

## IPO Underpricing, Konservatisme Akuntansi, dan Sentimen Investor

Buddi Wibowo

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia

**Abstrak.** Kenaikan harga saham yang sangat besar dibandingkan harga IPO nya sulit dijelaskan secara logis. IPO Underpricing mustabil ditetapkan perusahaan emiten secara sukarela, sementara investor yang berani membeli dengan harga yang terlalu tinggi hanya kelompok yang tidak rasional atau kurang informasi. Laporan keuangan yang disusun secara konservatif dan kualitas akrual yang lebih baik membuka peluang bagi semua investor untuk dapat mengestimasi harga wajar saham IPO sehingga disagreement di antara investor tidak terlampau lebar dan fluktuasi harga akibat spekulasi tidak terlampau tinggi di pasar sekunder. Menggunakan data Bursa Saham Indonesia, studi ini menemukan pengaruh konservatisme akuntansi dan kualitas akrual terbukti menguat apabila holding period menjadi 30 hari setelah IPO karena semakin lama periode investasi, ketidakjelasan informasi laporan keuangan menyebabkan peluang melakukan spekulasi semakin lebar. Kenaikan harga saham setelah IPO dipengaruhi juga oleh sentimen investor dan kondisi pasar.

**Katakunci:** IPO, underpricing, konservatisme akuntansi, kualitas akrual, sentiment investor.

**Abstract.** The significant increase of stock price compared to its IPO price is difficult to explain. Companies which issue their stock are impossible to set underpriced IPO voluntarily, while investors who buy an overpriced stock are only they who are not rational or lack of information. Conservative financial statements and high accrual quality provide an opportunity for all investors to be able to estimate the fair price of IPO shares so that the disagreement among investors is not too wide and price fluctuations due to speculation are not too high in the secondary market. Using Indonesia Stock Exchanges, the results show that influence of accounting conservatism and accrual quality are stronger in the 30 holding period after the IPO because the uncertainty of financial statement information led to wider speculation opportunities in the long period. The rise in stock prices after IPO is also influenced by investor's sentiment and market conditions

**Keywords:** IPO, underpricing, accounting conservatism; accrual quality, investor sentiment

---

\*Corresponding author. Email: [buddi.wibowo@ui.ac.id](mailto:buddi.wibowo@ui.ac.id)

Received: February 11<sup>th</sup>, 2021; Revision: June 15<sup>th</sup>, 2021; Accepted: June 30<sup>th</sup>, 2021

Print ISSN: 1412-1700; Online ISSN: 2089-7928. DOI: <http://dx.doi.org/10.12695/jmt.2021.20.2.4>

Copyright©2021. Published by Unit Research and Knowledge, School of Business and Management - Institut Teknologi Bandung (SBM-ITB)

## Pendahuluan

Melonjaknya harga saham di hari pertama ketika mulai ditransaksikan di lantai bursa adalah fenomena (*puzzle*) yang belum sepenuhnya dapat dijelaskan (Chen & Zheng, 2021). Walaupun dengan besar *initial returns* yang berbeda-beda, semua riset di berbagai negara menunjukkan besaran kenaikan harga yang positif dan signifikan pada hari pertama saham tersebut diperdagangkan di bursa (Baker, Boulton, Braga-Alves, & Morey, 2021); Duong, Goyal, Kallinterakis, & Veeraraghavan, 2021); Mumaz & Smith, 2021); Salerno, Sampagnaro, & Verdoliva, 2021). Beberapa peneliti berupaya menjelaskan beberapa faktor yang mempengaruhi besarnya *initial return* saham-saham yang baru saja melakukan IPO, seperti alokasi saham antara investor institusional dan investor ritel (Chen, Wang, Li, Sun, & Tong, 2015), risiko litigasi yang dihadapi penjamin emisi (Hanley & Hoberg, 2012), interaksi antara investor domestik dan investor asing, (Neupane, Neupane, Paudyal, & Thapa, 2016) struktur kepemilikan perusahaan (Hearn, 2014), dan praktek manajemen laba " (Gao, Meng, Chan, & Wu, 2017).

Riset-riset sebelum ini juga menunjukkan bahwa fenomena *IPO underpricing*, yang dicirikan dengan kenaikan harga yang signifikan pada awal-awal masa perdagangan di bursa, selalu diikuti pula dengan buruknya kinerja saham dalam jangka panjang atau yang disebut sebagai *long run under performance* (Mumtaz & Smith, 2021). Lonjakan harga di periode awal pencatatan saham namun kemudian mengalami penurunan harga yang signifikan dalam jangka panjang telah menjadi pertanyaan penelitian klasik yang disebut sebagai *IPO Puzzle*. Adanya penurunan harga dalam jangka menengah dan panjang menimbulkan proposisi bahwa kenaikan harga di periode awal pencatatan di bursa saham bukan disebabkan karena adanya penyesuaian harga pasar ke posisi nilai intrinsik saham.

Harga pasar saham yang menurun dalam jangka menengah dan panjang menjauhi nilai intrinsiknya juga mengundang pertanyaan serius: apakah mayoritas perusahaan publik mengalami penurunan nilai intrinsik perusahaan sehingga harga pasar sahamnya mengalami penurunan yang signifikan? Ataukah mayoritas investor selalu melakukan kesalahan valuasi nilai saham yang didasarkan pada analisis laporan keuangan perusahaan yang keliru sehingga mengambil keputusan investasi yang tidak rasional? Tidak rasionalnya rata-rata investor di bursa secara langsung bertentangan dengan premis utama dari teori besar di pasar keuangan yaitu Efficient Market Hypothesis yang berangkat dari prinsip rational behavior dari semua pelaku ekonomi (Baker et al., 2021).

Sebagian teori menyatakan praktek IPO underpricing ini karena para penjamin emisi menyarankan harga penawaran yang jauh di bawah nilai intrinsik perusahaan demi menjaga risiko yang harus ditanggung penjamin emisi jika saham yang ditawarkan tidak terjual (Duong, Goyal, Kallinterakis, & Veeraraghavan, 2021). Namun melihat besarnya lonjakan harga di bursa, keputusan diskon harga IPO dinilai kurang masuk akal jika hanya disebabkan oleh desakan kepentingan penjamin emisi semata. Penjamin emisi yang selalu mendiskon harga IPO secara signifikan tentu akan merusak reputasi yang bersangkutan dan dapat mengancam keberlangsungan bisnisnya. Kesempatan perusahaan emiten untuk memperoleh dana yang jauh lebih besar tentu juga tidak dilewatkan begitu saja oleh manajemen perusahaan apabila manajemen tersebut meyakini nilai intrinsik dari sahamnya seharusnya jauh lebih tinggi dibandingkan harga penawaran di pasar perdana. Model teoritik yang mencoba menjelaskan fenomena *underpricing IPO* dan *long term underperformance* cukup banyak. Model tersebut dapat dikategorikan menjadi dua kelompok besar yaitu model teori konvensional pasar efisien dan model *behavioral finance* (Duong et al., 2021).

Model teori konvensional berasumsi bahwa pasar bersifat efisien dimana kenaikan harga pada pasar sekunder disebabkan adanya diskon harga penawaran dari nilai intrinsik. Kenaikan harga disebabkan penyesuaian terhadap nilai intrinsik sehingga setiap saat pasar selalu dalam kondisi ekuilibrium dimana harga pasar saham selalu sama dengan nilai intrinsik saham itu sendiri. Namun asumsi dasar tersebut tidak dapat menjelaskan fenomena *long term underperformance*. Mengapa secara rata-rata harga saham menurun dalam jangka menengah dan panjang, bahkan jauh di bawah harga penawarannya.

Beberapa peneliti menyoroti aspek penguasaan informasi yang asimetrik antara investor publik dan pihak-pihak lain yang terlibat dalam proses IPO seperti penjamin emisi dan perusahaan emiten itu sendiri sebagai penyebab adanya fenomena *IPO underpricing* dan *long term under performance* yang terjadi secara berurutan (Mumtaz & Smith, 2021). Informasi yang asimetrik disebabkan informasi yang dapat diakses oleh publik berupa laporan keuangan perusahaan memberikan input informasi yang kurang memadai, kurang dapat dipercaya, atau, paling parah, informasi yang bias dan salah.

Oleh karena kualitas informasi pada laporan keuangan yang aksesnya terbuka luas pada perusahaan publik kurang dapat digunakan sepenuhnya untuk memperkirakan nilai intrinsik saham, maka investor membutuhkan banyak informasi lain yang akses dan analisisnya membutuhkan *privilege* dan keterampilan tersendiri. Faktor ini lah yang menyebabkan adanya perbedaan kualitas informasi antara berbagai kelompok investor sehingga keputusan investasi antar kelompok investor tersebut dapat berbeda-beda, bahkan saling bertentangan (Wang & Wang, 2017). Perbedaan keyakinan atas nilai intrinsik saham antar kelompok investor yang ekstrim menyebabkan adanya pola pergerakan naik-turun harga saham yang ekstrim pula (Salerno et al., 2021).

Penjelasan alternatif atas *IPO Puzzle* ditawarkan oleh beberapa riset di bidang akuntansi. Kualitas laporan akuntansi, konservatisme akuntansi, *income smoothing* adalah beberapa faktor yang diduga menyebabkan munculnya perbedaan valuasi atas nilai intrinsik saham perusahaan (Haider, Singh, & Sultana, 2021) Subyektivitas investor dalam menilai dampak dari aspek akuntansi terhadap laporan keuangan menyebabkan nilai intrinsik perusahaan yang divergen di antara investor dan mendorong spekulasi di pasar IPO.

Konservatisme akuntansi dalam penyusunan laporan keuangan menghasilkan informasi atas kinerja keuangan perusahaan yang dapat lebih mencerminkan kondisi riil sebenarnya (Hsieh, Ma, & Novoselov, 2019). Pendapatan, biaya, dan nilai asset yang dilaporkan secara konservatif menghasilkan angka yang dapat diandalkan dan jauh dari perilaku oportunistik untuk mengakui pendapatan yang terlampaui tinggi atau biaya yang terlalu rendah (Hansen et al., 2018). Oleh karena laporan keuangan yang merupakan sumber informasi utama untuk menghitung nilai intrinsik saham dapat diperoleh secara mudah dan luas, asimetri informasi menjadi rendah dimana hampir semua investor dapat bersepakat harga pasar saham yang wajar (*fair price*) sehingga pola pergerakan harga saham menjadi lebih stabil (Gao et al., 2017). Dalam konteks IPO, asimetri informasi yang rendah karena konservatisme akuntansi menyebabkan kenaikan atau pun penurunan harga di hari pertama (*initial returns*) menjadi tidak terlampaui ekstrim. Konservatisme akuntansi patut diduga berhubungan negatif dengan *IPO underpricing*.

Konservatisme akuntansi mencerminkan juga posisi manajemen perusahaan dalam menunjukkan kinerja keuangan perusahaan. Manajemen yang melaporkan laporan keuangan yang disusun secara konservatif dapat diyakini tidak berupaya mengkaburkan nilai intrinsik perusahaan yang dikelolanya (Laux & Ray, 2020). Manajemen yang percaya diri melaporkan nilai intrinsik perusahaan secara apa adanya seperti ini tentu tidak

bersedia menetapkan diskon harga pada proses IPO yang merugikan perusahaan, (Kim, Lim, & Yoon, 2017) menyebutnya sebagai *leaving money on the table*). Walau penjamin emisi turut berperan dalam penentuan harga penawaran perdana, namun manajemen perusahaan yang percaya diri dan menyadari benar nilai intrinsik perusahaannya sendiri akan meminta harga IPO yang mendekati nilai intrinsiknya.

Di sisi lain, pola pergerakan harga saham, lebih khususnya pada saat-saat awal masa pencatatan saham di bursa, dipengaruhi juga oleh sentimen investor (Jiang & Li, 2013). Sentimen investor yang berubah-ubah antar waktu karena perubahan ekspektasi investor terhadap kondisi makro ekonomi menyebabkan harga saham mengalami kenaikan dan penurunan yang signifikan dalam jangka pendek. Dalam konteks IPO, banyak peneliti menunjukkan fenomena *IPO Waves* yaitu jumlah perusahaan yang melakukan IPO antar tahun menyerupai gelombang, ada periode dimana jumlah perusahaan yang mencatatkan sahamnya sangat banyak karena sentimen investor pada periode tersebut sedang positif sehingga harga penawaran perdana cukup tinggi dan jumlah saham yang dialokasikan dapat terserap habis (misalnya, Boeh & Dunbar, 2014; Güçbilmez, 2015). Sebaliknya pada periode dimana rata-rata investor saham sedang dalam sentimen yang negative, minat perusahaan untuk melakukan IPO menjadi sangat rendah.

Pengukuran rata-rata sentimen investor yang bersifat laten (*unobservable*) pada suatu periode pengamatan merupakan permasalahan yang dihadapi semua riset empirik di pasar saham. Karena sentimen investor bersifat laten, sejumlah variabel digunakan sebagai *proxy*. Beberapa peneliti menggunakan metode pengukuran yang berbeda-beda atas sentimen investor yang ada di sekitar tanggal pelaksanaan IPO yaitu di antaranya tingkat subskripsi dari investor public "(Derrien, 2005); *abnormal Google Search Volume Index* (ASVI) (Da, Engelberg, & Gao, 2011), dan aliran dana *mutual fund* (Ben-Rephael, Kandel, & Wohl, 2012).

Penelitian ini menguji hubungan antara *initial return* di pasar perdana IPO, yang sekaligus mencerminkan besaran *IPO Underpricing*, dengan konservatisme akuntansi dan sentiment investor di sekitar periode IPO. Untuk *robustness check* penelitian ini mengukur initial return saat pasar perdana IPO dengan dua ukuran yaitu satu hari setelah hari IPO, hari pertama pencatatan di pasar sekunder, dan 30 hari setelah saham *listed* di bursa

## Metodologi Penelitian

Penelitian ini menggunakan data dari seluruh perusahaan yang melakukan penawaran perdana saham selama 10 tahun pengamatan sejak Januari 2008 sampai Desember 2019. Data transaksi diperoleh dari Datastream Thomson Reuters. Data laporan keuangan perusahaan diperoleh dari *website* Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini merupakan sebuah penelitian *event study* yaitu data yang digunakan adalah seluruh data pada titik waktu terjadinya suatu *event* (peristiwa) untuk setiap individu perusahaan yang diamati. *Event* yang diamati adalah pencatatan perdana saham di bursa, dimana *event* tersebut tersebar secara tidak merata sepanjang 10 tahun pengamatan. Penelitian ini menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya perubahan harga pada saat-saat pertama saham perusahaan tercatat di bursa

*IPO Underpricing* yang menunjukkan adanya diskon harga pada pasar perdana diukur dengan membandingkan harga IPO dengan harga penutupan pada hari pertama pencatatan di bursa saham. Lonjakan harga pada pasar sekunder tersebut mengindikasikan besarnya diskon harga pada saat IPO.

Untuk mempertajam hasil analisis, selain diukur dari lonjakan harga pada hari pertama pencatatan di bursa, penelitian ini juga mengukur *IPO underpricing* setelah 30 hari pencatatan. *Robustness test* ini dibutuhkan untuk melihat apakah lonjakan harga terjadi hanya

pada jangka pendek saja karena sentimen investor yang belum tersalurkan pada pasar perdana karena kebijakan alokasi saham oleh *underwriter* atau kondisi pasar secara umum di sekitar waktu IPO. Konservatisme akuntansi perusahaan diukur dari besaran akrual yang ada di laporan keuangannya. Semakin kecil akrual yang diakui perusahaan dalam laporan keuangannya, semakin konservatif kebijakan akuntansi perusahaan tersebut. Lin & Tian (2012) mengukur total akrual dengan mengurangi arus kas dari aktivitas operasi,

$$WCA_{i,t} = \alpha + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$WCA_{i,t}$  adalah modal kerja akrual yaitu aset lancar yang tidak likuid dikurangi perubahan liabilitas lancar ditambah perubahan utang bank jangka pendek.  $CFO_{i,t}$  adalah arus kas dari aktivitas operasi pada periode tahun ke t. Semua variabel dibagi dengan total aset tahun sebelumnya. Kualitas akrual DD adalah nilai absolut dari residual persamaan (1) diatas,  $\varepsilon_{i,t}$ .

Sentimen investor terhadap saham IPO diukur dari besarnya *turn over* yaitu volume transaksi pada hari pertama pencatatan di bursa dibagi frekuensi transaksi. Sentimen investor selama 30 hari pertama pencatatan saham di bursa

$$Under_i = \alpha + \beta Conservatism_i + \gamma AccrQuality_i + \delta Sentiment_i + \lambda Market_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

Persamaan (2) di atas diestimasi sebanyak dua kali, yaitu pertama untuk *IPO Underpricing* yang diukur dengan persentase perubahan harga pada hari pertama pencatatan saham di bursa dibandingkan dengan harga IPO dan yang kedua, *IPO Underpricing* diukur dengan persentase perubahan harga pada hari ke 30 setelah pencatatan di bursa dibandingkan dengan harga IPO.

Pada estimasi pertama dari persamaan (2) di atas, sentimen investor adalah turnover pada hari pertama pencatatan saham di bursa dan market condition adalah imbal hasil IHSG pada hari pertama pencatatan tersebut.

yang menunjukkan kapasitas keuangan perusahaan secara nyata di lapangan, dari penjumlahan laba bersih dan biaya depresiasi. Total akrual dibagi dengan total aset perusahaan untuk mengukur tingkat konservatisme setiap perusahaan.

Untuk mempertajam analisis, penelitian ini juga mengukur kualitas akrual yang dikembangkan oleh (Chen, Hope, Li, & Wang (2011)). *Quality of Accrual* diukur dengan menggunakan persamaan berikut:

diukur dengan menghitung rata-rata *turn over* selama 30 hari pertama pencatatan yaitu rata-rata volume transaksi selama 30 hari setelah tanggal pencatatan dibagi rata-rata frekuensi transaksi pada periode tersebut. Kondisi bursa secara umum, yang mencerminkan pula rata-rata sentimen investor pada suatu periode, diukur dari imbal hasil indeks pasar yaitu IHSG.

Model penelitian untuk menguji hubungan antara besaran *IPO Underpricing* dengan tingkat konservatisme akuntansi dan sentimen investor adalah sebagai berikut:

Pada estimasi kedua dari persamaan (2) di atas, sentimen investor adalah rata-rata turnover selama 30 hari sejak pencatatan saham di bursa dan market condition adalah rata-rata imbal hasil IHSG selama 30 hari pertama pencatatan tersebut.

Besarnya ukuran konservatisme akuntansi dan kualitas akrual untuk kedua estimasi tersebut di atas memiliki besaran yang sama yaitu diukur dari laporan keuangan perusahaan sebelum IPO dan diestimasi melalui persamaan (1) di atas.

Tanda dari setiap variabel yang sesuai dengan hipotesis Tanda dari setiap variabel yang sesuai dengan hipotesis adalah ada Tanda dari setiap variabel yang sesuai dengan hipotesis adalah  $\beta < 0$ , yaitu IPO underpricing lebih kecil pada perusahaan yang menyusun laporan keuangannya secara konservatif;  $\gamma < 0$ , yaitu perusahaan yang memiliki kualitas akrual yang lebih baik akan mencetak IPO Underpricing yang lebih rendah;  $\delta > 0$ , yaitu IPO Underpricing akan semakin tinggi pada saat sentimen investor yang kuat;  $\lambda > 0$ , yang berarti IPO Underpricing semakin tinggi pada saat kondisi pasar sedang mengalami trend harga yang meningkat.

## Hasil dan Pembahasan

Data menunjukkan penawaran saham perdana di bursa saham Indonesia memberikan imbal hasil yang relatif tinggi (Tabel 1). Apabila investor membeli di pasar primer dan segera menjual sahamnya pada hari pertama saham tersebut diperjualbelikan di bursa, rata-rata imbal hasil yang diperoleh investor mencapai lebih dari 20%. Apabila investor memegang saham tersebut sampai 30 hari setelah pencatatan, rata-rata imbal hasil bahkan melonjak lebih dari dua kali lipat dibandingkan segera menjualnya pada hari pertama pencatatan yaitu sebesar 51%.

Imbal hasil saham tertinggi dengan holding period 30 hari mencapai lebih dari 15 kali lipat investasi di pasar Perdana IPO, sementara imbal hasil saha tertinggi dengan strategi holding period 1 hari mencapai hampir 2 kali lipat. Namun risiko strategi holding period 30 hari jauh lebih tinggi dibandingkan holding period 1 hari, terlihat dari standar deviasi imbal hasil holding period 30 hari mencapai hampir 4 kali standar deviasi imbal hasil holding period 1 hari.

Dari seluruh perusahaan yang melakukan IPO selama periode 2008 sampai 2017 sebanyak 205 perusahaan, saham perusahaan yang mengalami kenaikan harga atau imbal hasil

sahamnya positif pada hari pertama pencatatan dan perdagangan di bursa tercatat sebanyak 156 perusahaan, yaitu mencapai 76% dari total perusahaan yang melakukan IPO pada kurun tersebut (Tabel 2). Sebanyak 49 perusahaan mencetak imbal hasil yang negatif (23,9%).

Apabila investor memegang saham IPO tersebut sampai 30 hari perdagangan bursa, jumlah saham yang mengalami penurunan harga (imbal hasil negatif) justru bertambah jumlahnya menjadi 71 perusahaan, namun perusahaan yang mengalami peningkatan harga lebih dari 100% dibandingkan harga IPO jumlahnya melonjak menjadi 37 perusahaan dari hanya 4 perusahaan apabila holding period hanya 1 hari. Saham yang memberikan imbal hasil lebih tinggi dari 20% hampir sama banyaknya antara holding period 1 hari dan 30 hari yaitu sekitar 80 perusahaan.

Data deskriptif yang ada pada Tabel 1 dan 2 menunjukkan adanya kenaikan harga yang signifikan dari transaksi perdagangan saham di bursa dibandingkan harga IPO. Bukti ini menunjukkan adanya indikasi kuat adanya kebijakan IPO Underpricing pada proses penawaran perdana saham di bursa saham Indonesia. Melihat rata-rata kenaikan harga yang sangat besar pada kebanyakan perusahaan yang melakukan IPO, membangkitkan pertanyaan: mengapa banyak perusahaan yang melakukan emisi saham bersedia mendiskon harga sahamnya begitu besar dan kehilangan kesempatan memperoleh dana yang seharusnya dapat mereka peroleh dari bursa saham.

Table 3 menunjukkan korelasi antara variabel-variabel penelitian: konservatisme laporan keuangan, kualitas akrual, sentimen investor di sekitar periode IPO dan imbal hasil pasar. Hampir semua variabel penelitian memiliki korelasi yang rendah kecuali korelasi antara kualitas akrual dan sentimen investor. Kualitas akrual yang ada di dalam laporan keuangan perusahaan memiliki hubungan yang kuat dengan sentimen investor.

Tabel 1.  
*Imbal Hasil Sabam IPO di Bursa Sabam Indonesia*

	<b>1 Hari</b>	<b>30 Hari</b>
Rata-rata	21,13%	52,31%
maximum	192,75%	1587%
minimum	-82,15%	-91,60%
Std Deviasi	42,22%	157,31%

Sumber: Bursa Efek Indonesia (2019)

Tabel 2.  
*Deskripsi Detil Imbal Hasil Sabam Perusahaan IPO di BEI*

	<b>1 Hari</b>		<b>30 Hari</b>	
	Jumlah Perusahaan	Persentase	Jumlah Perusahaan	Persentase
Imbal Hasil Negatif	49	23,90%	71	34,63%
Imbal Hasil Positif	156	76,09%	134	65,36%
Imbal Hasil Positif diatas 100%	4	1,95%	37	18,04%
Imbal Hasil Positif diatas 20%	81	39,51%	78	38,04%
Total Perusahaan Yang melakukan IPO	238		228	

Tabel 3.  
*Korelasi Antar Variabel*

	<b>Conservatism</b>	<b>Accrual Quality</b>	<b>Investor Sentiment</b>	<b>Market return</b>
Conservatism	1	0,56	0,43	0,25
Accrual Quality		1	0,83	0,17
Sentiment			1	0,42
Market				1

Hal ini menunjukkan reaksi positif investor cukup kuat terhadap kualitas akrual di dalam laporan keuangan perusahaan. Investor memaknai kualitas akrual dalam laporan keuangan sebagai cerminan integritas

manajemen perusahaan sehingga investor lebih confident terhadap prospek saham perusahaan di masa depan.

Tabel 4.  
Hasil Estimasi Model Pertama (Initial Return Hari Pertama)

Variabel	Koefisien
<i>Conservatism</i> ( $\beta$ )	-2,31*** (3,62)
<i>Accrual Quality</i> ( $\gamma$ )	-3,47** (2,05)
<i>Sentiment</i> ( $\delta$ )	5,74* (1,98)
<i>Market</i> ( $\lambda$ )	4,87 (1,27)
R squared	0,87
<i>Durbin Watson Test</i>	2,16

Angka di dalam kurung adalah t value. \* berarti signifikan pada tingkat kesalahan 1%, \*\* berarti signifikan pada t. kesalahan 5%, \*\*\* berarti signifikan pada tingkat kesalahan 10%.

Tabel 4 memuat hasil estimasi model (2) dengan IPO Underpricing yang diukur dari kenaikan harga pada hari pertama saham diperdagangkan di bursa saham. Tanda dari variabel yang sesuai dengan hipotesis adalah  $\beta < 0$ , yaitu IPO underpricing lebih kecil pada perusahaan yang menyusun laporan keuangannya secara konservatif;  $\gamma < 0$ , yaitu perusahaan yang memiliki kualitas akrual yang lebih baik akan mencetak IPO Underpricing yang lebih rendah;  $\delta > 0$ , yaitu IPO Underpricing akan semakin tinggi pada saat sentimen investor yang kuat;  $\lambda > 0$ , yang berarti IPO Underpricing semakin tinggi pada saat kondisi pasar sedang mengalami trend harga yang meningkat.

Dari Tabel 4 dapat kita simpulkan bahwa besarnya IPO Underpricing terbukti secara signifikan dipengaruhi oleh tingkat konservatisme laporan keuangannya. Demikian pula dengan kualitas akrual dari laporan keuangan yang mempengaruhi secara signifikan besarnya lonjakan harga saham pada hari pertama pencatatan dan perdagangan di bursa saham.

*Pengaruh kedua variabel tersebut terhadap IPO Underpricing bersifat negatif.*

Semakin konservatif penyusunan laporan keuangan dan semakin bagus kualitas akrualnya, semakin kecil IPO Underpricing.

Temuan ini memberikan support secara empirik atas teori *asymmetric information* yang menyatakan lonjakan harga saham pada hari pertama perdagangan di bursa didorong karena adanya penguasaan informasi yang tidak simetrik antara investor publik dan *insiders* perusahaan karena informasi yang tersedia di laporan keuangan kurang dipercayai akurasinya dalam mencerminkan nilai riil bisnis perusahaan (Laux & Ray, 2020).

Pada pasar dengan tingkat asimetri informasi yang rendah dimana hampir semua investor dapat bersepakat atas harga pasar saham yang wajar (*fair price*), pola pergerakan harga saham menjadi lebih stabil (Gao et al., 2017). Laporan keuangan yang kurang berkualitas menyebabkan informasi yang diperoleh oleh setiap investor menjadi berbeda-beda kualitas dan kedalamannya tergantung kemampuan masing-masing investor dalam menggali informasi yang bersifat privat atau memanfaatkan *insider information* sehingga memunculkan *disagreement* yang lebar antar investor. Ketidaksepakatan investor ini mendorong harga bergerak secara fluktuatif dan sering menjadi liar karena adanya spekulasi dari sebagian investor. Kualitas informasi yang dapat diambil dari laporan keuangan yang disusun secara konservatif dan kualitas penyajian akrual yang dapat dipercaya menyebabkan jurang perbedaan penguasaan informasi antar investor menjadi mengecil.



Hal ini disebabkan informasi laporan keuangan adalah informasi publik yang dapat diperoleh semua investor yang untuk memperolehnya hampir tanpa biaya. Dalam konteks IPO, asimetri informasi yang rendah karena konservatisme akuntansi menyebabkan kenaikan atau pun penurunan harga di hari pertama (*initial returns*) menjadi tidak terlampaui ekstrim. Investor dapat lebih bersepakat tingkat harga wajar saham baik pada tahap pasar primer IPO dan pada pasar sekunder di bursa saham. Perusahaan yang memilih kebijakan akuntansi yang konservatif juga memiliki kecenderungan untuk menetapkan harga IPO yang lebih tinggi sehingga kenaikan harga relatif lebih kecil. Perusahaan yang punya kebijakan akuntansi konservatif dan kualitas akrual yang lebih baik cenderung lebih transparan dan tidak ada hal yang disembunyikan sehingga harga IPO nya pun sesuai dengan nilai intrinsiknya. Temuan penelitian ini mirip dengan yang ditemukan pula oleh Green & Hwang (2012).

Table 4 juga menunjukkan bahwa sentimen investor secara signifikan mempengaruhi besar kecilnya IPO *Underpricing*. Semakin positif sentimen investor maka kenaikan harga pada hari pertama perdagangan di bursa menjadi semakin tinggi. Kenaikan harga yang

disebabkan oleh tingginya sentimen positif investor ini bersifat terbatas pada individual saham tertentu saja sehingga kondisi pasar secara umum tidak mempengaruhi kenaikan harga pada hari pertama di bursa. Hal ini terlihat dari tidak signifikannya variabel *market condition*. Sentimen investor ini juga berhubungan erat dengan kualitas akrual dari laporan keuangan perusahaan dengan koefisien korelasi yang cukup tinggi yaitu sebesar 0,85 (lihat Tabel 3).

Kualitas akrual yang semakin baik berkorelasi kuat dengan sentiment investor Estimasi model penelitian dengan *initial returns holding period* 30 hari sebagai ukuran IPO *Underpricing* menghasilkan hasil yang hampir sama yaitu konservatisme akuntansi dan kualitas akrual secara signifikan mempengaruhi besarnya IPO *Underpricing* (lihat Tabel 5). Namun baik besarnya koefisien (*magnitude*) dan tingkat signifikansi (*t value*) pada estimasi dengan *initial returns* setelah memegang saham selama 30 hari mengalami peningkatan yang cukup kuat dibandingkan apabila menggunakan *initial return* hari pertama.

Tabel 5.  
Hasil Estimasi Model Kedua (*Initial Return* Hari ke 30)

Variabel	Koefisien
<i>Conservatism</i>	-2,39*** (3,06)
<i>Accrual Quality</i>	-3,99** (2,24)
<i>Sentiment</i>	6,33*** (3,77)
<i>Market Condition</i>	3,99** (2,18)
R squared	0,94
Durbin Watson Test	2,02

Angka di dalam kurung adalah *t value*. \* berarti signifikan pada tingkat kesalahan 1%, \*\* berarti signifikan pada tingkat kesalahan 5%, \*\*\* berarti signifikan pada tingkat kesalahan 10%,

Besarnya kenaikan harga saham setelah 30 hari tercatat di bursa jauh lebih kuat dipengaruhi oleh tingkat konservatisme akuntansi dan kualitas akrual karena buruknya kualitas informasi laporan keuangan maka spekulasi atas harga saham semakin besar yang menyebabkan fluktuasi harga yang semakin tinggi. Spekulasi harga bersifat momentum yaitu semakin lama semakin tinggi apabila pergerakan harga dalam jangka pendek mengalami peningkatan sesuai ekspektasi para spekulan. Data deskriptif pada Tabel 2 menunjukkan hal ini yaitu walaupun persentase jumlah saham yang mengalami kenaikan harga mengalami penurunan dari 76% jika *initial return* dihitung dengan *holding period* 1 hari setelah IPO menjadi 65% jika *holding period* nya selama 30 hari, jumlah persentase saham yang mencatat imbal hasil lebih dari 100% mengalami peningkatan drastis dari 1,95% menjadi 18%.

Sentimen investor juga mengalami kenaikan besarnya koefisien dan tingkat signifikansi jika menggunakan *initial return* dengan *holding period* 30 tahun. Faktor sentimen investor mempengaruhi secara kuat besarnya imbal hasil setelah memegang saham selama 30 hari setelah IPO. Namun berbeda dengan hasil pada Tabel 4 dimana variabel *market condition* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap IPO *Underpricing*, dengan *holding period* yang lebih lama yaitu selama 30 hari, faktor market menjadi sangat signifikan. Kenaikan harga 30 hari setelah IPO jauh lebih kuat dipengaruhi oleh kondisi *trend* imbal hasil pasar yang ada pada saat itu. Hasil seperti ini ditemukan juga oleh "(Derrien, 2005) dan (Da et al., 2011)

#### Diskusi

Penelitian ini menunjukkan dalam konteks perusahaan-perusahaan publik di Indonesia bahwa perusahaan yang menerapkan kebijakan pelaporan keuangan yang konservatif memiliki fluktuasi harga di hari pertama (*initial returns*) yang rendah. Temuan ini menunjukkan *disagreement* di antara investor relatif jauh lebih rendah terhadap nilai intrinsik saham perusahaan yang menerapkan konservatif akuntansi dibandingkan pada saham perusahaan yang tidak konservatif.

Temuan ini mendukung teori umum di pasar saham yaitu *Efficient Market Hypothesis* dimana harga saham selalu mencerminkan nilai intrinsik perusahaan. Kesulitan dalam valuasi nilai intrinsik karena kualitas laporan keuangan yang diragukan akurasi, menyebabkan volatilitas harga yang tinggi selama proses IPO sampai pencatatan di pasar sekunder karena investor berspekulasi atas nilai intrinsik perusahaan. IPO underpricing cenderung terjadi pada perusahaan yang tidak menerapkan konservatisme akuntansi karena perusahaan seperti ini umumnya memiliki *corporate governance* yang rendah dan hanya dapat menjual sahamnya dengan diskon di pasar IPO. Sekitar Perusahaan yang memilih (Green & Hwang (2012) dan "(Derrien, 2005)).

Sentimen investor memiliki korelasi yang kuat dengan kualitas akrual dari laporan akuntansi karena kualitas akrual mencerminkan integritas manajemen perusahaan di mata investor. Sentimen investor yang positif mendorong kenaikan harga pada hari pertama perdagangan di bursa menjadi semakin tinggi. Sentimen investor yang positif dalam konteks ini justru mencerminkan rasionalitas investor yang sejalan dengan premis utama dari teori besar di pasar keuangan yaitu *Efficient Market Hypothesis* (Green & Hwang, 2012). Keyakinan (*confident*) di antara investor terhadap prospek perusahaan berangka dari analisis rasional terhadap integritas manajemen perusahaan berdasarkan kebijakan akuntansinya yang akuntabel dan bertanggung jawab. Hal ini semakin diperkuat dengan temuan bahwa imbal hasil pasar tidak signifikan pengaruhnya terhadap *initial return* 1 hari setelah pencatatan. Sentimen investor ini hanya terkait dengan kondisi khusus setiap perusahaan dan tidak berhubungan dengan kondisi umum bursa yang diukur dari imbal hasil pasar.

Uji ketajaman hasil penelitian (*robustness check*) dengan menganalisis imbal hasil 30 hari setelah pencatatan di bursa menunjukkan hasil yang menarik yaitu kenaikan harga saham setelah 30 hari lebih kuat dipengaruhi oleh tingkat konservatisme akuntansi dan kualitas akrual. Namun alasan dibalik temuan ini berbeda

dengan interpretasi hasil atas initial return 1 hari setelah pencatatan, spekulasi atas harga saham semakin besar karena buruknya kualitas informasi laporan keuangan. Spekulasi ini bersifat momentum yaitu semakin lama semakin tinggi apabila pergerakan harga dalam jangka pendek mengalami peningkatan sesuai ekspektasi para spekulasi. Spekulasi atas nilai intrinsik saham dalam periode yang lebih lama terbukti sangat dipengaruhi oleh sentiment umum bursa terhadap kondisi pasar secara keseluruhan, bukan lagi bersifat khusus setiap perusahaan.  *Holding period*  yang lebih lama yaitu selama 30 hari setelah IPO jauh lebih kuat dipengaruhi oleh kondisi  *trend*  imbal hasil pasar yang ada pada saat itu. Temuan ini sejalan dengan temuan peneliti sebelumnya seperti "(Derrien, 2005) dan (Da et al., 2011)

## Simpulan

*Konservatisme Akuntansi*  memiliki pengaruh signifikan terhadap besarnya  *IPO Underpricing* . Kenaikan harga saham pada hari-hari awal pencatatan di bursa dipengaruhi oleh kualitas informasi yang dapat diambil dari laporan keuangan perusahaan. Laporan keuangan yang disusun secara konservatif dan kualitas akrual yang lebih baik menyebabkan semua investor dapat mengestimasi harga wajar saham IPO sehingga  *disagreement*  di antara investor tidak terlampau lebar dan fluktuasi harga akibat spekulasi tidak terlampau tinggi di pasar sekunder. Pengaruh konservatisme akuntansi dan kualitas akrual semakin menguat apabila  *holding period*  menjadi 30 hari setelah IPO karena semakin lama periode investasi, ketidakjelasan informasi laporan keuangan menyebabkan peluang melakukan spekulasi semakin lebar.

*Sentimen Investor*  berpengaruh signifikan terhadap  *IPO Underpricing* . Kenaikan harga saham setelah IPO dipengaruhi juga oleh sentimen investor atas saham individual dimana dalam jangka pendek ( *holding period*  1 hari) kondisi pasar tidak signifikan pengaruhnya. Namun pada  *holding period*  lebih lama (30 hari), kondisi pasar mempengaruhi imbal hasil dengan signifikansi yang lebih tinggi.

## Daftar Pustaka

- Baker, E. D., Boulton, T. J., Braga-Alves, M. V., & Morey, M. R. (2021). ESG government risk and international IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance*, 67(February), 101913. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2021.101913
- Ben-Rephael, A., Kandel, S., & Wohl, A. (2012). Measuring investor sentiment with mutual fund flows. *Journal of Financial Economics*, 104(2), 363–382. doi: 10.1016/j.jfineco.2010.08.018
- Boeh, K., & Dunbar, C. (2014). IPO waves and the issuance process. *Journal of Corporate Finance*, 25, 455–473. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2014.02.001
- Chen, F., Hope, O.-K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255–1288. doi: 10.2308/accr-10040
- Chen, H., & Zheng, M. (2021). IPO Underperformance and the Idiosyncratic Risk Puzzle. *Journal of Banking & Finance*, 106190. doi: 10.1016/j.jbankfin.2021.106190
- Chen, Y., Wang, S. S., Li, W., Sun, Q., & Tong, W. H. S. (2015). Institutional environment, firm ownership, and IPO first-day returns: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 32, 150–168. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2015.03.002
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In Search of Attention. *Journal of Finance*, 66(5), 1461–1499. doi: 10.1111/j.1540-6261.2011.01679.x
- Derrien, F. (2005). IPO pricing in “hot” market conditions: Who leaves money on the table? In *Journal of Finance* (Vol. 60, Issue 1, pp. 487–521). doi: 10.1111/j.1540-6261.2005.00736.x
- Duong, H. N., Goyal, A., Kallinterakis, V., & Veeraraghavan, M. (2021). Market manipulation rules and IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance*, 67(December 2020), 101846. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2020.101846

- Gao, S., Meng, Q., Chan, K. C., & Wu, W. (2017). Earnings management before IPOs: Are institutional investors misled? *Journal of Empirical Finance*, 42, 90–108. doi:10.1016/j.jempfin.2017.02.003
- Green, T. C., & Hwang, B.-H. (2012). Initial Public Offerings as Lotteries: Skewness Preference and First-Day Returns. *Management Science*, 58(2), 432–444. doi:10.1287/mnsc.1110.1431
- Güçbilmez, U. (2015). IPO waves in China and Hong Kong. *International Review of Financial Analysis*, 40, 14–26. doi:10.1016/j.irfa.2015.05.010
- Haider, I., Singh, H., & Sultana, N. (2021). Managerial ability and accounting conservatism. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 17(1), 100242. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100242>
- Hanley, K. W., & Hoberg, G. (2012). Litigation risk, strategic disclosure and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 103(2), 235–254. doi:10.1016/j.jfineco.2011.09.006
- Hansen, J. C., Hong, K. P., & Park, S. H. (2018). Accounting conservatism: A life cycle perspective. *Advances in Accounting*, 40(November 2017), 76–88. doi:10.1016/j.adiac.2017.10.001
- Hearn, B. (2014). The impact of institutions, ownership structure, business angels, venture capital and lead managers on IPO firm underpricing across North Africa. *Journal of Multinational Financial Management*, 24(1), 19–42. doi:10.1016/j.mulfin.2013.12.002
- Hsieh, C. C., Ma, Z., & Novoselov, K. E. (2019). Accounting conservatism, business strategy, and ambiguity. *Accounting, Organizations and Society*, 74(643010), 41–55. doi:10.1016/j.aos.2018.08.001.
- Jiang, L., & Li, G. (2013). Investor sentiment and IPO pricing during pre-market and aftermarket periods: Evidence from Hong Kong. *Pacific Basin Finance Journal*, 23, 65–82. doi:10.1016/j.pacfin.2013.01.006
- Kim, W., Lim, C., & Yoon, T. J. (2017). Who's Leaving Money on the Table? Evidence from IPOs within Business Groups. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 46(3), 413–444. doi:10.1111/ajfs.12175
- Laux, V., & Ray, K. (2020). Effects of accounting conservatism on investment efficiency and innovation. *Journal of Accounting and Economics*, 70(1), 101319. doi:10.1016/j.jacceco.2020.101319
- Lin, Z. J., & Tian, Z. (2012). Accounting conservatism and IPO underpricing: China evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 21(2), 127–144. doi:10.1016/j.intaccudtax.2012.07.003
- Mumtaz, M. Z., & Smith, Z. A. (2021). IPO cycles in Pakistan. *Borsa Istanbul Review*. doi:10.1016/j.bir.2021.01.001
- Neupane, S., Neupane, B., Paudyal, K., & Thapa, C. (2016). Domestic and foreign institutional investors' investment in IPOs. *Pacific Basin Finance Journal*, 39, 197–210. doi:10.1016/j.pacfin.2016.06.011
- Salerno, D., Sampagnaro, G., & Verdoliva, V. (2021). Fintech and IPO underpricing: An explorative study. *Finance Research Letters*, February, 102071. doi:10.1016/j.frl.2021.102071
- Wang, K. T., & Wang, W. W. (2017). Competition in the stock market with asymmetric information. *Economic Modelling*, 61, 40–49. doi:10.1016/j.econmod.2016.11.024