi keraguan investor. Dengan demikian, perusahaan bertujuan untuk mempertahankan partisipasi pasar dan memitigasi risiko *undersubscription*. Berbagai studi empiris memperkuat pandangan ini. Penelitian oleh Putri dan Isyuardhana (2022), Maygista et al. (2020), Harfadillah et al. (2020), dan Nurazizah dan Majidah (2019), semuanya melaporkan hubungan positif yang signifikan antara inflasi dan *underpricing* IPO. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan cenderung merespons ketidakstabilan makroekonomi dengan menetapkan harga saham secara konservatif untuk mengimbangi penurunan permintaan investor dan risiko yang dirasakan. Berdasarkan bukti teoretis dan empiris, hipotesis berikut diajukan:

H1: Inflasi memiliki efek positif terhadap underpricing saham IPO.

2.4. Usia Perusahaan

Usia perusahaan mencerminkan pengalaman operasional dan stabilitas perusahaan dan sering digunakan sebagai proksi kredibilitas dan reputasi (Brigham & Houston, 2019). Perusahaan yang lebih tua umumnya dianggap lebih andal, dengan struktur organisasi yang lebih kuat dan manajemen risiko yang lebih baik. Dalam konteks IPO, usia perusahaan biasanya diukur sebagai jumlah tahun antara pendirian perusahaan dan tahun IPO-nya. Menurut teori sinyal (Spence, 1978; Welch, 1996), perusahaan yang lebih tua dapat mengurangi asimetri informasi dengan memberikan sinyal kredibilitas dan rekam jejak mereka kepada investor. Hal ini menurunkan persepsi risiko investor dan mengurangi kebutuhan perusahaan untuk menetapkan harga IPO di bawah nilai pasar (Sulistiawati et al., 2021).

Studi empiris secara konsisten mengonfirmasi hubungan negatif antara usia perusahaan dan *underpricing* saham IPO. Perusahaan yang lebih tua cenderung mengalami *underpricing* yang lebih rendah karena reputasi yang lebih kuat, kepercayaan pasar, dan pengungkapan keuangan yang lebih transparan (Rahmawati et al.,

2024). Sebaliknya, perusahaan yang lebih muda, karena keterbatasan informasi publik dan riwayat operasional, menghadapi *underpricing* yang lebih tinggi. Oleh karena itu, didukung oleh penalaran teoretis dan temuan empiris, hipotesis berikut diajukan:

H2: Usia perusahaan memiliki efek negatif terhadap underpricing saham IPO.

2.5. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan indikator penting kapasitas operasional, stabilitas, dan kredibilitas pasar perusahaan. Ukuran perusahaan umumnya diproksikan dengan total aset, yang mencerminkan skala dan kematangan bisnis (Brigham & Houston, 2019). Untuk konsistensi penelitian, studi ini memproksikan ukuran perusahaan menggunakan logaritma natural dari total aset, sebuah indikator umum dan stabil yang membantu menormalkan distribusi data di seluruh perusahaan dengan skala yang bervariasi. Perusahaan yang lebih besar umumnya dianggap lebih stabil, dengan struktur keuangan yang mapan, akses yang lebih luas ke modal, dan transparansi informasi yang lebih baik. Dalam konteks IPO, ukuran perusahaan memainkan peran kunci dalam teori pensinyalan (Spence, 1978), di mana perusahaan bertujuan untuk mengurangi asimetri informasi dengan mengirimkan sinyal yang kredibel kepada investor. Perusahaan besar mengirimkan sinyal positif melalui rekam jejaknya, pengungkapan keuangan yang luas, dan reputasi yang kuat (Welch, 1996). Hal ini meminimalkan risiko yang dirasakan, sehingga mengurangi kebutuhan akan *underpricing* yang signifikan. Sebaliknya, perusahaan yang lebih kecil, yang tidak memiliki kinerja dan pengakuan historis, menghadapi ketidakpastian yang lebih tinggi, yang menyebabkan investor menuntut diskon harga yang lebih besar (Certo et al., 2001).

Studi empiris secara konsisten menunjukkan hubungan negatif antara ukuran perusahaan dan *underpricing* IPO. Perusahaan yang lebih besar cenderung mengalami *underpricing* yang lebih rendah karena kredibilitas dan transparansi mereka. Dukungan lebih lanjut datang dari Hadi (2019), Saron (2017), dan Kurnia (2022), yang menemukan bahwa perusahaan yang matang dengan kehadiran pasar yang lebih kuat dan akses informasi publik yang lebih baik cenderung tidak menawarkan saham di bawah nilai intrinsiknya. Oleh karena itu, berdasarkan teori sinyal dan temuan sebelumnya, studi ini mengajukan hipotesis berikut:

H3: Ukuran perusahaan memiliki efek negatif terhadap underpricing saham IPO.

2.6. Profitabilitas

Profitabilitas mencerminkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari operasinya dan merupakan indikator utama efisiensi dan kesehatan keuangan (Brigham & Houston, 2019; Kasmir, 2017). Profitabilitas yang tinggi menandakan kinerja yang kuat dan potensi pertumbuhan di masa depan, sehingga membuat perusahaan lebih menarik saat IPO. Dalam studi ini, profitabilitas diproksikan dengan *return on assets* (ROA), karena memberikan gambaran komprehensif tentang seberapa efektif perusahaan memanfaatkan total asetnya untuk

menghasilkan laba (Kasmir, 2017), dan kurang dipengaruhi oleh struktur modal dibandingkan ROE.

Menurut teori sinyal (Spence, 1978; Welch, 1996), perusahaan menggunakan indikator yang dapat diamati seperti profitabilitas untuk mengurangi asimetri informasi dengan investor. ROA yang tinggi berfungsi sebagai sinyal positif kekuatan operasional dan risiko rendah, membantu membangun kepercayaan investor dan mengurangi kebutuhan *underpricing* pada tahap IPO. Perusahaan dengan profitabilitas yang kuat dianggap lebih kredibel dan transparan, sehingga memungkinkan mereka untuk menetapkan harga saham mendekati nilai intrinsik. Bukti empiris mendukung pandangan ini. Studi oleh Nurazizah dan Majidah (2019), Haska et al. (2017), Sari (2022), dan Dewi dan Wirama (2024) menunjukkan bahwa profitabilitas yang lebih tinggi berkaitan dengan *underpricing* IPO yang lebih rendah. Mereka menemukan bahwa perusahaan dengan ROA yang tinggi menarik kepercayaan investor yang lebih besar sehingga menghadapi tekanan yang lebih rendah untuk menawarkan saham dengan harga diskon. Sejalan dengan teori sinyal dan temuan empiris sebelumnya, hipotesis berikut diajukan:

H4: Profitabilitas memiliki efek negatif terhadap underpricing saham IPO.

2.7. Likuiditas

Likuiditas mencerminkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya, yang sering dipandang sebagai indikator stabilitas operasional dan kesehatan keuangan (Brigham & Houston, 2019; Kasmir, 2017). Tingkat likuiditas yang lebih tinggi, yang umumnya diproksikan dengan rasio lancar (CR), menunjukkan pengelolaan kas yang lebih kuat dan risiko insolvensi jangka pendek yang lebih rendah. Oleh karena itu, studi ini menggunakan CR sebagai proksi likuiditas, dengan asumsi bahwa perusahaan dengan CR yang lebih tinggi berada pada posisi yang lebih baik untuk memenuhi kewajiban jangka pendek tanpa tekanan keuangan. Menurut teori sinyal (Spence, 1978; Welch, 1996), perusahaan dengan likuiditas tinggi memberikan sinyal kesehatan keuangan yang positif dan kredibel, sehingga mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan calon investor.

Peningkatan transparansi dan kepercayaan ini dapat mengurangi risiko investasi yang dirasakan dan akibatnya menurunkan tingkat *underpricing* IPO. Sebaliknya, perusahaan dengan likuiditas rendah dapat menimbulkan kekhawatiran investor, mendorong mereka untuk menuntut diskon harga yang lebih tinggi. Studi empiris secara konsisten mendukung hubungan negatif ini dan menemukan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi membantu menurunkan *underpricing* dengan meningkatkan kepercayaan investor. Lukman (2023) dan Dewi dan Wirama (2024), mengamati bahwa perusahaan dengan likuiditas yang lebih kuat cenderung memberi harga saham IPO mereka mendekati nilai intrinsik, sehingga mengurangi kebutuhan akan diskon yang berlebihan.

H5: Likuiditas memiliki efek negatif terhadap underpricing saham IPO.

2.8. Reputasi Underwriter

Reputasi *underwriter* memainkan peran penting dalam IPO sebagai sinyal kualitas dan kredibilitas penawaran. Menurut Cooley et al. (1975), penjamin emisi yang bereputasi baik memberikan penanganan profesional, mengurangi risiko yang dirasakan, dan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan penerbit. Di Indonesia, penjamin emisi didefinisikan oleh Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, Pasal 1 ayat 5, mendefinisikan penjamin emisi (*underwriter*) sebagai “pihak yang membuat kontrak dengan penerbit untuk melaksanakan penawaran umum atas nama penerbit, dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual.” Reputasi mereka sering diproksikan oleh peringkat mereka dalam “Rumah Pialang Paling Aktif berdasarkan Total Nilai Perdagangan” dari BEI. Mengikuti Carter dan Manaster (1990) dan Kusumawati dan Fitriyani (2020), studi ini menetapkan nilai *dummy* 1 untuk 10 *underwriter* teratas dan 0 sebaliknya.

Berdasarkan teori sinyal (Spence, 1978; Welch, 1989), *underwriter* yang bereputasi baik membantu mengurangi asimetri informasi dengan menandakan kredibilitas dan kesehatan perusahaan penerbit. Studi empiris oleh Rachmawati dan Siregar (2021) menunjukkan hubungan negatif yang signifikan antara reputasi *underwriter* dan *underpricing* saham IPO, yang menunjukkan bahwa *underwriter* yang tepercaya mengurangi ketidakpastian pasar dan kebutuhan akan diskon harga yang besar. Lebih lanjut, kredibilitas ini memungkinkan *underwriter* untuk memoderasi pengaruh berbagai faktor spesifik perusahaan dan makroekonomi terhadap *underpricing* saham IPO. *Underwriter* yang bereputasi baik dapat memperkuat sinyal positif (misalnya, ukuran perusahaan besar, profitabilitas tinggi, likuiditas kuat) dan meredam sinyal negatif (misalnya, inflasi, riwayat operasional yang singkat), memperkuat kepercayaan investor, dan mengurangi persepsi risiko. Oleh karena itu, hipotesis moderasi berikut diajukan:

H6: Reputasi penjamin emisi melemahkan efek positif inflasi terhadap *underpricing* saham IPO.

H7: Reputasi penjamin emisi memperkuat efek negatif usia perusahaan terhadap *underpricing* saham IPO.

H8: Reputasi penjamin emisi memperkuat efek negatif ukuran perusahaan terhadap *underpricing* saham IPO.

H9: Reputasi penjamin emisi memperkuat efek negatif profitabilitas terhadap *underpricing* saham IPO.

H10: Reputasi penjamin emisi memperkuat efek negatif likuiditas terhadap *underpricing* saham IPO.

3. Metodologi

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif untuk menguji pengaruh inflasi dan karakteristik spesifik perusahaan, termasuk usia perusahaan, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan likuiditas terhadap *underpricing* saham IPO, dengan reputasi *underwriter* sebagai variabel moderasi. Penelitian ini berfokus pada 196 perusahaan yang terdaftar di BEI yang melakukan IPO antara tahun 2020 dan 2023. Perusahaan-perusahaan ini dipilih dari total populasi 242 perusahaan menggunakan *purposive*

sampling berdasarkan kriteria berikut: (1) perusahaan melakukan IPO selama tahun 2020–2023, (2) menyampaikan prospektus dan laporan keuangan lengkap, dan (3) mengalami *underpricing* pada hari pertama perdagangan.

Underpricing diukur sebagai imbal hasil awal, yang didefinisikan sebagai persentase perbedaan antara harga penawaran dan harga penutupan hari pertama (Siev & Qadan, 2022). Inflasi diproksikan oleh tingkat inflasi bulanan sebelum IPO, umur perusahaan adalah perbedaan antara tahun IPO dan tahun pendirian (Meilinda & Sun, 2022), ukuran perusahaan oleh logaritma natural dari total aset (Abbas & Rizwan, 2022), profitabilitas oleh pengembalian aset atau ROA (Kasmir, 2017), dan likuiditas oleh rasio lancar. Reputasi *underwriter* diperlakukan sebagai variabel *dummy*, di mana *underwriter* yang berada dalam peringkat sepuluh besar BEI diberi nilai satu (Carter & Manaster, 1990; Kusumawati & Fitriyani, 2020). Penelitian ini menggunakan data sekunder yang bersumber dari prospektus perusahaan, laporan keuangan, dan indikator makroekonomi. Analisis data melibatkan statistik deskriptif, uji asumsi klasik (normalitas, multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas), regresi linier berganda, dan analisis regresi termoderasi (MRA), semuanya dilakukan menggunakan perangkat lunak EViews 12.

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. Deskripsi Populasi dan Sampel

Dari populasi awal 242 perusahaan yang melakukan IPO di BEI antara tahun 2020 dan 2023, studi ini mengecualikan 35 perusahaan yang mengalami *overpricing*, yaitu harga penutupan hari pertama lebih rendah daripada harga penawaran, dan 11 perusahaan yang harga sahamnya tetap stagnan (tidak berubah) pada hari perdagangan pertama. Setelah pengecualian ini, sampel akhir terdiri dari 196 perusahaan yang mengalami *underpricing*, yaitu harga penutupan hari pertama yang lebih tinggi daripada harga IPO. Sampel ini konsisten dengan tujuan studi untuk menganalisis determinan *underpricing* saham IPO, sebagaimana disajikan pada Tabel 1.

4.2. Deskripsi Data Hasil Penelitian

Tabel 2 menyajikan statistik deskriptif untuk 196 perusahaan IPO yang terdaftar di BEI dari tahun 2020 hingga 2023 yang mengungkapkan wawasan utama tentang variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Pengembalian awal (IR), yang mewakili *underpricing* IPO,

Tabel 1. Kriteria pemilihan sampel perusahaan IPO yang terdaftar di BEI (2020–2023)

No	Uraian Kriteria	Jumlah Sampel Penelitian
1	Jumlah populasi	242
2	Perusahaan yang mengalami <i>overpricing</i> saham pada hari pertama perdagangan	(35)
3	Perusahaan yang mengalami stagnan harga saham pada hari pertama perdagangan	(11)
4	Jumlah sampel yang digunakan adalah perusahaan yang mengalami <i>underpricing</i> saham	196

Tabel 2. Statistik deskriptif

Variabel	N	Min.	Maks.	Mean	St.dev.
IR	196	0,02	0,7	0,273354	0,153
IF	196	-0,0005	0,0095	0,002752	0,002
SZ	196	0,00199	32,163	0,515464	2,541
ROA	196	-0,65	2,22	0,056384	0,187
CR	196	0,07	36,1	2,743150	4,34
UN	196	0	1	0,188776	0,392

Tabel 3. Hasil uji multikolinearitas

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
IF	51,41895	5,793451	2,141337
AG	1,35E-06	5,335489	1,833117
SZ	0,000134	8,383441	8,050511
ROA	0,025892	9,188660	8,416430
CR	1,08E-05	2,670114	1,906232
IF_UN	1971,862	6,644258	4,743936
AG_UN	6,07E-05	5,034343	3,634850
SZ_UN	0,010442	8,364675	8,090933
ROA_UN	0,860601	8,977381	8,645921
CR_UN	0,000501	2,699147	2,343798
Constant	0,001036	9,716228	NA

berkisar antara 2% hingga 70%, dengan rata-rata 27,34%, yang menunjukkan kenaikan harga hari pertama yang signifikan untuk banyak IPO. Tingkat inflasi (IF) pada bulan sebelum setiap IPO rata-rata 0,275%, menunjukkan lingkungan ekonomi makro yang relatif stabil. Usia perusahaan (AG) sangat bervariasi dari 2 hingga 64 tahun, dengan rata-rata 16,63 tahun, yang menunjukkan partisipasi dari perusahaan baru dan mapan. Ukuran perusahaan (SZ), diukur dengan logaritma natural dari total aset, memiliki rata-rata 0,515, dengan variasi yang signifikan di antara perusahaan. Profitabilitas (ROA) berkisar antara -65% hingga 222%, dengan rata-rata 5,64%, menunjukkan bahwa beberapa perusahaan sangat menguntungkan sementara yang lain mengalami kerugian. Likuiditas (CR), yang diukur dengan rasio lancar, rata-rata 2,74, dengan nilai berkisar hingga 36,1, yang mencerminkan perbedaan kekuatan keuangan jangka pendek.

Terakhir, variabel reputasi *underwriter* (UN), yang diberi kode 1 untuk 10 penjamin emisi teratas dan 0 untuk yang lainnya, memiliki rata-rata 0,1888, yang berarti hanya sekitar 19% IPO yang ditangani oleh *underwriter* bereputasi tinggi.

4.3. Uji Normalitas

Uji normalitas dalam penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah residual dari model regresi terdistribusi normal, karena hal ini merupakan asumsi kunci untuk validitas pengujian hipotesis dan estimasi parameter yang akurat (Gujarati, 2009). Uji Jarque-Bera yang dilakukan untuk menguji normalitas dengan menggunakan EViews menghasilkan statistik sebesar 0,573 dengan nilai probabilitas 0,751—jauh di atas tingkat signifikansi 0,05. Hasil ini menunjukkan tidak adanya deviasi signifikan dari normalitas, yang menunjukkan bahwa residual memenuhi asumsi distribusi normal (Ghozali, 2018).

4.4. Uji Autokorelasi

Statistik Durbin-Watson (DW) adalah 1,971, yang digunakan untuk mendeteksi keberadaan autokorelasi dalam residual suatu model regresi. Menurut Ghozali (2018), jika nilai DW berada di antara batas atas (du) dan (4du), tidak terdapat autokorelasi. Dalam penelitian ini, nilai DW sebesar 1,971 sama dengan batas atas yang diestimasi (du = 1,971), sehingga memenuhi syarat ambang batas. Oleh karena itu, tidak terdapat bukti autokorelasi positif maupun negatif dalam residual, yang menunjukkan bahwa model regresi memenuhi asumsi independensi residual. Hasil ini mendukung reliabilitas estimasi regresi yang digunakan dalam analisis selanjutnya.

4.5. Uji Multikolinearitas

Hasil uji multikolinearitas seperti yang ditunjukkan pada Tabel 3. menunjukkan bahwa semua variabel independen dalam model regresi mempunyai nilai variance inflation factor (VIF) yang berpusat di bawah ambang batas kritis 10, yang menunjukkan tidak ada masalah yang serius. Masalah multikolinearitas (Ghozali, 2018). VIF tertinggi ditemukan pada ROA_UN (8,65), ROA (8,42), SZ_UN (8,09), dan SZ (8,05), yang meskipun relatif tinggi, tetap berada dalam rentang yang dapat diterima dan tidak mengurangi reliabilitas model. Variabel lain seperti IF, AG, CR, dan suku interaksinya masing-masing (IF_UN, AG_UN, CR_UN) menunjukkan VIF antara sekitar 1,8 dan 4,7, yang semakin memperkuat tidak adanya korelasi yang bermasalah. Temuan ini menegaskan bahwa hubungan antar variabel independen berada dalam batas yang dapat diterima dan tidak secara signifikan memengaruhi akurasi estimasi koefisien, sehingga memvalidasi model regresi untuk analisis lebih lanjut.

4.6. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan menggunakan metode Glejser untuk menentukan apakah varians residual dalam model regresi konstan (homoskedastik) atau bervariasi (heteroskedastik). Menurut Ghozali (2018), jika nilai *p* lebih besar dari 0,05, tidak terjadi heteroskedastik. Hasil uji menunjukkan *F*-statistik = 0,6358 (*p* = 0,7965), *Obs*R*-kuadrat = 7,1800 (*p* = 0,7843), dan Scaled Explained SS = 12,2602 (*p* = 0,3444). Karena semua nilai *p* melebihi 0,05, dapat disimpulkan bahwa model tidak mengalami heteroskedastik, dan residual memiliki varians konstan.

4.7. Uji Kelayakan Model (Uji F)

Uji kelayakan model (uji *F*) dilakukan untuk menilai kesesuaian model regresi linier dan MRA yang digunakan dalam penelitian ini secara statistik. Nilai *F*-statistik adalah 3,2748 dengan nilai *p* = 0,0004. Karena nilai *p* kurang dari 0,05, model tersebut dianggap layak digunakan. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen, moderator, dan interaksinya dengan UN secara kolektif menjelaskan variasi *underpricing* IPO di BEI selama periode 2020–2023.

4.8. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Nilai R^2 sebesar 0,165227 menunjukkan bahwa sekitar 16,52% variasi *underpricing* IPO dijelaskan oleh model. Sementara itu, nilai R^2 yang disesuaikan sebesar 0,114773 menunjukkan bahwa setelah disesuaikan dengan jumlah prediktor, hanya sekitar 11,48% variasi yang diperhitungkan.

Tabel 4. Hasil analisis regresi moderasi

Variable	Coefficient	t-statistics	Prob.
IF	19,95900	2,783410	0,0059
AG	0,001531	1,317942	0,1892
SZ	-0,003247	-0,280920	0,7791
ROA	0,107299	0,666824	0,5057
CR	0,002430	0,738775	0,4610
IF_UN	-63,34212	-1,426443	0,1555
AG_UN	-0,007817	-1,003410	0,3170
SZ_UN	-0,035666	-0,349023	0,7275
ROA_UN	-0,145570	-0,156917	0,8755
CR_UN	0,030665	-1,370478	0,1722

kan. Hasil ini menunjukkan bahwa model memiliki daya penjelas yang terbatas, dengan sekitar 83,48% variasi berpotensi dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam analisis.

4.9. Hasil Pengujian Hipotesis

Penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda untuk menguji pengaruh beberapa variabel terhadap *underpricing* IPO (IR) dan menggunakan pendekatan MRA untuk menilai apakah reputasi *underwriter* memoderasi hubungan tersebut. Di antara variabel independen, hanya IF yang menunjukkan pengaruh signifikan secara statistik terhadap *underpricing*, dengan nilai $p = 0,0059$ ($< 0,05$), lihat Tabel 4. Koefisien positif sebesar 19,959 menunjukkan bahwa peningkatan inflasi sebesar satu unit berhubungan dengan peningkatan IR sebesar 19,96 unit, dengan asumsi variabel lain konstan. Variabel lain (AG, SZ, ROA, CR) tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Lebih jauh lagi, interaksi yang diuji menggunakan MRA menghasilkan nilai p lebih besar dari 0,05, yang menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* tidak secara signifikan memoderasi hubungan antara variabel independen dan harga rendah IPO.

4.9.1. Pengaruh Inflasi terhadap *Underpricing* IPO

Studi ini menemukan bahwa inflasi memiliki efek positif yang signifikan terhadap *underpricing* IPO, dengan nilai $p = 0,0059$ ($< 0,05$) dan koefisien regresi sebesar 19,959. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat inflasi yang lebih tinggi yang mengindikasikan meningkatnya ketidakpastian ekonomi, menurunnya daya beli, dan kekhawatiran investor tentang nilai riil pengembalian mendorong perusahaan untuk menetapkan harga IPO di bawah nilai wajarnya untuk menarik investor. Strategi ini bertujuan untuk memastikan penyerapan pasar saham bahkan dalam kondisi makroekonomi yang tidak menguntungkan. Temuan ini sejalan dengan teori sinyal (Spence, 1978), yang menyatakan bahwa perusahaan menggunakan *underpricing* sebagai sinyal positif untuk mengurangi risiko investasi yang dirasakan. Hasil ini konsisten dengan studi sebelumnya oleh Putri (2022), Thoriq et al. (2018), dan Manurung dan Manurung (2019), yang juga menemukan bahwa inflasi mendorong perusahaan menawarkan diskon harga IPO karena berkurangnya permintaan investor dan dilihat sebagai sinyal risiko yang mendorong strategi penetapan harga konservatif oleh para penjamin emisi.

4.9.2. Pengaruh Usia Perusahaan terhadap *Underpricing* IPO

Analisis regresi menunjukkan bahwa usia perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* IPO, dengan nilai p sebesar 0,1892 ($> 0,05$) dan koefisien regresi sebesar 0,001531. Menurut teori sinyal (Spence, 1978), perusahaan yang lebih tua diharapkan menyampaikan sinyal stabilitas dan kredibilitas yang lebih kuat, sehingga berpotensi mengurangi persepsi risiko investor dan tingkat *underpricing*. Namun, temuan empiris dari studi ini menunjukkan bahwa investor tidak memprioritaskan umur perusahaan sebagai faktor kunci dalam keputusan IPO. Sebaliknya, mereka mungkin lebih fokus pada indikator berorientasi masa depan seperti potensi pertumbuhan, inovasi, dan prospek pasar. Hal ini sejalan dengan gagasan bahwa investor IPO sering mencari keuntungan jangka pendek, sehingga membuat umur perusahaan kurang relevan dibandingkan rencana ekspansi dan model bisnis. Temuan ini konsisten dengan penelitian sebelumnya oleh Meisya (2023), Widodo et al. (2021), Dias et al. (2023), dan Cahyani (2024) yang semuanya tidak menemukan pengaruh signifikan umur perusahaan terhadap *underpricing* IPO atau imbal hasil awal.

4.9.3. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap *Underpricing* IPO

Analisis regresi menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki efek signifikan pada *underpricing* IPO, dengan nilai $p = 0,7791$ ($> 0,05$) dan koefisien regresi $-0,003247$. Menurut teori sinyal (Spence, 1978), ukuran perusahaan sering dianggap sebagai sinyal kualitas dalam IPO, karena perusahaan yang lebih besar biasanya memiliki tata kelola yang lebih kuat, lebih banyak sumber daya, dan stabilitas operasional yang lebih besar, sehingga mengurangi asimetri informasi. Namun, temuan tersebut menunjukkan bahwa investor mungkin tidak melihat ukuran perusahaan sebagai sinyal yang cukup kuat atau relevan saat menilai prospek IPO. Ini dapat terjadi jika perusahaan besar gagal menyampaikan informasi yang meyakinkan dalam prospektus IPO mereka, atau jika faktor lain seperti reputasi penjamin emisi atau kondisi industri memainkan peran yang lebih dominan dalam pengambilan keputusan investor. Akibatnya, ukuran perusahaan mungkin tidak lagi berfungsi sebagai sinyal yang kredibel dalam memengaruhi tingkat *underpricing*. Temuan ini konsisten dengan penelitian oleh Lubis (2024) dan (Mulyani (2021), yang juga melaporkan tidak ada hubungan yang signifikan antara ukuran perusahaan dan *underpricing* IPO.

4.9.4. Pengaruh Profitabilitas terhadap *Underpricing* IPO

Profitabilitas ditemukan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *underpricing* IPO ($p = 0,5057$; koefisien = 0,107299). Meskipun teori sinyal (Spence, 1978) menyatakan bahwa kinerja keuangan yang kuat dapat mengurangi *underpricing* dengan menurunkan persepsi risiko investor, studi ini menunjukkan bahwa investor mungkin memprioritaskan prospek masa depan daripada keuntungan masa lalu selama IPO. Temuan ini sejalan dengan Anggraini dan Trisnarningsih (2021), Bunduwula et al. (2023), dan Ariyani (2023), yang juga menemukan bahwa profitabilitas tidak selalu merupakan sinyal yang kuat di pasar IPO.

4.9.5. Pengaruh Likuiditas terhadap *Underpricing* IPO

Penelitian ini menemukan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* IPO ($p = 0,4610$; koefisien = $0,002430$). Menurut teori sinyal (Spence, 1978), likuiditas yang tinggi seharusnya menandakan stabilitas keuangan dan mengurangi asimetri informasi, sehingga berpotensi menurunkan *underpricing*. Namun, dalam konteks IPO di Indonesia, investor tampaknya kurang memperhatikan rasio likuiditas dalam pengambilan keputusan. Temuan ini sejalan dengan studi sebelumnya oleh Cahyani (2024), Isyuardhana dan Febryan (2022), dan Saputri dan Marsoem (2020), yang semuanya melaporkan tidak ada dampak signifikan likuiditas terhadap *underpricing* IPO.

4.9.6. Peran Moderasi Reputasi *Underwriter* terhadap Hubungan Inflasi dan *Underpricing* IPO

Analisis mengungkapkan bahwa reputasi *underwriter* tidak memoderasi secara signifikan pengaruh inflasi terhadap *underpricing* saham IPO, sebagaimana ditunjukkan oleh nilai p sebesar $0,1555$ ($> 0,05$) dan koefisien regresi sebesar $-63,34212$. Menurut teori sinyal (Spence, 1978), *underwriter* yang bereputasi baik berfungsi sebagai sinyal eksternal yang kredibel, meyakinkan investor tentang kualitas perusahaan dan mengurangi risiko yang dirasakan, terutama di bawah tekanan inflasi. Secara teori, hal ini dapat mengurangi kebutuhan untuk *underpricing*. Namun, temuan tersebut menunjukkan bahwa di pasar IPO Indonesia, reputasi *underwriter* tidak memperkuat hubungan inflasi-*underpricing*. Hal ini mungkin disebabkan oleh fokus investor pada prospek IPO jangka pendek, tren industri, dan faktor-faktor tingkat perusahaan seperti potensi pertumbuhan dan strategi ekspansi, daripada inflasi sebagai pertimbangan risiko utama. Akibatnya, bahkan *underwriter* yang bereputasi baik tidak memperkuat dampak inflasi terhadap *underpricing*. Temuan ini sejalan dengan penelitian sebelumnya oleh Nurazizah dan Majidah (2019) dan Manurung dan Manurung (2019) tentang pengaruh inflasi terhadap *underpricing*, serta Lukman (2023) dan Mutmainnah (2024), yang penelitiannya juga mengungkapkan bahwa *underwriter* tidak secara signifikan memengaruhi *underpricing* saham IPO.

4.9.7. Peran Moderasi Reputasi *Underwriter* terhadap Hubungan Usia Perusahaan dan *Underpricing* IPO

Studi ini menemukan bahwa reputasi *underwriter* tidak secara signifikan memoderasi hubungan antara usia perusahaan dan *underpricing* IPO ($p = 0,3170$; koefisien = $-0,007817$). Sementara teori sinyal (Spence, 1978) menyatakan bahwa kedua variabel tersebut seharusnya berperan.

Meskipun memberikan sinyal positif kepada investor, interaksi mereka tidak berdampak, kemungkinan karena investor memandang usia perusahaan kurang menunjukkan potensi masa depan dan reputasi *underwriter* tidak berhubungan dengan karakteristik perusahaan. Hal ini sejalan dengan Oktananda dan Gantayati (2023), yang menemukan bahwa reputasi *underwriter* tidak memoderasi pengaruh usia perusahaan terhadap *underpricing* IPO.

4.9.8. Peran Moderasi Reputasi *Underwriter* terhadap Hubungan Ukuran Perusahaan dan *Underpricing* IPO

Studi ini menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* tidak memoderasi secara signifikan hubungan antara ukuran perusahaan dan *underpricing* IPO ($p = 0,7275$; koefisien = $-0,035666$). Meskipun perusahaan yang lebih besar umumnya dianggap kurang berisiko dan lebih transparan, dan *underwriter* yang bereputasi baik diharapkan dapat memperkuat kepercayaan investor (Spence, 1978), interaksi antara sinyal-sinyal ini terbukti tidak efektif. Hal ini mungkin disebabkan oleh sinyal yang sudah kuat yang dikirim oleh ukuran perusahaan saja atau sensitivitas pasar yang terbatas terhadap reputasi *underwriter* di Indonesia. Temuan ini konsisten dengan Kurnianingsih dan Pahlevi (2024) yang juga mengidentifikasi tidak adanya pengaruh signifikan antara ukuran perusahaan dan reputasi *underwriter* terhadap *underpricing* saham IPO.

4.9.9. Peran Moderasi Reputasi *Underwriter* terhadap Hubungan Profitabilitas dan *Underpricing* IPO

Analisis menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* tidak memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap *underpricing* ($p = 0,8755$; koefisien = $-0,145570$). Menurut teori sinyal (Spence, 1978), profitabilitas merupakan sinyal internal kesehatan keuangan, dan *underwriter* yang bereputasi baik secara teoritis dapat memperkuat kredibilitasnya. Namun, dalam praktiknya, investor mungkin memandang metrik profitabilitas seperti ROA sebagai sesuatu yang historis dan kurang relevan dengan kinerja masa depan, terutama selama evaluasi IPO. Tidak signifikannya efek moderasi menunjukkan bahwa investor memprioritaskan potensi pertumbuhan daripada pendapatan masa lalu, terlepas dari keterlibatan *underwriter*. Temuan ini sejalan dengan Dewi dan Wirama (2024) dan Indra dan Saputra (2023), yang juga tidak menemukan efek moderasi *underwriter* dan tidak ada dampak signifikan ROA terhadap *underpricing* saham IPO.

4.9.10. Peran Moderasi Reputasi *Underwriter* terhadap Hubungan Likuiditas dan *Underpricing* IPO

Analisis menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* tidak memoderasi pengaruh likuiditas terhadap *underpricing* ($p = 0,1722$; koefisien = $0,030665$). Menurut teori sinyal (Spence, 1978), likuiditas berfungsi sebagai sinyal internal kemampuan perusahaan untuk mengelola kewajiban jangka pendek. Namun, investor sering memandang rasio lancar sebagai indikator yang tidak memadai untuk kekuatan keuangan jangka panjang, terutama jika tidak didukung oleh strategi bisnis yang jelas. Meskipun *underwriter* memiliki reputasi baik, likuiditas dianggap sebagai sinyal yang lemah, karena investor IPO memprioritaskan prospek pertumbuhan daripada solvabilitas jangka pendek. Selain itu, *underwriter* biasanya memberikan sinyal kredibilitas dalam penetapan harga dan distribusi, bukan dalam rasio keuangan seperti likuiditas. Temuan ini sejalan dengan Dewi and Wirama (2024), Indra and Saputra (2023), dan Isyuardhana and Febryan (2022), karena mereka juga tidak menemukan efek moderasi yang signifikan dari reputasi *underwriter* terhadap hubungan likuiditas-*underpricing*.

5. Kesimpulan

Studi ini menguji relevansi teori sinyal (Spence, 1978) dalam konteks pasar IPO Indonesia. Hasilnya menunjukkan bahwa inflasi memiliki efek positif yang signifikan terhadap *underpricing* saham IPO, yang menunjukkan bahwa indikator makroekonomi terus memengaruhi perilaku investor. Namun, karakteristik spesifik perusahaan seperti usia perusahaan, ukuran perusahaan, profitabilitas (diukur dengan ROA), dan likuiditas ditemukan tidak memiliki efek signifikan terhadap *underpricing*. Lebih lanjut, peran moderasi reputasi *underwriter* tidak memengaruhi secara signifikan hubungan-hubungan ini, termasuk pengaruh inflasi terhadap *underpricing*. Hasil ini menunjukkan bahwa mekanisme pensinyalan klasik mungkin tidak cukup untuk menjelaskan perilaku investor di pasar negara berkembang seperti Indonesia. Sebaliknya, investor mungkin memprioritaskan faktor perilaku, sentimen pasar, dan tren sektoral atas sinyal perusahaan tradisional. Peran penjamin emisi di Indonesia juga belum berfungsi sebagai sinyal kualitas yang kuat dalam penetapan harga IPO.

Secara praktis, investor disarankan untuk mempertimbangkan lebih dari sekadar inflasi dan fundamental perusahaan ketika mengevaluasi peluang IPO. Analisis prospektus yang lebih komprehensif, termasuk model bisnis, struktur modal, faktor risiko, dan proyeksi keuangan, sangatlah penting. Selain itu, harga IPO di Indonesia tampaknya dipengaruhi oleh perilaku investor ritel yang spekulatif, orientasi jangka pendek, dan faktor psikologis atau strategis yang dapat mendistorsi valuasi intrinsik. Oleh karena itu, perusahaan penerbit harus meningkatkan cara mereka mengomunikasikan nilai jangka panjang, sementara penjamin emisi harus mendukung pengungkapan yang transparan dan informatif. Regulator seperti OJK dan BEI didorong untuk memperkuat standar transparansi IPO dan meningkatkan edukasi investor, terutama dalam memahami pengungkapan IPO dan kredibilitas penjamin emisi.

Penelitian di masa mendatang sebaiknya menyelidiki faktor-faktor alternatif seperti *leverage*, kualitas tata kelola, keterlibatan investor institusional, dan tingkat pengungkapan, serta menguji variabel moderasi lainnya seperti sentimen pasar atau kepercayaan investor ritel. Memperpanjang periode penelitian atau menerapkan metode alternatif juga dapat meningkatkan ketahanan dan wawasan kontekstual.

Referensi

- Abbas, S., K. M. A., & Rizwan, M. (2022). The impact of firm size on stock market performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Financial Research*, 45(3), 215–230.
- Adi, P. (2020). Analisis pengaruh informasi keuangan terhadap keputusan investasi di pasar modal. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 24(2), 198–210.
- Aji, A. M., & Mukri, S. G. (2020). *Strategi Moneter Berbasis Ekonomi Syariah (Upaya Islami Mengatasi Inflasi)*. Edisi Revisi 2020. Deepublish.
- Akerlof, G. A. (1978). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Amalia, L., & Arisnawati, N. F. (2021). Faktor internal dan eksternal yang mempengaruhi *underpricing* saham ketika IPO di DES. *Jurnal Akuntansi dan Audit Syariah (JAAiS)*, 2(1), 15–31.
- Anggraini, N., & Trisnainingsih, S. (2021). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *underpricing* pada perusahaan go public. In *Seminar Nasional Akuntansi dan Call for Paper*, 1(1), 561–572.
- Ariyani, V. (2023). Information asymmetry causes IPO *underpricing* in Indonesia during the COVID-19 pandemic. *Journal of Management and Finance*, 12(1), 124–140.
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the *underpricing* of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 213–232.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management*. Cengage Learning.
- Bunduwula, P., Perera, H. P., & Fernando, R. (2023). Liquidity and IPO *underpricing*: Empirical evidence from Asian markets. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 18(2), 245–256.
- Cahyani, S. (2024). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *underpricing* saham IPO pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Keuangan*, 19(1), 121–138.
- Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and *underwriter* reputation. *The Journal of Finance*, 45(4), 1045–1067.
- Certo, S. T., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2001). Signaling firm value through board structure: An investigation of initial public offerings. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 26(2), 33–50.
- Cooley, P. L., Roenfeldt, R. L., & Chew, I.-K. (1975). Capital budgeting procedures under inflation. *Financial Management*, 4(4), 18–27.
- Dewi, M. R. K., & Wirama, D. G. (2024). The moderating role of *underwriter* reputation in the relationship between financial performance and *underpricing* levels. *E-Jurnal Akuntansi*, 34(9), 2365–2377.
- Dias, D. S. M., Wijesinghe, M. R. P., & Madhushani, P. W. G. (2023). Factors affecting the initial return of initial public offerings (IPOs) and IPO *underpricing* in the Colombo Stock Exchange. *Kelaniya Journal of Management*, 12(1), 63–75.
- Fadila, A., & Utami, K. (2020). IPO *underpricing* di Bursa Efek Indonesia. *Inovasi: Jurnal Ekonomi, Keuangan, dan Manajemen*, 16(2), 214–222.
- Febriyan, H., & Kalao, Y. (2023). Pengaruh signaling terhadap keputusan investasi di pasar saham. *Jurnal Ilmiah Manajemen Investasi*, 17(2), 101–116.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariete dengan Program IBM SPSS 23*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D. N. (2009). *Basic Econometrics*. McGraw-Hill.
- Gunawan, J., & Gunarsih, T. (2021). Analysis of the Influence of financial and non-financial variables on *underpricing* in initial public offerings on the Indonesia Stock Exchange for the 2016-2018 Period. *Business Review*, 20(2), 37–50.
- Hadi, W. (2019). Ukuran perusahaan dan dampaknya terhadap harga saham di pasar modal. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 25(3), 178–192.

- Harfadillah, R. F., Pinem, D., & Triwahyuningtyas, N. (2020). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi underpricing initial public offering di Bursa Efek Indonesia. *Konferensi Riset Nasional Ekonomi, Manajemen, Dan Akuntansi I*.
- Haska, D., Rokhmawati A., & Sjahrudin. (2017). Pengaruh risiko investasi, return of equity (ROE), dan proceeds terhadap underpricing dengan reputasi underwriter sebagai variabel moderasi pada perusahaan non-keuangan yang IPO di BEI periode 2010 – 2014. *JOM Fekon*, 4(1), 1-14.
- Indra, Y. A., & Saputra, W. A. (2023). Analysis of factors with underpricing of Indonesia's borse in the initial public offering (IPO) period 2019-2021. *Proceeding of International Conference on Islamic Economics, Islamic Banking, Zakah and Waqf*, 43–54.
- Isyuardhana, D., & Febryan, F. V. (2022). Factors affecting underpricing level during IPO in Indonesia Stock Exchange 2018-2019. *The Indonesian Accounting Review*, 12(1), 87–98.
- 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*, 8(8), 4731–4758.
- Kasmir. (2017). *Analisis Laporan Keuangan* (11th ed.). PT Raja Grafindo Persada.
- Kurnia, A. (2022). Firm characteristics and IPO underpricing: Evidence from emerging markets. *Asian Finance Journal*, 19(3), 201–218.
- Kurnianingsih, R., & Pahlevi, R. W. (2024). Pengaruh pengaruh reputasi underwriter, reputasi auditor, leverage, profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, life stage perusahaan terhadap underpricing saham pada IPO di BEI. *Kajian Ekonomi dan Bisnis*, 19(1), 1–9.
- Kusumawati, R., & Fitriyani, A. (2020). Fenomena underpricing dan faktor-faktor yang mempengaruhinya. *Jurnal Ekonomi Pembangunan STIE Muhammadiyah Palopo*, 5(2), 67–79.
- Ljungqvist, A. (2004). *IPO Underpricing: A Survey*. In *Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, B. Espen Eckbo (Ed).
- Loughran, T., & Ritter, J. (2004). Why has IPO underpricing changed over time? *Financial Management*, 33(3), 5–37.
- Lubis, R. (2024). Determinan pasar modal di Indonesia pasca pandemic. *Jurnal Ekonomi Makro Indonesia*, 26(1), 122–140.
- Lukman, S. A. (2023). The effect of liquidity, profitability, leverage, underwriter reputation, and industry type on stock underpricing in companies conducting IPOs on the Indonesia Stock Exchange in 2020-2021. *Wawasan: Journal of Management, Economics, and Entrepreneurship*, 1(2), 40–54.
- Manurung, A. H., & Manurung, J. C. (2019). Underpricing: Macroeconomic variables. *International Journal of Civil Engineering and Technology (IJCIET)*, 10(03), 1739–1745.
- Maya, R. (2013). The effect of market conditions, percentage of shares offered, financial leverage, and profitability on stock underpricing in IPOs on the Indonesia Stock Exchange in the 2007-2011 period. *Journal of Accounting*, 1(2).
- Maygista, T. I., Mustikowati, R. I., & Firdaus, R. M. (2020). Pengaruh umur perusahaan, inflasi, dan suku bunga terhadap underpricing (pada perusahaan property dan real estate yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2019). *Jurnal Riset Mahasiswa Manajemen*, 8(1), 1-4.
- Meilinda, R., & Sun, H. (2022). Firm age and IPO performance: A case study in Southeast Asia. *Asian Capital Market Journal*, 11(2), 189–210.
- Meisya, N. (2023). The effect of company age, percentage of shares offered and underwriter reputation on stock underpricing in IPO Companies on the IDX 2016–2021. *UIN North Sumatra*.
- Mulyani, E. (2021). Corporate size and market reaction in IPOs. *Jurnal Ekonomi Bisnis & Keuangan*, 16(1), 78–95.
- Mutmainnah. (2024). Analisis pengaruh reputasi underwriter, financial leverage, dan profitabilitas terhadap underpricing IPO pada sektor infrastruktur di BEI tahun 2020–2022. *Universitas Muhammadiyah Makassar*.
- Nurazizah, N. D., & Majidah, M. (2019). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat underpricing pada saat initial public offering (IPO) di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Manajemen, Ekonomi, & Akuntansi (MEA)*, 3(3), 157–167.
- Nuryasinta, A. (2017). Size and underpricing: An empirical investigation in Indonesia. *Jurnal Pasar Modal Indonesia*, 22(3), 165–180.
- Oktananda, M. R., & Gantjowati, E. (2023). The effect of financial and non-financial information on underpricing in initial public offerings. *Journal of Asian Multicultural Research for Economy and Management Study*, 4(3), 46–55.
- Park, H. D., & Patel, P. C. (2015). How does ambiguity influence IPO underpricing? The role of the signaling environment. *Journal of Management Studies*, 52(6), 796–818.
- Pelawi, J. B., & Pelawi, R. Y. (2023). Information asymmetry, corporate governance, and IPO underpricing: Evidence in Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 26(2), 289–312.
- Putri, Y. R. (2022). Inflasi dan underpricing saham di Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Investasi*, 18(4), 210–225.
- Putri, Y. R., & Isyuardhana, D. (2022). Pengaruh tingkat inflasi, proceeds, profitabilitas, dan solvabilitas terhadap underpricing saham (Studi kasus pada perusahaan go public di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2019-2020). *SEIKO: Journal of Management & Business*, 5(2), 209–221.
- Rafiely, M., & Yusrialis, Y. (2023). Pengaruh reputasi underwriter, financial leverage, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap underpricing saham IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) oerode 2022. *JAWI: Journal of Ahkam Wa Iqtishad*, 1(4), 259–270.
- Rahmawati, W., Siregar, S. V., R. Shauki, E., & Anggraita, V. (2024). Enterprise risk management and cost of debt: the moderating role of crisis. *Cogent Business & Management*, 11(1), 2296702.
- Ritter, J. (2021). The evolution of IPO markets in global finance. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 115–140.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 187–212.

- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D., Roberts, G. S., Pandes, J. A., & Holloway, T. A. (2019). *Fundamentals of Corporate Finance* (10th ed.) McGraw Hill.
- Saputra, A. C., & Suaryana, I. G. N. (2016). The effect of company age, company size, return on assets and financial leverage on underpricing of initial public offerings. *E-Journal of Accounting*, 15(2), 1201–1227.
- Saputri, E., & Marsoem, B. S. (2020). Analysis of financial factors that influence underpricing of company conducting IPO in Indonesia period 2018. *International Journal of Innovative Science and Research Technology*, 5(3), 401–412.
- Sari, D. P. (2022). Sinyal harga saham dan keputusan investasi selama pandemi COVID-19. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 10(1), 33–44.
- Saron, S. P. (2017). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi underpricing saham saat IPO di Bursa Efek Indonesia. *Simki Economic*, 1(5).
- Sayidah, N., & Adiraya, R. (2020). Agency costs and IPO strategy. *Indonesian Journal of Finance and Business*, 26(1), 77–93.
- Siev, S., & Qadan, M. (2022). Call me when you grow up: firms' age, size, and IPO performance across sectors. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(12), 586.
- 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), 135–143.
- Spence, M. (1978). *Job Market Signaling*. In P. Diamond, & M. Rothschild (Eds.), *Uncertainty in Economics* (pp. 281-306). Academic Press.
- Sulistiawati, E., Murtatik, S., & Pangestuti, D. C. (2021). Analisis prospektus informasi dan inflasi terhadap underpricing saham di BEI. *Konferensi Riset Nasional Ekonomi Manajemen dan Akuntansi*, 2(1), 1199–1215.
- 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.
- Tran, A. L., & Jeon, B. N. (2011). The dynamic impact of macroeconomic factors on initial public offerings: evidence from time-series analysis. *Applied Economics*, 43(23), 3187–3201.
- Vivianti, J. (2021). Financial and non-financial factors influencing underpricing in companies conducting initial public offerings on the Indonesia Stock Exchange, Bursa Malaysia, and Singapore Exchange. *TSM E-Journal of Accounting*, 1(4), 375–390.
- Wahyudi, A., & Ishak, G. (2024). The effect of the current ratio, return on assets, and debt-to-equity ratio on stock prices with total assets as a moderating variable. *Scientific Journal of Accounting*, 1(2), 1–14.
- Welch, I. (1996). Equity offerings following the IPO: Theory and evidence. *Journal of Corporate Finance*, 2(3), 227–259.
- Wicaksono, A., & Suryandari, D. (2022). The analysis of fraudulent financial reports through the fraud hexagon on public mining companies. *Accounting Analysis Journal*, 10(3), 220–228.
- Widodo, C., Kirana, N. W. I., & Sukiswo, W. H. D. (2021). Company characteristics on IPO stock underpricing, managerial share ownership as a moderating variable. *National Accounting Seminar and Call for Papers*, 1(1), 13–24.
- Wirawan, N. B., & Putri, N. K. (2022). The influence of GCG characteristics on CSR disclosure of companies listed on the LQ45 IDX for the 2017-2018 period using information asymmetry as an intervening variable. *Ratio: A Review of Contemporary Indonesian Accounting*, 3(1), 1–10.
- Wulanningsih, S., & Agustin, H. (2020). The influence of investment opportunity set, company growth, and profitability on company value. *Journal of Accounting Exploration*, 2(3), 3107–3124.
- Yandes, J. (2024). Tracing the underpricing trail: The impact of debt to asset ratio and inflation in IPO. *International Journal of Economics and Management Research*, 3(1), 170–183.
- Yasa, G. W. (2008). Penyebab underpricing pada penawaran saham perdana di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, 3(2), 145–157.