

BAB II LANDASAN TEORI

2.1 Tinjauan Pustaka

Definisi tinjauan pustaka menurut Yam (2024), merupakan segala tinjauan atau dokumentasi akan penelitian di masa lalu, yang digunakan dalam membangun kerangka teoritis dan model konseptual pada suatu penelitian. Dimana pada praktiknya, tinjauan pustaka memiliki bentuk tulisan ilmiah, seperti artikel, buku, data, hingga materi website, yang telah ditinjau terlebih dahulu oleh para ahli. Adapun melalui kehadirannya, tinjauan pustaka berfungsi sebagai sumber informasi, patokan, dan dasar berpikir dalam penelitian. Maka melalui penjabaran akan tinjauan pustaka, penelitian ini akan memuat pengertian dari *traditional finance theory*, *asymmetric information theory*, *signalling theory*, *IPO mechanism*, *corporate governance*, *firm characteristics*, *market conditions*, *IPO underpricing*, dan *firm performance*. Penjabaran dari setiap tinjauan adalah sebagai berikut;

2.1.1 Teori Keuangan Tradisional (*Traditional Finance Theory*)

Traditional finance merupakan salah satu induk dari perumusan teori-teori keuangan modern. Kapoor & Prosad (2017) seperti yang dikutip oleh Hoang (2026) dalam penelitian yang menggunakan teori perilaku keuangan (*behavioral finance*), menjelaskan bahwa pertengahan abad ke-18, dipercaya sebagai titik awal dari perumusan berbagai teori tradisional. Kala itu, Bernoulli (1954) merumuskan sejumlah ide yang kemudian disempurnakan menjadi sebuah konsep pada tahun 1954, dengan bantuan Neumann & Morgenstern (1944), yaitu konsep terkait utilitas sebagai indikator dari kepuasan seorang individu, dalam konteks konsumsi akan suatu barang atau jasa. Konsep tersebut dikenal sebagai *expected utility theory*, yang kemudian dikembangkan oleh Mill (1844), dengan mempertimbangkan berbagai kendala yang dihadapi individu,

dalam upaya memaksimalkan kepuasan atau utilitas. Secara sederhana melalui *expected utility theory*, lahirlah konsep “manusia ekonomi rasional” atau *homo economicus*. Dimana dalam perumusannya, konsep manusia ekonomi rasional memiliki tiga asumsi, yaitu manusia sebagai agen ekonomi adalah individu dengan rasionalitas sempurna (*perfect rationality*), kepentingan diri yang sempurna (*perfect self-interest*), dan informasi yang sempurna (*perfect information*). Adapun melalui ketiga asumsi dalam konsep manusia ekonomi rasional, akan digunakan sebagai dasar dari konsep kerangka keuangan tradisional. Akhir kata, Barberis & Thaler (2003) menambahkan bahwa dalam upaya mencapai solusi yang rasional, seorang *homo economicus* harus memperbaharui pengetahuan dengan informasi terbaru secara tepat, serta menggunakan pengetahuan yang telah diperbaharui tersebut untuk memaksimalkan kepuasan mereka. Dimana dalam konteks manusia sebagai agen ekonomi yang rasional dan cenderung memperbaharui pengetahuan, berbagai teori keuangan tradisional dapat dikembangkan.

Dalam *expected utility theory* yang dirumuskan oleh Bernoulli (1954), serta Neumann & Morgenstern (1944), menyatakan bahwa berbagai individu yang berpartisipasi dalam pasar, cenderung membuat keputusan yang berisiko, berdasarkan perbandingan nilai utilitas yang diharapkan, dengan pilihan yang tersedia. Adapun Kapoor & Prosad (2017) berpendapat bahwa, *expected utility theory* dan turunannya, seperti *subjective expected utility theory*, menjadi salah satu teori yang paling diterima dalam literatur keuangan selama beberapa dekade, khususnya terkait pengambilan keputusan dibawah risiko. Melalui asumsi manusia sebagai agen ekonomi yang cenderung menghadapi risiko, Markowitz (1952) merumuskan sebuah model yang dapat menjelaskan dasar pemilihan portofolio (*portfolio selection*), dari investor. Yaitu investor dalam praktiknya akan merancang sebuah portofolio yang optimal, dengan memilih sejumlah instrumen keuangan yang memiliki risiko dan satu aset

yang bebas risiko. Dimana melalui *portfolio selection model*, berkembang menjadi salah satu model penetapan harga aset paling utama, yaitu *capital asset pricing model (CAPM)*, dalam ilmu keuangan.

CAPM sebagai salah satu model yang dapat menjelaskan hubungan antara risiko (*beta*) dan tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan dari suatu aset, diperdalam oleh Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Mossin (1966), yang membuktikan bahwa hasil perhitungan *return* dalam *CAPM* merupakan estimasi imbal hasil yang wajar, yaitu besarnya pengembalian akan sesuai dengan risiko yang dihadapi, sehingga dapat digunakan sebagai tolok ukur dalam investasi instrumen lain (*benchmark return*). Dalam praktiknya, *CAPM* sebagai salah satu model penetapan harga aset, menggunakan teori Fama (1970) sebagai dasar asumsi. Fama (1970) dalam penelitiannya, merumuskan teori *efficient market hypothesis (EMH)*, yang mendefinisikan pasar dalam kondisi efisien, ketika harga saham mampu mencerminkan seluruh informasi yang tersedia, sehingga mustahil bagi investor dalam praktiknya untuk secara konsisten mendapatkan keuntungan di atas rata-rata (*abnormal return*). Secara sederhana melalui teori *EMH*, *beta* atau risiko pasar menjadi indikator tunggal dalam memprediksi *return* portofolio. Adapun dalam teorinya, Fama (1970) mengklasifikasikan pasar dalam kondisi efisien menjadi tiga bentuk, yaitu bentuk lemah (*weak form*), bentuk semi kuat (*semi strong form*), dan bentuk kuat (*strong form*).

Meskipun terbukti memberikan hasil perhitungan yang mencerminkan kondisi instrumen investasi, Kapoor & Prosad (2017) menjelaskan bahwa, *CAPM* dalam praktiknya memuat sejumlah kelemahan. Secara teori, risiko atau volatilitas hanya dapat dijelaskan oleh kondisi pasar, yaitu *beta* dengan kedudukan sebagai indikator tunggal yang menjelaskan besarnya pengembalian, serta hubungan antara *beta* dan *return* memiliki sifat linear, yaitu semakin besar risiko yang mungkin terjadi di pasar, maka semakin besar pula pengembalian yang mungkin

didapatkan. Adapun Fama & French (1992) dalam penelitian yang membahas kelemahan CAPM, mendapatkan faktor lain yang memberikan pengaruh terhadap *return*, seperti ukuran perusahaan (*size*) dan *book to market equity (B/M ratio)*. Fama & French (1992) dalam temuannya, mendapati saham pada perusahaan dengan ukuran kecil (*small market equity*), cenderung menghasilkan rata-rata *return* yang lebih tinggi, ketimbang yang diprediksi oleh *beta*. Hal ini berbanding terbalik pada perusahaan dengan ukuran besar (*large market equity*), yang cenderung menghasilkan rata-rata *return* lebih rendah, ketimbang yang diprediksi oleh *beta*. Secara sederhana dapat diartikan bahwa ukuran perusahaan memberikan pengaruh negatif terhadap pengembalian perusahaan.

Selain itu, ditemukan bahwa *book to market equity (B/M)* juga memberikan pengaruh signifikan, yaitu perusahaan dengan nilai *B/M* tinggi, cenderung menghasilkan rata-rata *return* yang lebih tinggi. Berbeda pada perusahaan dengan nilai *B/M* rendah, ditemukan bahwa rata-rata *return* yang dihasilkan akan lebih rendah, yang dapat diartikan bahwa nilai *B/M* memberikan pengaruh positif terhadap pengembalian perusahaan. Maka Fama & French (1992) melalui temuan akan faktor lain yang terbukti mempengaruhi *return*, menyempurnakan *CAPM*. Dimana penyempurnaan tersebut pada akhirnya menjadi sebuah model, yaitu *three factor model* yang menyatakan bahwa *expected return* atau pengembalian yang diharapkan melalui investasi suatu instrumen, dapat diperkirakan dengan faktor risiko pasar (*beta*), ukuran perusahaan (*SMB*), dan *book to market ratio (HML)*. Secara singkat melalui *expected utility theory*, dibentuklah konsep *homo economicus*, yang kemudian membentuk *markowitz portfolio theory*. Dimana model pemilihan portofolio oleh investor akan berkembang menjadi model penetapan harga aset, yaitu *capital asset pricing model (CAPM)*. Adapun dalam upaya menjelaskan hubungan antara *beta* dan *return*, *CAPM* menggunakan asumsi pasar efisien, yaitu teori *efficient market hypothesis (EMH)*. Akhir kata, *CAPM*

dan segala kekurangannya disempurnakan oleh Fama & French (1992), dengan menambahkan sejumlah faktor yang terbukti mempengaruhi *return*, yang kemudian dikenal sebagai *three factor model*. Terkait perkembangan teori keuangan tradisional, dapat dijabarkan dalam tabel 2.1.

Tabel 2.1 Perkembangan Teori Keuangan Tradisional

Penulis	Tahun	Temuan
John Stuart Mill	1884	Konsep manusia ekonomi rasional atau <i>Homo Economicus</i>
Daniel Bernoulli	1738 (konsep awal) 1954 (konsep akhir)	<i>Expected Utility Theory</i>
John Von Neumann Oskar Morgenstern	1944	
Harry Markowitz	1952	<i>Markowitz Portfolio Theory</i>
Treynor, Sharpe, dan Lintner	1962 1964 1965	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
Jon Mossin	1966	
Eugene Fama	1970	<i>Efficient Market Hypothesis</i>

Sumber: Kapoor & Prosad (2017)

Eugene Fama seperti yang dikutip oleh Puspita (2025), mengklasifikasikan kondisi pasar efisien dalam teori *EMH* menjadi tiga bentuk, yaitu bentuk lemah (*weak form*), bentuk semi kuat (*semi strong form*), dan bentuk kuat (*strong form*). Pada pasar dengan bentuk lemah, harga yang termuat telah mencerminkan semua informasi di masa lalu, seperti harga historis dan volume perdagangan. Sementara pada pasar dengan bentuk semi kuat, harga yang termuat telah mencerminkan semua informasi di masa lalu, termasuk berbagai informasi yang disajikan untuk publik, seperti laporan keuangan, berita ekonomi, dan pengumuman perusahaan lainnya. Terakhir pada pasar dengan bentuk kuat, harga yang termuat telah mencerminkan semua informasi di masa lalu, termasuk informasi yang disajikan untuk publik, hingga informasi yang secara khusus dimiliki oleh orang dalam (*private*). Secara sederhana dalam teori *EMH*, Bock & Geissel (2024) menjelaskan bahwa sebuah pasar dinyatakan efisien secara informasional, yaitu harga instrumen keuangan telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Adapun melalui jenis informasi yang dicerminkan, pada akhirnya menciptakan bentuk pasar, seperti informasi historis akan menjadi bentuk lemah, informasi publik akan menjadi bentuk semi, dan informasi privat akan menjadi bentuk kuat.

Dalam teori *EMH* yang menekankan kualitas informasi untuk mencerminkan harga pasar, sering kali terdapat hambatan. Pada masa kini, berbagai penelitian terdahulu mendapatkan temuan yang menyatakan bahwa investor dalam praktiknya memiliki tingkat informasi yang berbeda, sehingga menyebabkan pasar menjadi tidak dalam bentuk efisien. Lee et al (2023) dalam penelitian yang berfokus pada pengumuman pembelian kembali saham (*stock repurchase*), mendapatkan temuan yang menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat efisien pasar (bentuk semakin kuat), maka semakin rendah tingkat ketidaktransparan (*opacity*) dalam perusahaan. Terkait tingkat ketidaktransparan diartikan oleh Andrianto (2026), sebagai kecenderungan informasi yang tidak dibagikan secara

menyeluruh atau tidak transparan, dalam berbagai ruang lingkup. Adapun melalui bentuk pasar yang semakin kuat, informasi akan diungkapkan dan disebarluaskan secara menyeluruh, yang dapat disimpulkan bahwa setiap investor memiliki tingkat informasi yang setara, sebagaimana terciptanya pasar yang efisien.

Berbagai temuan lainnya semakin memperkuat pernyataan bahwa terdapat perbedaan tingkat informasi antara investor, seperti Hwang et al (2024) dalam penelitian yang melakukan eksperimen terkait distribusi keuntungan antara kelompok (*cluster*). Dimana hasil penelitian menyatakan bahwa terdapat perbedaan signifikan dalam distribusi keuntungan, sebagaimana setiap kelompok memiliki preferensi dan perilaku yang berbeda, sesuai ketersediaan informasi yang dimiliki. Selain itu, Shu (2024) dalam penelitian yang membahas efisien informasi harga saham, mendapatkan temuan yang menyatakan bahwa interaksi daring antara investor dan perusahaan, secara signifikan meningkatkan efisiensi informasi. Hal ini dapat pula diartikan bahwa perbedaan tingkat informasi akan tercipta, khususnya pada investor dengan interaksi tinggi dan rendah. Pendukung lain yang dikemukakan oleh Rieder (2025) dalam penelitian yang berfokus menjelaskan perbedaan *return*, menyatakan bahwa investor memiliki tingkat informasi yang berbeda (*heterogeneously informed investors*), sebagai salah satu faktor yang menyebabkan perbedaan *return*, selain asumsi akan perbedaan risiko atau preferensi utilitas. Akhir kata, Pan & Yang (2025) dalam penelitian yang membahas efisiensi investasi, mengaitkan kondisi investor yang memiliki perbedaan informasi dengan teori asimetri, yang coba diselesaikan dengan peningkatan kualitas pengungkapan informasi, sesuai teori sinyal.

Secara sederhana, dalam teori EMH terdapat kendala yang mengakibatkan pasar tidak dalam kondisi efisien. Adapun kendala yang dimaksud adalah perbedaan tingkat informasi antara investor, yang dibuktikan dengan berbagai penelitian terdahulu. Dimana melalui

penelitian terdahulu, perbedaan tingkat informasi antara investor dapat dijelaskan melalui teori keuangan, yaitu teori asimetri informasi. Selain itu, dalam upaya menekan perbedaan tingkat informasi, solusi dapat dirumuskan melalui teori sinyal, sebagai dasar pemikiran. Maka berdasarkan penjabaran diatas, dalam penelitian ini akan menggunakan *traditional finance theory*, khususnya *efficient market hypothesis (EMH)*, sebagai landasan teori utama dalam penulisan.

2.1.2 Teori Asimetri Informasi (*Asymmetry Information Theory*)

Asymmetry information theory adalah sebuah teori yang menjelaskan kecenderungan ketimpangan informasi antara satu pihak dengan pihak lain, yang dalam praktiknya menyebabkan ketidakseimbangan. Dirumuskan oleh Akerlof (1970), melalui pengamatan akan pasar mobil bekas di negara Amerika Serikat. Kala itu, masyarakat cenderung membicarakan terkait perbedaan harga antara mobil baru (*brand new*) dan mobil bekas (*second*), yang dirasa sangat mengherankan. Dimana salah satu penjelasan yang cukup diterima pada masa itu adalah istilah "*baru*", yang mengakibatkan perbedaan harga menjadi signifikan. Namun dalam upaya memberikan sudut pandang baru, Akerlof (1970) mengklasifikasikan kendaraan mobil yang tersedia dalam pasar menjadi empat kategori, yaitu mobil baru, mobil bekas, mobil dengan kondisi bagus, dan mobil dengan kondisi buruk (*lemons*). Adapun dalam klasifikasinya, setiap kategori mobil saling berkaitan, seperti mobil baru yang bisa saja dalam kondisi bagus atau buruk, serta mobil bekas yang bisa saja dalam kondisi bagus atau buruk pula. Dalam asumsi Akerlof (1970), individu cenderung membeli kendaraan dengan mengabaikan informasi apakah mobil baru tersebut dalam kondisi bagus atau *lemons*. Tetapi dalam pembeliannya, setiap individu memiliki pengetahuan bahwa mobil yang dibeli memiliki probabilitas kondisi bagus (q), serta probabilitas kondisi *lemons* ($1-q$).

Pengetahuan tersebut kemudian menjadi penilaian sederhana akan harga, yaitu berdasarkan asumsi rata-rata kualitas yang diharapkan. Melalui rentang waktu dan pemakaian, pemilik mobil dapat membentuk penilaian baru akan kualitas mobilnya dengan lebih baik, berdasarkan pengalaman yang dimiliki. Secara sederhana, dapat diartikan bahwa pemilik mobil akan menetapkan probabilitas baru, terhadap kemungkinan bahwa mobil yang dimiliki adalah *lemons*. Dari estimasi baru yang lebih akurat ketimbang estimasi awal, pada akhirnya akan menciptakan asimetri informasi, khususnya ketika mobil yang sudah diketahui kondisinya akan dijual kembali. Yaitu asimetri terjadi ketika penjual sebagai pemilik sebelumnya, memiliki pengetahuan yang lebih banyak mengenai kualitas mobil yang dijual, dibandingkan dengan pembeli. Secara sederhana, *asymmetry information theory* menyatakan bahwa dalam aktivitas jual beli pada pasar, sering kali terdapat salah satu pihak dengan informasi lebih superior dan pihak dengan informasi lebih inferior, yang diartikan pula bahwa terdapat perbedaan tingkat informasi di pasar. Adapun kaitannya dengan ilmu keuangan, Johnson et al (1993) seperti yang dikutip oleh Li et al (2025), menyatakan bahwa informasi adalah dasar dalam pengambilan keputusan ekonomi yang rasional, yaitu seorang investor hanya akan melakukan aktivitas investasi (menyalurkan dana), apabila terdapat informasi yang mumpuni.

Pada penelitian lain yang menjadi pendukung, Chen et al (2023) dengan penelitian yang membahas keputusan investasi masyarakat di negara Tiongkok, khususnya ketika terjadi lonjakan risiko dan ketidakpastian selama pandemi, mendapatkan temuan yang mendukung peran informasi dalam keputusan investasi. Yaitu semakin berkualitas informasi yang tersedia, seperti semakin jelas dan akurat, maka semakin besar pula kemungkinan investor untuk mengambil keputusan investasi yang rasional. Adapun ketersediaan informasi sebagai upaya menghasilkan keputusan investasi yang tepat (rasional), dalam praktiknya sangat

dibutuhkan untuk investasi instrumen saham. Zhao et al (2024) dalam penelitian yang berfokus pada *return* saham, mendapati temuan yang bertentangan dengan teori *EMH*, yaitu pada kenyataannya pasar saham seringkali menunjukkan perilaku spekulatif dan harga tidak selalu mencerminkan kondisi sebenarnya, sebagaimana akibat adanya asimetri informasi dan keterbatasan rasionalitas investor. Melanjutkan penelitian Zhao et al (2024), diketahui bahwa perhatian investor pada pasar cenderung mempengaruhi harga saham (*return*) secara signifikan positif, yaitu apabila perhatian investor meningkat, maka *return* saham pada bulan tersebut akan cenderung ikut meningkat. Hal ini mengisyaratkan bahwa ketersediaan informasi sangat dibutuhkan pada pasar saham, yaitu investor diharuskan untuk menaruh perhatian lebih, dalam upaya mendapatkan informasi.

Temuan lain dalam penelitian Zhao et al (2024) adalah keterbandingan informasi akuntansi (laporan keuangan perusahaan), yang mampu memperkuat hubungan positif antara perhatian investor dan *return*, yaitu perusahaan yang membagikan laporan keuangannya kepada publik, pada akhirnya akan mudah dibandingkan oleh investor, yang menambah informasi akan keputusan investasi. Hal ini mengisyaratkan bahwa informasi akuntansi seperti laporan keuangan perusahaan yang mudah dibandingkan, menjadi salah satu sumber informasi yang akan diperhatikan oleh investor, sehingga mampu memperkuat hubungan positif tersebut. Akhir kata, *underpricing* sebagai salah satu fenomena dalam pasar saham, sering kali dikaitkan dengan berbagai faktor, yang kemudian dihubungkan dengan *asymmetry information theory*. Baker & Gompers (2003) dan Ljungqvist et al (2006), seperti yang dikutip oleh Rossovski et al (2025), berpendapat bahwa teori yang digunakan untuk menjelaskan *return* hari pertama di pasar sekunder (*first day returns*) adalah *asymmetry information theory*, sebagaimana terjadinya perbedaan informasi antara perusahaan *IPO*, perantara keuangan, dan calon investor. Maka

berdasarkan penjabaran diatas, dalam penelitian ini akan menggunakan *asymmetry information theory*, sebagai landasan teori pendukung, dalam upaya menjelaskan fenomena *underpricing*.

2.1.3 Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Signaling theory adalah sebuah teori yang menjelaskan upaya perusahaan dalam mengurangi asimetri informasi, yaitu dengan memberikan berbagai isyarat atau sinyal, seperti prospek dan kinerja keuangan, kepada investor. Dirumuskan oleh Spence (1973), yang kala itu menyadari bahwa istilah sinyal dalam pasar (*market signaling*), belum memiliki definisi yang baku dalam ilmu ekonomi. Selain itu sebagaimana ketidaktahuan akan sinyal dalam pasar, menyebabkan para pelaku pasar (investor), mengambil keputusan investasi di bawah ketidakpastian, karena cenderung kesulitan untuk menginterpretasikan sinyal yang muncul. Adapun dalam teori sinyal, Spence (1973) memberikan ilustrasi berupa aktivitas perekrutan tenaga kerja, yaitu perusahaan sebagai pihak yang memberikan kerja, sering kali tidak mengetahui secara pasti akan produktivitas dari tenaga kerja yang akan direkrut atau setelah direkrut. Dimana dalam kesehariannya, tenaga kerja baru membutuhkan waktu untuk beradaptasi akan tugas, kemudian sering kali dibutuhkan pelatihan yang secara spesifik pada bidang tertentu, dan terdapat masa dalam kontrak yang tidak memperkenankan perusahaan untuk memperbaharui kontrak. Secara sederhana, melalui kondisi perusahaan yang sering kali tidak mengetahui kemampuan produktif dari seorang individu, serta kecenderungan kebutuhan akan adaptasi dan pelatihan, keputusan perusahaan dalam merekrut tenaga kerja baru, memiliki makna yang serupa dengan keputusan investasi, dalam kondisi yang tidak pasti (lotre).

Spence (1973) dalam analogi yang mengartikan perekrutan tenaga kerja baru sebagai lotre, mengasumsikan pemberi kerja (perusahaan) akan membayarkan sejumlah nilai nominal yang setara dengan lotre tersebut,

kepada tenaga kerja baru sebagai upah. Adapun dalam penjelasan sebelumnya, diketahui bahwa perusahaan tidak dapat mengamati kemampuan produktif dari individu, namun terdapat serangkaian data dalam bentuk karakteristik dan atribut dari individu tersebut, yang pada akhirnya membentuk penilaian perusahaan akan lotre yang dibeli. Dimana gambaran yang termuat pada setiap individu, meliputi pendidikan, pengalaman kerja sebelumnya, ras, jenis kelamin, catatan kriminal atau pelayanan militer yang sifatnya opsional, dan berbagai data lainnya yang khas dari individu tersebut. Maka melalui serangkaian informasi yang termuat pada tenaga kerja baru, pada akhirnya akan membantu perusahaan secara tidak langsung (implisit), dalam mengklasifikasikan kategori lotre, menetapkan nominal upah yang layak, dan memposisikan tenaga kerja sesuai bidang pekerjaan yang cocok. Akhir kata, Spence (1973) menjelaskan bahwa berbagai karakteristik dan atribut yang tercermin secara implisit, akan berguna untuk menjelaskan suatu perbedaan, yang maknanya diutaran secara langsung (eksplisit). Yaitu karakteristik dan atribut dengan sifat tetap atau tidak bisa di ubah, serta sifat yang tidak tetap atau bisa diubah.

Dalam penjelasannya, Spence (1973) memberikan contoh pendidikan sebagai atribut yang dapat berubah, sebagaimana perubahan yang didukung oleh investasi dalam bentuk biaya, waktu, dan tenaga. Sementara pada atribut yang tidak dapat berubah, mengambil contoh ras, jenis kelamin dan usia, yang umumnya tidak dapat diubah. Meskipun pada atribut usia dapat berubah seiring waktu, namun perubahan bukan berdasarkan kehendak individu, sehingga tetap dikategorikan sebagai atribut yang tidak dapat berubah. Adapun dalam penyebutannya, atribut yang dikategorikan tidak dapat berubah direferensikan dengan sebutan indeks (*indices*), serta atribut yang dikategorikan dapat berubah direferensikan dengan sebutan sinyal (*signals*). Dimana kaitannya dengan teori, kehadiran indeks dan sinyal memungkinkan perusahaan sebagai

pemberi kerja untuk memiliki *conditional probability distributions* (probabilitas bersyarat), sebagai penilaian. Secara sederhana, Investopedia (2025) menjelaskan terkait probabilitas bersyarat, yaitu peluang terjadinya suatu peristiwa tertentu, yang berdasarkan terjadi atau tidak terjadinya peristiwa lain yang terkait. Artinya, peluang perusahaan mendapatkan tenaga kerja yang produktif atau hasil lotre bagus, akan berdasarkan indeks dan sinyal pada individu tersebut. Hal ini pada akhirnya dianggap sebagai parameter yang mendefinisikan keyakinan pemberi kerja, yaitu karakteristik dan atribut dalam individu yang melamar, dapat digunakan sebagai isyarat akan keyakinan perusahaan.

Pada kutipan sebelumnya, Johnson et al (1993) menyatakan bahwa informasi yang tersedia dalam pasar adalah dasar dari pengambilan keputusan yang rasional. Adapun dalam praktiknya, Lee et al (2023), Hwang et al (2024), dan Rieder (2025), mendapatkan temuan yang menyatakan bahwa antara pelaku pasar (investor), sering kali terjadi perbedaan tingkat informasi, yaitu terdapat investor dengan informasi yang lebih mumpuni dari investor lain, yang pada akhirnya menyebabkan pasar berada dalam kondisi tidak efisien. Secara sederhana, pasar dalam kondisi yang tidak efisien diartikan sebagai kondisi ketika harga saham tidak mencerminkan seluruh informasi yang tersedia, sehingga mengakibatkan investor mendapatkan keuntungan atau kerugian yang melebihi rata-rata, yakni *abnormal return*. Dalam *abnormal return*, salah satu fenomena yang sering kali terjadi adalah fenomena perbedaan harga saham *IPO*, khususnya *underpricing*. Rossovski et al (2025) berpendapat bahwa, dalam upaya menjelaskan fenomena *underpricing*, berbagai penelitian terdahulu menggunakan teori sinyal. Adapun dalam penggunaannya, Booth & Smith (1986) menjelaskan bahwa perusahaan cenderung bertumpu pada mekanisme tertentu, yang bertindak sebagai sinyal berkualitas untuk mengurangi asimetri informasi. Secara sederhana, ketika terdapat kondisi perbedaan tingkat informasi antara investor di

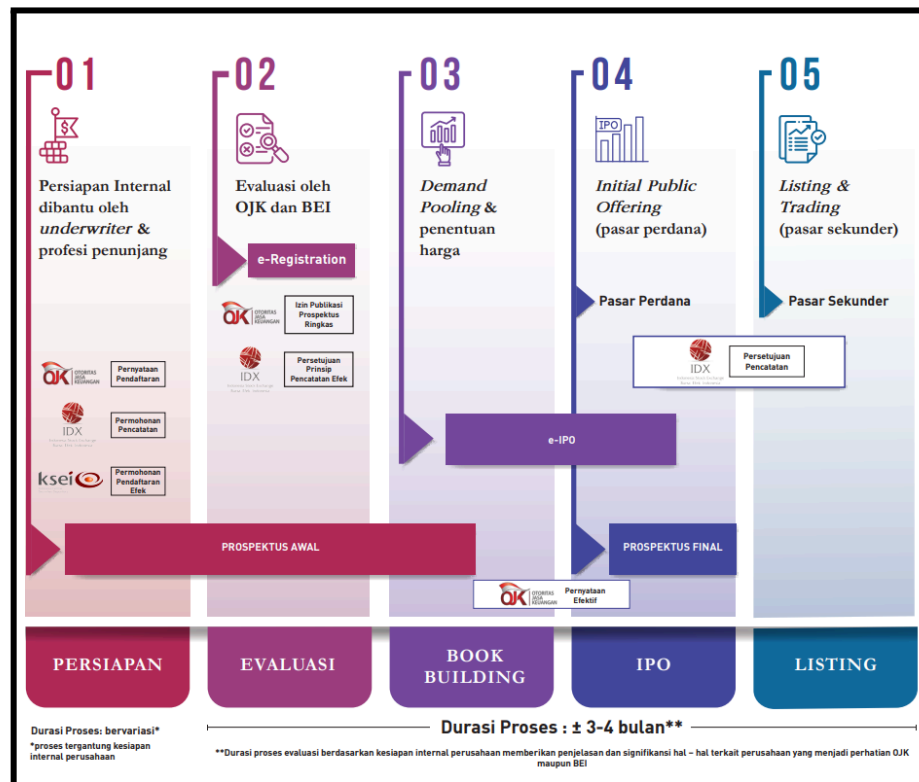
pasar, yang pada akhirnya menyebabkan fenomena *underpricing*, perusahaan mengupayakan perbaikan dengan memberikan berbagai isyarat atau sinyal untuk menyamaratakan informasi di pasar. Akhir kata, salah satu isyarat atau sinyal yang dimaksud menurut Carter & Manaster (1990) dan Lee et al (1999) adalah penjamin emisi efek (*underwriter*), yang kemudian diadopsi oleh Rossovski et al (2025) sebagai indikator pada konstruk *IPO mechanism*.

2.1.4 Pengertian *IPO Mechanism*

Initial public offerings atau disingkat *IPO*, diartikan oleh Ahn & Nam (2013) dan Autore et al (2014), sebagai upaya para pelaku usaha (*entrepreneur*) dalam meningkatkan modal usaha, yaitu melalui mekanisme penerbitan saham. Adapun dalam skala yang lebih besar, Chemmanur & He (2011) menjelaskan bahwa penerbitan *IPO* diartikan sebagai upaya bertumbuh, khususnya bagi perusahaan. Dimana menurut Pastor & Veronesi (2005), perusahaan yang memiliki banyak peluang untuk bertumbuh, sebaiknya mempertimbangkan opsi menghimpun dana dengan penerbitan saham, sebagaimana Myers & Majluf (1984), Ritter & Welch (2002), dan Kim & Weisbach (2008) yang menjabarkan tujuan menghimpun dana selain bertumbuh, yaitu menambah aset, diversifikasi, membayar hutang, memanfaatkan peluang *mispricing*, transfer kekayaan pada pemegang saham lama, hingga meningkatkan likuiditas perusahaan di pasar. Dalam praktiknya, penerbitan saham memiliki mekanisme tertentu, yang cenderung menyesuaikan peraturan dan kebijakan di negara asal. Indonesia sebagai salah satu negara dengan pertumbuhan jumlah investor yang cenderung tinggi, memiliki Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai pasar sekunder untuk perdagangan saham, serta memiliki Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sebagai pengawas yang berasal dari pemerintah.

Terkait mekanisme *IPO* di Indonesia akan menyesuaikan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia (POJK), khususnya Nomor

41/POJK 04/2020, tentang pelaksanaan kegiatan penawaran umum efek bersifat ekuitas, efek bersifat utang, dan/atau sukuk secara elektronik. Dikutip dari situs resmi Otoritas Jasa Keuangan (2020), serangkaian peraturan yang dimaksud adalah bab 1 terkait ketentuan umum yang memuat pasal 1, yaitu definisi penawaran umum, efek, sukuk, pihak, hingga anggota bursa efek. Adapun peraturan akan mencapai bab 12 terkait ketentuan penutup yang memuat pasal 60, yaitu aturan yang menyatakan waktu efektif dari serangkaian peraturan yang telah dirumuskan. Secara sederhana, mekanisme *IPO (IPO mechanism)* dapat diartikan sebagai rangkaian peraturan dalam penerbitan saham, yang melibatkan perusahaan selaku penerbit (*issuer*), penjamin emisi efek selaku agen pemasaran (*underwriter*), dan investor sebagai konsumen. Akhir kata dalam mekanismenya, IDX Go Public (2024) menjelaskan bahwa proses penawaran umum dan pencatatan saham terdiri dari lima tahap. Dimana kelima tahap yang akan dilalui perusahaan menjadi pertanda akan keseriusan dalam menghimpun dana, sebagaimana pertimbangan awal terkait rencana jangka panjang, persentase kepemilikan, hingga pertimbangan akan perubahan susunan direksi atau komisaris perusahaan.



Gambar 2.1 Proses Penawaran Umum dan Pencatatan Saham Di Indonesia

Sumber: *IDX Go Public (2024)*

Terlihat pada gambar 2.1, proses penawaran umum akan dimulai dari tahap persiapan, yaitu perusahaan dalam upaya menerbitkan saham akan membentuk tim internal sebagai persiapan, serta menunjuk *underwriter* dan berbagai lembaga profesi pasar modal lainnya untuk menunjang persiapan. Terkait tim internal adalah kumpulan individu yang memiliki pengetahuan akan aspek keuangan, hukum, dan operasional bisnis, yang sekiranya dapat membantu proses *IPO*, khususnya terkait pembuatan dokumen prospektus. Sementara berbagai lembaga profesi pasar modal lainnya adalah kumpulan pihak profesional yang berasal dari luar perusahaan (eksternal), dengan keterampilan spesifik yang dapat membantu proses *IPO*, seperti penjamin emisi efek (*underwriter*) untuk menawarkan saham kepada investor, kemudian akuntan publik untuk melakukan audit akan laporan keuangan perusahaan, selanjutnya konsultan

hukum untuk masukan akan hukum, berikutnya notaris untuk pembuatan perjanjian, akta, dan perubahan anggaran dasar, lalu penilai untuk menilai aset tetap perusahaan dengan sudut pandang independen, dan terakhir biro administrasi efek untuk urusan administrasi kepemilikan saham perusahaan. Namun dalam praktiknya, perusahaan dapat menambahkan profesi lain, seperti konsultan pajak atau *public relation*, yang sifatnya opsional. Selain mempersiapkan tim dan dokumen untuk *IPO*, dalam tahap persiapan perusahaan akan mengadakan rapat umum pemegang saham (RUPS), sebagaimana upaya mendapatkan persetujuan akan pelaksanaan *IPO*. Yaitu dalam praktiknya, perusahaan dapat menerbitkan saham secara tertutup (*private*), sehingga dalam perubahan menjadi bentuk terbuka (*go public*), perusahaan membutuhkan persetujuan para pemegang saham sebelumnya melalui RUPS.

Pada perusahaan yang sudah menyelesaikan segala dokumen dalam tahap persiapan, tahap selanjutnya adalah pendaftaran. Yaitu perusahaan akan mengajukan permohonan penerbitan saham pada dua lembaga, yaitu Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) terkait pendaftaran saham dan Bursa Efek Indonesia (BEI) terkait pencatatan. Secara sederhana, KSEI dalam situs resmi ksei.co.id menjelaskan bahwa aktivitas pendaftaran pada KSEI adalah terkait mendaftarkan kepemilikan saham secara elektronik, yaitu nama dari entitas perusahaan sebagai pemilik. Sementara aktivitas pencatatan pada BEI adalah terkait perdagangan, yaitu saham perusahaan yang akan diperjualbelikan pada pasar sekunder. Adapun dalam prosesnya, perusahaan diharuskan menyiapkan sejumlah dokumen pendukung, seperti prospektus, laporan keuangan, opini hukum, proyeksi keuangan, dan laporan riset ekuitas, yang sebelumnya telah dipersiapkan oleh tim internal. Melalui pengajuan, BEI akan melakukan pengecekan atas dokumen yang diberikan, serta mengundang perwakilan perusahaan dan profesi penunjang untuk melakukan presentasi akan profil perusahaan dan rencana akan *IPO*, yang

nantinya akan dilanjutkan dengan kunjungan BEI pada perusahaan dan meminta penjelasan tambahan, apabila diperlukan. Akhir kata, apabila BEI menyatakan bahwa perusahaan sudah memenuhi persyaratan, BEI akan memberikan persetujuan prinsip atas permohonan pencatatan, yang diikuti dengan penyampaian pernyataan pendaftaran dan dokumen pendukung lainnya, kepada OJK selaku pengawas. Dimana melalui pernyataan pendaftaran yang diberikan oleh BEI, OJK akan melakukan penelaahan, yaitu menelaah informasi dan muatan informasi dalam prospektus.

Pada perusahaan yang memenuhi penelaahan, yaitu informasi yang disajikan dalam prospektus sudah sesuai dengan kondisi sebenarnya, akan mendapatkan izin publikasi dari OJK sebagai izin resmi untuk penerbitan saham, sesuai tahap ketiga (*bookbuilding*). Dimana melalui izin yang diberikan, IDX Go Public (2024) menjabarkan bahwa perusahaan diperbolehkan untuk melakukan publikasi prospektus secara ringkas di surat kabar, melakukan penawaran awal (*bookbuilding*), dan *public expose*. Adapun dalam praktiknya, izin yang diberikan oleh OJK diartikan sebagai pernyataan efektif, yaitu perusahaan sudah diperbolehkan untuk menyebarkan informasi terkait harga penawaran umum dan lain-lain. Hal ini dapat pula diartikan bahwa *underwriter* sebagai agen pemasaran perusahaan, sudah mendapatkan izin untuk menawarkan saham kepada publik selaku calon pembeli. Secara sederhana, melalui izin yang diberikan oleh OJK, perusahaan dapat melanjutkan tahap berikutnya, yakni tahap penawaran umum. Terkait masa penawaran umum saham, akan dilakukan selama satu hingga lima hari kerja efektif, yaitu hari senin sampai dengan jumat. Adapun dalam masa penawaran, jika permintaan saham melebihi jumlah yang ditawarkan (*oversubscribed*), maka perlu dilakukan penjatahan sesuai mekanisme *IPO*. Mekanisme yang dimaksud, memungkinkan uang pesanan investor yang pesannya tidak dipenuhi untuk dikembalikan (*refund*), setelah penjatahan. Akhir kata,

distribusi saham kepada investor akan dilakukan secara elektronik melalui KSEI, namun tidak dalam bentuk sertifikat.

Pada tahap kelima sekaligus tahap terakhir, IDX Go Public (2024) menjelaskan bahwa setelah perusahaan mendapatkan izin, memasuki masa *bookbuilding*, dan melakukan penawaran umum, perusahaan akan menyampaikan permohonan pencatatan saham pada BEI, dengan memberikan bukti pernyataan pendaftaran dalam tahap dua dan dokumen pendukung lainnya, seperti prospektus atau laporan komposisi pemegang saham. Nantinya BEI akan memberikan persetujuan dan mengumumkan pencatatan saham beserta kode (*ticker code*), sebagaimana keperluan untuk perdagangan di bursa. Adapun kode yang dimaksud akan menjadi kode emiten yang dikenal oleh investor, ketika melakukan transaksi akan saham perusahaan tersebut. Dimana setelah saham tercatat di bursa, investor dapat melakukan aktivitas membeli atau menjual saham, yang dilakukan antara investor dengan bantuan broker atau perusahaan efek yang menjadi anggota terdaftar di BEI. Dalam berbagai pengamatan, aktivitas perdagangan di pasar sekunder sering kali terdapat fenomena perbedaan harga saham *IPO*, yang salah satunya adalah *underpricing*. Adapun Rossovski et al (2025) dalam penelitian yang membahas fenomena perbedaan harga *IPO* di pasar saham Amerika Serikat, merumuskan *IPO mechanism* sebagai salah satu konstruk yang dapat memperkirakan ketidakpastian sebelum *IPO* (*ex-ante uncertainty*) dan permintaan investor sebelum *IPO* (*pre-ipo demand*), sebagaimana perbedaan harga dapat terjadi pada dua sisi pasar, yakni pasar primer ataupun pasar sekunder.

Indikator pertama yang digunakan untuk membangun konstruk *IPO mechanism* adalah harga penawaran (*offer price*), sebagaimana Booth & Chua (1996) yang dikutip oleh Rossovski et al (2025), menjelaskan bahwa harga penawaran adalah prediktor dari ketidakpastian terhadap nilai perusahaan (*firm's value*). Adapun hal ini dapat terjadi, karena harga

penawaran yang cenderung ditentukan sebelum pasar mengetahui nilai sebenarnya dari suatu perusahaan, yang kemudian menyebabkan ketidakpastian. Indikator selanjutnya yang digunakan untuk membangun konstruk adalah *offer-to-first-open dummy*, yaitu Nielsson & Wójcik (2016) yang dikutip oleh Rossovski et al (2025), berpendapat bahwa dalam tanggal pencatatan *IPO* seringkali terdapat ketidakpastian, seperti harga pembuka yang bisa lebih rendah atau tinggi dari harga penawaran, sebagaimana perhatian investor dan permintaan selanjutnya yang menyebabkan koreksi harga. Beralih pada indikator ketiga, Rossovski et al (2025) mengadopsi temuan Benveniste & Spindt (1989), Hanley (1993), dan Loughran & Ritter (2002), terkait *below-range dummy*, sebagaimana rasio dari harga penawaran yang final dan rentang harga penawaran yang diharapkan dalam prospektus awal, merupakan prediktor yang baik terhadap tingkat valuasi pada perdagangan hari pertama. Berikutnya Benveniste & Busaba (1997) seperti yang dikutip oleh Rossovski et al (2025), menggunakan *price support hypothesis* untuk merumuskan *greenshoe option* sebagai indikator.

Secara sederhana, *greenshoe option* diartikan sebagai mekanisme yang memungkinkan penjamin emisi efek (*underwriter*) untuk menjual saham tambahan, berdasarkan tingginya permintaan. Adapun melalui perumusannya, Benveniste & Busaba (1997) berpendapat bahwa *greenshoe option* menciptakan kestabilan pada pasar sekunder, khususnya terkait fluktuasi harga dan permintaan. Meskipun dinilai mampu menstabilkan pasar sekunder, Hanley (1993) berpendapat bahwa penjualan saham *IPO* tambahan, pada akhirnya akan memperbesar kemungkinan terjadinya fenomena perbedaan harga, khususnya *overpricing* dan *underpricing*. Selanjutnya terkait masa tunggu, Chowdhry & Sherman (1996) dan Francis et al (2010) mendefinisikan masa tunggu *IPO* sebagai lamanya waktu antara pengumuman *IPO* dan tanggal perdagangan pertama (*first trading*), yang kemudian digunakan oleh Rossovski et al

(2025) sebagai indikator keenam. Dimana periode tunggu yang lebih lama, akan menimbulkan ketidakpastian terhadap prospek perusahaan *IPO*, yaitu pada akhirnya meningkatkan kemungkinan terjadinya perbedaan harga. Selanjutnya terkait penawaran saham *IPO*, Rossovski et al (2025) menggunakan ukuran penawaran (*deal size*) sebagai indikator tambahan untuk membangun konstruk, sebagaimana Beatty & Ritter (1986) dan Engelen & Essen (2010) yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan kecenderungan spekulatif akan melakukan penawaran yang lebih kecil, sesuai arus kas masa depan perusahaan yang tidak menentu.

Pada tiga indikator terakhir, Rossovski et al (2025) menambahkan indikator *nasdaq dummy*, *underwriter rank*, dan *primary shares*, sebagai penutup untuk membentuk konstruk *IPO mechanism*. Dimana pada *nasdaq dummy*, Graves et al (1993) menjelaskan bahwa *IPO* di *nasdaq* yang kurang teregulasi, cenderung mengalami fenomena *underpricing* yang lebih besar, karena standar pencatatan yang lebih rendah. Adapun secara sederhana, *nasdaq* merupakan indeks pasar saham di negara Amerika Serikat, yaitu gabungan dari berbagai saham yang membentuk suatu indeks. Kemudian pada *underwriter rank*, Krigman et al (2001), Beatty & Ritter (1986), dan Benveniste & Busaba (1997), memiliki pendapat yang serupa bahwa *underwriter* merupakan faktor penting akan keberhasilan penerbitan saham, sebagaimana entitas yang ditunjuk langsung oleh perusahaan untuk memasarkan saham. Dimana dalam praktiknya, Lee et al (1999), Loughran & Ritter (2002), dan Loughran & Ritter (2004), menjelaskan bahwa *underwriter* dengan reputasi tinggi, cenderung memberikan hubungan terbalik dengan tingkat *underpricing IPO*, yang pada akhirnya diadopsi oleh Rossovski et al (2025) sebagai indikator. Terakhir pada *primary shares*, Rossovski et al (2025) menjelaskan bahwa struktur saham berkemungkinan untuk mempengaruhi penetapan harga *IPO*, sebagaimana temuan empiris mengenai saham pasar primer dan sekunder yang tidak konsisten.

Dalam pembuktiannya, Loughran & Ritter (2004) tidak mendapatkan hubungan antara saham sekunder dan undervaluasi *IPO*, yang mana bertentangan dengan Klein & Li (2009), yang menyatakan bahwa saham sekunder memberikan sinyal negatif, karena mencerminkan aksi pencairan (*cash out*) oleh pemegang saham internal. Hal ini pada akhirnya mempengaruhi Rossovski et al (2025) untuk menggunakan saham primer (*primary shares*) sebagai indikator akan *IPO mechanism*, yaitu lemahnya saham sekunder (*secondary shares*) sebagai indikator. Secara sederhana berdasarkan penjabaran, penulis mengadopsi definisi *IPO mechanism* menurut POJK, yaitu rangkaian peraturan dalam penerbitan saham (*IPO*), yang melibatkan berbagai pihak terkait, seperti *issuer*, *underwriter*, dan investor. Dimana Rossovski et al (2025) selaku acuan penulis, merumuskan *offer pricer*, *deal size*, *offer-to-first-open*, *below-range dummy*, *greenshoe option*, *IPO waiting period*, *nasdaq dummy*, *underwriter rank*, dan *primary shares*, sebagai indikator yang membentuk *IPO mechanism*. Adapun dalam praktiknya, penulis melakukan penyesuaian terkait indikator yang dirumuskan oleh Rossovski et al (2025), yaitu mengeliminasi sejumlah indikator, seperti *offer-to-first-open*, *below-range dummy*, *greenshoe option*, *nasdaq dummy*, dan *underwriter rank*.

Pada indikator *offer-to-first-open*, *below-range dummy*, *nasdaq dummy*, dan *underwriter rank*, eliminasi dilakukan sebagaimana indikator yang bersifat dummy atau dikotomis, yaitu hanya memiliki dua kemungkinan jawaban. Terkait jawaban yang dimaksud adalah bernilai “1” jika indikator sesuai dengan kriteria dan bernilai “0” jika tidak sesuai kriteria. Contoh pada indikator *nasdaq dummy*, sampel akan diberikan nilai 1 jika termasuk dalam jajaran *nasdaq*, sementara akan diberikan nilai 0 jika tidak termasuk. Adapun dalam pengolahan, variabel *dummy* mengakibatkan perangkat lunak *IBM SPSS Statistics* tidak mampu

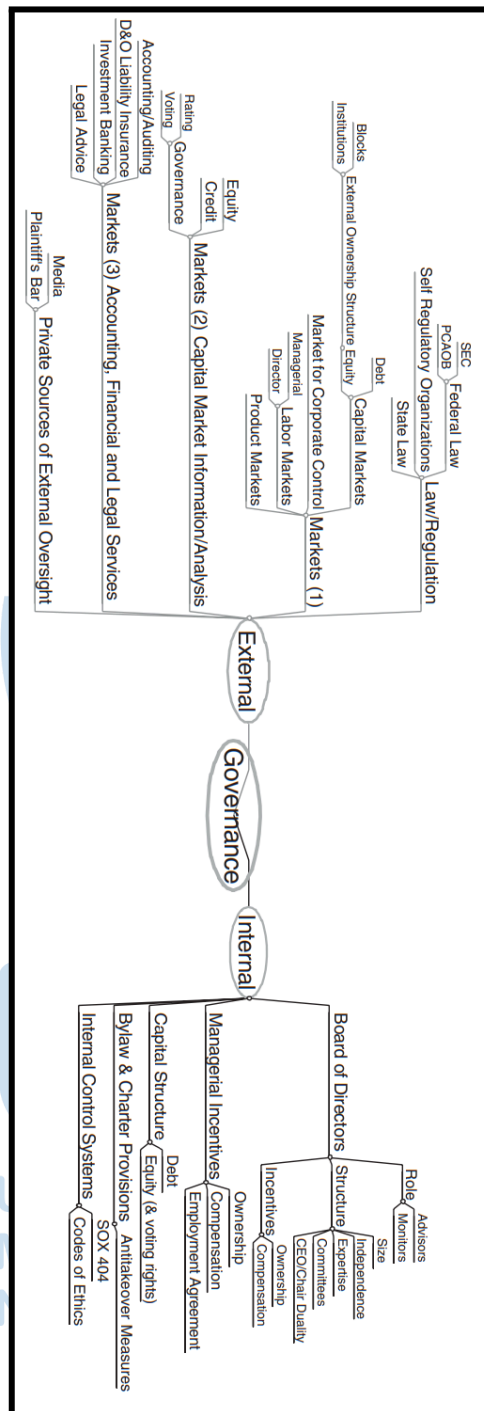
mengolah data, yang tersaji dalam dua bentuk saja (1 dan 0). Dimana dalam berbagai kesempatan, indikator *dummy* yang tetap diikutsertakan untuk diolah, pada akhirnya menyebabkan singularitas matriks (*error*). Terakhir pada indikator *greenshoe option*, hampir keseluruhan sampel tidak menghasilkan data terkait indikator, yaitu hanya terdapat satu atau dua sampel saja yang memberikan data terkait indikator. Hal ini pada akhirnya menyebabkan data tersaji dalam dua bentuk, yang seperti sebelumnya akan mengakibatkan singularitas matriks.

2.1.5 Pengertian *Corporate Governance*

Corporate governance atau tata kelola perusahaan, memiliki berbagai definisi menurut penelitian terdahulu, seperti Shleifer & Vishny (1997) yang mengartikan tata kelola perusahaan sebagai praktik dalam memastikan pengembalian investasi, kepada para penyedia dana di perusahaan. Dimana dalam definisi tersebut, upaya pengembalian akan berfokus pada tindakan investor yang mengendalikan manajer, yaitu bagaimana manajer menciptakan pengembalian, menghindari penyalahgunaan, dan memilih proyek yang tepat. Pengertian lain menurut Denis & McConnell (2003), yang mendefinisikan tata kelola perusahaan sebagai seperangkat mekanisme, baik itu bersifat institusional atau pasar, yang mendorong pengendali dengan orientasi akan kepentingan tersendiri, untuk mengambil keputusan yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan bagi para pemiliknya (penyedia modal). Adapun Gillan (2006) memberikan definisi yang lebih mendalam akan tata kelola perusahaan, yaitu suatu sistem hukum, aturan, dan serangkaian faktor, yang mampu mengendalikan operasional dari perusahaan. Dimana dalam praktiknya, sistem tata kelola perusahaan akan berkaitan dengan dua kelompok yang berbeda sesuai sifatnya, yaitu kelompok dengan sifat internal dan eksternal. Pada kelompok dengan sifat internal, manajemen akan bertindak sebagai pemegang saham, yang kemudian menentukan aset untuk investasi dan cara membiayai aset tersebut. Terkait kedudukan, terdapat dewan

direksi sebagai puncak, yang memiliki tugas untuk memberikan nasehat, mengawasi, dan melakukan tanggung jawab dalam merekrut, memberhentikan, serta menentukan kompensasi bagi tim manajemen senior. Adapun pada kelompok dengan sifat eksternal, cenderung berasal dari entitas lain diluar struktur perusahaan, seperti karyawan, pemasok, pemangku kepentingan, dan pelanggan. Dalam praktiknya, kelompok dengan sifat eksternal melakukan aktivitas di lingkungan politik, hukum, dan regulasi, yang dapat juga disebut sebagai pasar. Akhir kata, menyadari bahwa tata kelola perusahaan yang berada diantara dua kelompok dengan sifat berbeda, Gillan (2006) mengadopsi sebuah model yang memposisikan kedudukan tata kelola perusahaan di tengah, yaitu diantara kelompok bersifat internal dan kelompok bersifat eksternal. Nantinya setiap kelompok akan dibentuk menjadi lima kategori, yang mana tiap kategori akan memiliki kategori tambahan, untuk menguraikan kelompok tersebut. Terkait model dan kategori yang dimaksud adalah sebagai berikut;





Gambar 2.2 *Framework* Definisi *Corporate Governance* (Tata Kelola Perusahaan)

Sumber: *Gillan (2006)*

Terlihat pada gambar 2.2, kelompok dengan sifat internal akan diposisikan sebelah kanan, yang terdiri dari lima kategori berupa *board of*

directors, managerial incentives, capital structure, bylaw & charter provisions, dan internal control systems. Adapun pada kategori *board of directors* akan memuat kategori tambahan, yakni *role, structure, dan incentives,* yang memuat kategori tambahan lainnya. Sementara pada kategori *managerial incentives* akan memuat kategori tambahan berupa *ownership, compensation, dan employment agreement.* Berikutnya pada kategori *capital structure* akan memuat kategori tambahan berupa *debt, equity, dan voting rights.* Selanjutnya pada kategori *bylaw & charter provisions* hanya akan memuat satu kategori tambahan, yaitu *antitakeover measures* yang sifatnya alternatif. Terakhir pada kategori *internal control system,* kategori tambahan yang termuat antara lain *SOX 404 dan codes of ethics.* Kategori berbeda diklasifikasikan pada kelompok dengan sifat eksternal, yang diposisikan sebelah kiri, yakni *law and regulation, market 1, market 2 (capital market information), market 3 (accounting, financial, and legal services), dan private sources of external oversight.* Pada kategori *law and regulation,* terdapat kategori tambahan berupa *federal law, self regulatory organizations, dan state law,* yang nantinya terdapat kategori tambahan lainnya. Kemudian pada kategori *market 1,* terdapat kategori tambahan berupa *capital markets, market for corporate control, labor markets, dan product markets,* serta berbagai kategori tambahan lainnya. Selanjutnya pada *market 2,* terdapat kategori tambahan berupa *equity, credit, dan governance,* dimana pada kategori *governance* terdapat kategori lainnya. Berpindah pada *market 3,* terdapat kategori tambahan lainnya berupa *accounting and auditing, D&O liability insurance, investment banking, dan legal advice.* Terakhir pada kategori *private sources of external oversight,* hanya terdapat dua kategori tambahan, yakni *media dan plaintiff's bar.*

Rossovski et al (2025) melalui gagasan berbasis teori agensi (*agency theory*), merumuskan *corporate governance* sebagai salah satu konstruk untuk menjelaskan fenomena perbedaan harga saham *IPO,*

khususnya *overpricing*. Secara sederhana terkait *agency theory* dirumuskan oleh Jensen & Meckling (1976), yang menjelaskan hubungan kontrak antara prinsipal (pemegang saham) dan agen (manajemen), yang mana sering kali terdapat perbedaan kepentingan yang memicu konflik dan menciptakan biaya agensi (*agency costs*). Adapun dalam perumusan *corporate governance*, Latham & Braun (2010) menjelaskan bahwa investor cenderung menuntut sinyal untuk mengurangi potensi masalah keagenan yang muncul, sebagaimana kepemilikan yang tersebar. Namun sesuai teori agensi, sering kali terjadi konflik perbedaan kepentingan, antara pemegang saham yang memiliki sumber daya modal, dengan manajemen yang mengendalikan sumber daya tersebut. Akhir kata sebagai pendukung, Field & Karpoff (2002) dan Baker & Gompers (2003), seperti yang dikutip oleh Rossovski et al (2025), menyatakan bahwa pemegang saham sebelum *IPO* memiliki keinginan yang kuat untuk mengadopsi *corporate governance*, guna memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini dapat diartikan bahwa pemegang saham lama, seperti pendiri, investor awal, atau pihak penanam modal terkait, meyakini bahwa pembentukan tata kelola perusahaan yang baik sebelum *IPO*, dapat meningkatkan nilai perusahaan dan harga saham setelah *IPO*.

Dalam membangun konstruk *corporate governance*, Rossovski et al (2025) menggunakan indikator *board size*, sebagaimana Baker & Gompers (2003) yang menyatakan bahwa fenomena perbedaan harga saham *IPO*, berkemungkinan lebih rendah pada perusahaan dengan ukuran dewan yang lebih kecil, yaitu akibat komunikasi yang lebih efisien dan biaya agensi yang lebih rendah. Selain itu, Rossovski et al (2025) mengambil rekomendasi dari berbagai temuan penelitian terdahulu, seperti Badru et al (2019) dan Reutzel & Belsito (2015) yang merekomendasikan keberadaan perempuan dalam dewan (*female ratio*), serta Arthurs et al (2008) yang merekomendasikan *succession rate*, sebagai indikator dalam *corporate governance* akan keterkaitannya dengan *return* saham *IPO*. Adapun pada

indikator lain, Feng et al (2019) merekomendasikan *network size*, sebagaimana perusahaan dengan jaringan yang lebih luas, dapat meningkatkan permintaan investor terhadap saham *IPO*, karena berkurangnya asimetri informasi. Selain itu, Gounopoulos et al (2021) memberikan rekomendasi terkait penggunaan usia *chief executive officer* (*CEO age*), karena *CEO* dengan usia yang lebih muda cenderung kurang berpengalaman, yang pada akhirnya meningkatkan ketidakpastian di pasar. Hal ini berbeda dengan *CEO* yang memiliki usia lebih matang, yaitu mengakumulasi pengalaman semasa hidup, serta berkaitan dengan tingkat *undervaluation* yang lebih rendah. Pada indikator terakhir, Rossovski et al (2025) mengadopsi rekomendasi dari Bertoni et al (2023), McGuinness (2018), Bhagat & Bolton (2008), yaitu indikator *CEO duality* untuk membangun konstruk. Dimana *CEO* yang memiliki peran tambahan, khususnya merangkap menjadi ketua dewan, menyebabkan timbulnya biaya pengawasan tambahan dan membatasi kemampuan dewan, sehingga meningkatkan ketidakpastian terhadap arus kas di masa depan. Hal ini pada akhirnya menyebabkan fenomena perbedaan harga saham *IPO*, sebagaimana munculnya ketidakpastian dalam perusahaan.

Maka berdasarkan penjabaran, penulis mengadopsi definisi *corporate governance* menurut Gillan (2006), yaitu suatu sistem hukum, aturan, dan serangkaian faktor, yang mampu mengendalikan operasional dari perusahaan, dengan memperhatikan kaitan antara kelompok bersifat internal dan eksternal. Dimana Rossovski et al (2025) selaku acuan penulis, merumuskan *board size*, *female ratio*, *succession rate*, *network size*, *CEO age*, dan *CEO duality* sebagai indikator yang membentuk *corporate governance*. Adapun dalam praktiknya, penulis melakukan penyesuaian terkait indikator yang dirumuskan oleh Rossovski et al (2025), yaitu mengeliminasi sejumlah indikator, seperti *female ratio*, *succession rate*, dan *CEO duality*. Pada indikator *female ratio*, eliminasi dilakukan sebagaimana kecenderungan anggota dewan direksi yang

dipimpin oleh individu dengan jenis kelamin pria, yaitu hanya sedikit sampel perusahaan yang memiliki individu dengan jenis kelamin wanita, sebagai anggota dewan direksi. Beralih pada indikator *succession rate*, eliminasi dilakukan sebagaimana tidak tersedianya ukuran yang pasti terkait indikator tersebut. Rossovski et al (2025) dalam penelitiannya, mengukur *succession rate* dengan memperhatikan usia anggota dewan direksi ketika IPO, yakni mengelompokkan usia dikategori pensiun. Namun dalam upaya mengadopsi indikator, tidak ditemukannya ketentuan dari usia yang dikategorikan sebagai usia pensiun, yang pada akhirnya menyulitkan peneliti untuk mengadopsi indikator. Terakhir pada indikator *CEO duality*, eliminasi dilakukan sebagaimana indikator yang bersifat *dummy*, yang dapat menyebabkan singularitas matriks.

2.1.6 Pengertian *Firm Characteristics*

Firm characteristics atau karakteristik perusahaan, diartikan oleh Nkundabanyanga et al (2020) sebagai atribut pembeda dari perusahaan, yang memuat dimensi fisik, fungsional, dan operasional dalam perusahaan tersebut. Klapper & Richmond (2011), Geroski et al (2009), McMahon (2002), dan Dean et al (2000), selaku peneliti terdahulu yang dikutip oleh Nkundabanyanga et al (2020), menjabarkan berbagai atribut pembeda yang dimaksud, seperti ukuran perusahaan (*size*), lama berdiri (*length of existence*), hingga diversifikasi usaha (*firm diversification*). Secara sederhana, *firm characteristics* berfokus pada pembentukan perusahaan, melalui serangkaian atribut yang dimiliki, seperti ukuran, usia, dan cakupan perusahaan. Yaitu segala atribut yang dimiliki akan menjadi ciri khas perusahaan, yang membedakan dengan perusahaan lain. Sementara *corporate governance* berfokus pada pengelolaan perusahaan, yaitu bagaimana manajerial menjalankan perusahaan dengan sistem yang telah dibentuk. Adapun Jiang et al (2011) dan Ozer & Markóczy (2010) menjelaskan bahwa karakteristik perusahaan memiliki keterkaitan dengan sumber daya, kumpulan pengalaman, dan sifat bisnis yang dijalankan oleh

perusahaan. Yaitu dalam praktiknya, perusahaan dengan karakteristik ukuran besar, cenderung memiliki sumber daya yang lebih mumpuni daripada perusahaan dengan karakteristik ukuran kecil. Serta pada perusahaan dengan karakteristik *mature*, cenderung memiliki akumulasi pengalaman yang lebih banyak, ketimbang perusahaan dengan karakteristik baru (*young*). Akhir kata, melalui atribut yang menjadi ciri khas perusahaan, Rossovski et al (2025) yang meneliti terkait fenomena perbedaan harga saham *IPO*, menambahkan *firm characteristics* pada perusahaan yang melakukan *IPO*, kedalam fokus pembahasan. Hal ini sebagaimana dalam proses penerbitan saham, informasi terkait karakteristik perusahaan cenderung tidak dimiliki investor secara lengkap, yang pada akhirnya menyebabkan ketidakpastian dan mempengaruhi harga saham *IPO*.

Firm characteristics yang diadopsi oleh Rossovski et al (2025) akan menjadi sebuah konstruk, yang dibangun dengan berbagai indikator, salah satunya adalah *company age*. Hal ini sebagaimana temuan Ritter (1984), Rock (1986), dan Engelen & Essen (2010), yang menyatakan bahwa tingkat ketidakpastian memiliki hubungan dengan *company age*, yaitu perusahaan dengan kategori karakteristik muda (baru dibangun), menunjukkan ketidakpastian yang tinggi terkait nilai perusahaan, sehingga pada akhirnya mendorong investor untuk meminta kompensasi yang lebih besar (*underpricing*). Adapun pada indikator berikutnya, Rossovski et al (2025) merumuskan *firm size* sebagai indikator untuk membangun konstruk *firm characteristics*, sebagaimana Brau & Fawcett (2004), serta Engelen & Essen (2010) yang mendapatkan temuan bahwa perusahaan dengan karakteristik ukuran yang lebih besar, dinilai mampu dalam mengurangi ketidakpastian. Yaitu ukuran perusahaan akan menjadi sinyal positif bagi investor, yang kemudian menciptakan keberhasilan dalam *IPO*. Berpindah pada Baker & Gompers (2003), Levis (2011), dan Michaely & Shaw (1994), yang menggunakan gagasan sertifikasi

(*certification*) dalam penelitian terkait *IPO*, mendapatkan temuan yang menyatakan bahwa partisipasi *private equity (PE)* dan *venture capital (VC)*, khususnya sebelum penerbitan saham (*IPO*), akan menjadi isyarat positif bahwa perusahaan memiliki kualitas yang baik, sehingga menciptakan keberhasilan dalam penerbitan saham.

Secara sederhana melalui penelitian terdahulu, Rossovski et al (2025) merumuskan *firm size*, *private equity*, dan *venture capital*, sebagai indikator yang membentuk konstruk. Pada penjelasan sebelumnya, diutrakan bahwa dalam proses penerbitan saham, perusahaan dapat membentuk tim internal untuk menyusun dokumen, yang mana salah satu anggota dapat berasal dari akuntan publik, selaku auditor. Terkait auditor, Beatty & Ritter (1986) menyatakan bahwa perusahaan yang mempekerjakan auditor berkualitas, cenderung lebih rendah mengalami fenomena perbedaan harga, yaitu *return* hari pertama yang positif, namun tidak terlalu tinggi. Adapun Chang et al (2008) memberikan pernyataan serupa, yang pada akhirnya mendorong Rossovski et al (2025) untuk merumuskan auditor, sebagai salah satu indikator. Dalam praktiknya, penerbitan saham yang dilakukan secara elektronik, cenderung bergantung pada ketersediaan teknologi di perusahaan. Hal ini sesuai dengan pernyataan Engelen & Essen (2010), Rock (1986), dan Michaely & Shaw (1994), yang pada akhirnya membentuk *information technology (IT)*, sebagai indikator tambahan. Akhir kata, Rossovski et al (2025) merumuskan indikator lain yang terkait karakteristik keuangan, sebagaimana perusahaan yang ingin menerbitkan saham, cenderung membutuhkan modal untuk penerbitan. Pada karakteristik keuangan perusahaan penerbit, Koop & Li (2001) mendapatkan temuan berupa fenomena perbedaan harga saham *IPO*, cenderung dialami perusahaan dengan potensi laba rendah. Hal ini sebagaimana potensi laba rendah yang ditampilkan perusahaan, pada akhirnya menurunkan ekspektasi akan keberhasilan perusahaan di masa mendatang. Adapun sebagai pendukung,

Busaba (2006) menambahkan bahwa penurunan ekspektasi akan keberhasilan perusahaan, pada gilirannya akan meningkatkan risiko yang dirasakan investor, yaitu risiko *leverage*. Indikator terakhir dalam karakteristik keuangan menurut Engelen & Essen (2010), Ritter & Welch (2002), dan Signori (2018) adalah *return on assets (RoA)*, yang diyakini memainkan peran signifikan dalam menurunkan fenomena perbedaan harga saham *IPO*.

Maka berdasarkan penjabaran, penulis mengadopsi definisi *firm characteristics* menurut Nkundabanyanga et al (2020), yaitu *firm characteristics* adalah atribut pembeda dari perusahaan, yang memuat dimensi fisik, fungsional, dan operasional dalam perusahaan tersebut. Dimana Rossovski et al (2025) selaku acuan penulis, merumuskan *company age, private equity, auditor, venture capital, information technology, firm size, leverage, dan return on assets* sebagai indikator yang membentuk *firm characteristics*. Adapun dalam praktiknya, penulis melakukan penyesuaian terkait indikator yang dirumuskan oleh Rossovski et al (2025), yaitu mengeliminasi sejumlah indikator, seperti *private equity, auditor, venture capital, dan information technology*. Pada keempat indikator tersebut, eliminasi dilakukan sebagaimana indikator yang bersifat *dummy*, yaitu hanya terdapat dua kemungkinan jawaban. Contoh pada *private equity*, indikator akan bernilai “1” jika perusahaan sampel mendapatkan dukungan dana dan bernilai “0” jika perusahaan sampel tidak mendapatkan dukungan dana. Secara sederhana terkait keempat indikator yang dieliminasi, sebagaimana upaya penulis untuk menghindari singularitas matriks.

2.1.7 Pengertian *Market Conditions*

Pasar dalam pengertian sederhana, diartikan sebagai tempat bertemunya penjual dan pembeli. Dalam upaya memahami definisi pasar yang lebih luas, Pleatsikas & Teece (2001) berpendapat bahwa kunci dari

definisi yang sesuai adalah pemahaman akan sifat dan jenis persaingan, yang sedang terjadi di pasar. Adapun terkait pasar saham, Jensen et al (1996) menjelaskan bahwa pemahaman akan pasar saham, dapat diperdalam melalui hasil penelitian Fama (1970), yang mengklasifikasikan pasar saham menjadi tiga bentuk. Pada berbagai bentuknya, pasar saham memiliki mekanisme yang tetap, sebagaimana dijelaskan oleh Cespa (2004), yaitu terdapat mekanisme perdagangan yang berbasis permintaan (*demand*) dan penawaran (*supply*). Akhir kata, Ho & Iyke (2017) dalam penelitian terkait faktor-faktor yang menentukan perkembangan pasar saham, merumuskan dua faktor yang paling menentukan perkembangan, yaitu faktor makroekonomi dan faktor institusi. Pada faktor makroekonomi mencakup tingkat perkembangan ekonomi dalam negara, tingkat inflasi, suku bunga, nilai tukar, dan arus modal. Sementara pada faktor institusi mencakup sistem hukum, perlindungan hukum, tata kelola perusahaan, liberalisasi pasar keuangan, dan keterbukaan perdagangan. Secara sederhana, definisi kondisi pasar atau *market conditions*, khususnya kondisi perdagangan saham, mengacu pada berbagai rumusan peneliti terdahulu, yaitu keadaan pasar saham yang terdiri dari lingkungan makro ekonomi dan institusional, yang mampu mempengaruhi mekanisme perdagangan saham.

Rossovski et al (2025) dalam penelitian yang membahas fenomena perbedaan harga saham *IPO*, dalam praktiknya menggunakan *market conditions* sebagai salah satu indikator. Hal ini sebagaimana Chemmanur & He (2011) dan Lowry et al (2009), yang memberikan gagasan terkait *market timing* dalam pengaruhnya terhadap harga saham *IPO*, yaitu kecenderungan perusahaan untuk melakukan penerbitan (*go public*), ketika kondisi pasar dinilai menguntungkan. Adapun berbagai indikator yang dimaksud untuk membangun konstruk *market conditions* adalah *gross domestic product (GDP)* dalam hitungan triwulan, sebagaimana rekomendasi Lin et al (2013), kemudian perubahan bulanan dari tingkat

suku bunga (*interest rates*), sebagaimana rekomendasi Chowdhry & Sherman (1996), berikutnya perubahan indeks pasar saham (*market index*), seperti rekomendasi Ljungqvist et al (2006), dan indeks volatilitas akhir bulan (*VIX*), sesuai rekomendasi Thompson (2016) dan Busaba et al (2015). Akhir kata, pada salah satu indikator terakhir, Ibbotson (1975) dan Lowry et al (2009) melalui pengamatan, menyatakan bahwa pasar *IPO* cenderung menunjukkan fluktuasi yang dramatis selama bertahun-tahun.

Terkait fluktuasi dapat disebabkan oleh krisis, yakni krisis keuangan atau gelembung krisis, yang pada akhirnya menarik perhatian Ljungqvist & Wilhelm (2003), karena krisis dapat meningkatkan fenomena *underpricing*. Maka berdasarkan penjabaran tersebut, Rossovski et al (2025) merumuskan indikator *crisis dummy*, untuk membangun konstruk *market conditions*. Sementara pada indikator terakhir, Ibbotson (1975), Purnanandam & Swaminathan (2004), dan Lowry et al (2009), memberikan rekomendasi *hot issue market*, yaitu kecenderungan hubungan antara volume *IPO* dan *return* hari pertama, sebagaimana perusahaan yang memilih untuk melakukan penerbitan dalam momentum volume yang meningkat. Maka berdasarkan penjabaran, penulis mengadopsi indikator dari Rossovski et al (2025) selaku acuan, yang merumuskan *crisis dummy*, *VIX*, Δ *interest rate* (sebagai besarnya perubahan), Δ *GDP*, Δ *index*, dan *hotness dummy* sebagai indikator yang membentuk *market conditions*. Adapun dalam praktiknya, penulis melakukan penyesuaian terkait indikator yang dirumuskan oleh Rossovski et al (2025), yaitu mengeliminasi sejumlah indikator, seperti *crisis dummy* dan *hotness dummy*. Serta melakukan modifikasi pada indikator *VIX* dan Δ *index*. Pada indikator *crisis dummy* dan *hotness dummy*, eliminasi dilakukan sebagaimana indikator yang bersifat *dummy*, yaitu hanya terdapat dua kemungkinan jawaban. Contoh pada indikator *crisis dummy* akan bernilai “1” jika perusahaan sampel menerbitkan *IPO* ketika kondisi ekonomi sedang bertumbuh dan bernilai “0” jika perusahaan sampel

menerbitkan IPO ketika kondisi ekonomi sedang merosot. Sementara pada indikator *VIX* dan *A index*, modifikasi dilakukan sebagaimana indikator yang mengukur suatu aspek yang secara spesifik hanya tersedia di negara penulis acuan. Contoh indikator *VIX* yang mengukur indeks volatilitas (volatility index), yang mana hanya tersedia di negara Amerika Serikat. Adapun penulis melakukan modifikasi pada indikator *VIX*, dengan mengukur standar deviasi *return* saham, yang memiliki kemampuan setara dalam menjelaskan volatilitas. Terakhir pada indikator *A index*, modifikasi dilakukan dengan mengukur *return* indeks saham negara penulis (Indonesia), yakni IHSG.

2.1.8 Pengertian IPO Underpricing

IPO underpricing merupakan fenomena perbedaan harga saham *IPO*, yang dirumuskan oleh Ritter & Welch (2002) dalam literatur yang berjudul "*A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*". Dalam pengamatannya, Ritter & Welch (2002) melihat bahwa harga saham *IPO* cenderung berbeda, yaitu antara pasar primer yang ditawarkan langsung oleh perusahaan melalui *underwriter* dan pasar sekunder yang diperjualbelikan pada bursa. Adapun dalam praktiknya, Ritter & Welch (2002) menjabarkan formula untuk mengklasifikasikan fenomena perbedaan harga, yaitu menggunakan perbandingan yang berasal dari harga penutup (*closing price*) di hari pertama pada pasar sekunder, yang dikurangi terlebih dahulu dengan harga penawaran (*offering price*) pada pasar primer dan kemudian dibagi dengan harga penawaran (*offering price*), yang sebelumnya digunakan. Apabila hasil perhitungan menunjukkan nilai positif, maka saham *IPO* atau emiten akan dikategorikan sebagai *underpricing*, yang juga disebut sebagai *positive first day return*. Melalui formula klasifikasi fenomena perbedaan harga karya Ritter dan Welch, Rossovski et al (2025) mengadopsi formula tersebut untuk mengkaji fenomena perbedaan harga saham *IPO*, namun dalam konteks harga pada pasar sekunder yang lebih rendah dari pasar

primer. Dimana Rossovski et al (2025) menyatakan bahwa hasil perhitungan yang menunjukkan nilai negatif, maka saham *IPO* atau emiten akan dikategorikan sebagai *overpricing*, yaitu kebalikan dari *positive first day return* atau disebut *negative first day return*. Akhirnya kata dalam perkembangannya, kategori fenomena perbedaan harga *IPO* akan bertambah satu kategori, yaitu melalui hasil perhitungan Rossovski et al (2025) yang menunjukkan nilai sama dengan nol (*at par*), yang dapat diartikan bahwa harga penawaran pada pasar primer akan sama dengan harga penutup di hari pertama pada pasar sekunder. Adapun dalam kondisi ini, saham *IPO* atau emiten akan dikategorikan sebagai *fair pricing*, dengan bentuk berbeda dari *positive first day return* dan *negative first day return*, yaitu *zero first day return*. Secara sederhana, dapat diartikan bahwa kondisi *fair pricing* tidak mengalami fenomena perbedaan harga, yaitu harga saham *IPO* sudah memenuhi tujuan penerbitan, yang terlihat dari tidak adanya perbedaan harga di kedua pasar. Terkait formula klasifikasi dan klasifikasi adalah sebagai berikut;

$$r = \frac{P_c - P_o}{P_o} \dots\dots\dots(2.1)$$

Ket: Rumus Menghitung Perbedaan Harga Saham *IPO*

Sumber: Ritter & Welch (2002); Rossovski et al (2025)

Tabel 2.2 Klasifikasi Harga Saham *IPO*

Klasifikasi	Definisi	Sumber
<i>IPO Underpricing</i>	Kondisi ketika saham <i>IPO</i> menunjukkan harga penawaran (<i>offering price</i>) pada pasar primer yang lebih kecil dari harga penutup (<i>closing price</i>) di hari pertama	Ritter & Welch (2002)

	pada pasar sekunder. Secara sederhana mengalami <i>positive first day return</i> .	
<i>IPO Overpricing</i>	Kondisi ketika saham <i>IPO</i> menunjukkan harga penawaran (<i>offering price</i>) pada pasar primer yang lebih besar dari harga penutup (<i>closing price</i>) di hari pertama pada pasar sekunder. Secara sederhana mengalami <i>negative first day return</i> .	<i>Rossovski et al (2025)</i>
<i>IPO Fairpricing</i>	Kondisi ketika saham <i>IPO</i> menunjukkan harga penawaran (<i>offering price</i>) pada pasar primer yang sama dengan harga penutup (<i>closing price</i>) di hari pertama pada pasar sekunder. Secara sederhana mengalami <i>Zero first day return</i> .	<i>Rossovski et al (2025)</i>

Sumber: Modifikasi Ritter & Welch (2002); Rossovski et al (2025)

Maka berdasarkan penjabaran tersebut, penulis mengadopsi definisi *IPO underpricing* menurut Ritter & Welch (2002), yang menyatakan bahwa *IPO underpricing* adalah fenomena perbedaan harga saham *IPO*, khususnya ketika harga penawaran pada pasar primer yang lebih rendah, dari harga penutup di hari pertama pada pasar sekunder.

2.1.9 Pengertian *Firm Performance*

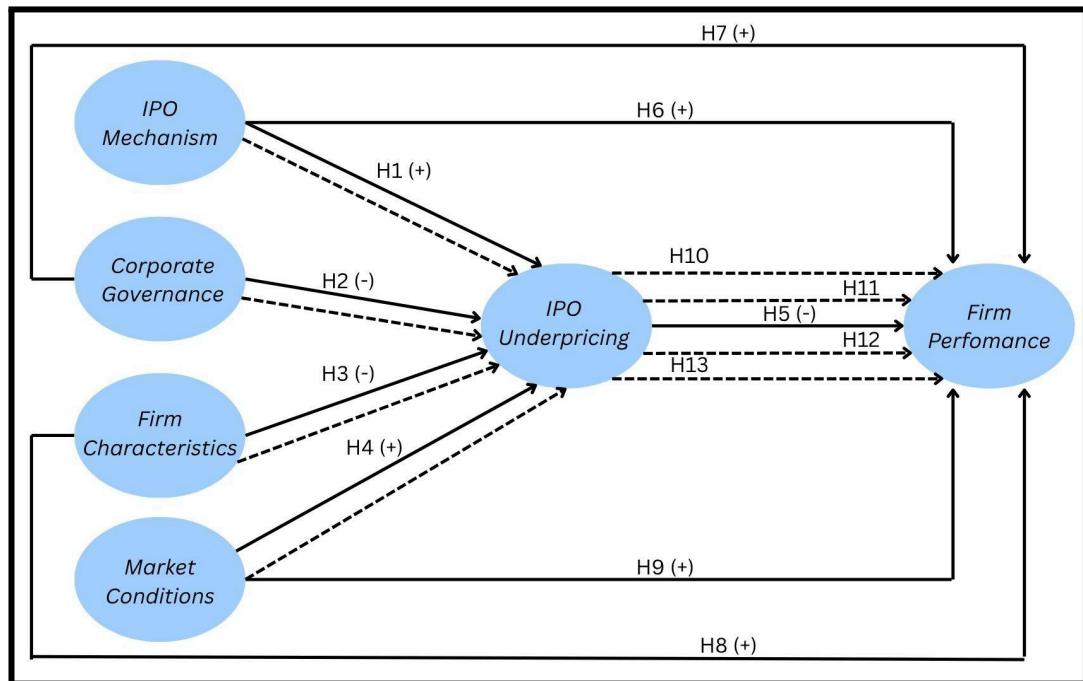
Firm performance atau kinerja perusahaan, diartikan oleh Hansen & Wernerfelt (1989) sebagai tingkat profitabilitas yang dihasilkan perusahaan, melalui faktor ekonomi dan organisasi. Dalam penelitiannya, Hansen & Wernerfelt (1989) menggunakan model yang merumuskan *environmental factors*, *organizational factors*, dan *people factors*, sebagai

pembentuk *organizational climate*. Adapun melalui *organizational climate* yang muncul dalam ruang lingkup perusahaan, pada akhirnya mempengaruhi tingkah laku individu dalam perusahaan (*individual behavior*), yang kemudian menciptakan kinerja perusahaan (*firm performance*). Secara sederhana dalam definisinya, *firm performance* berfokus pada pembentukan *organizational climate* yang mempengaruhi *individual behavior*. Adapun tingkah laku individu yang sesuai dengan visi dan misi perusahaan, pada akhirnya menciptakan *firm performance*, yang dapat diartikan pula bahwa individu tersebut berhasil mencapai tujuan yang diinginkan perusahaan. Richard et al (2009) sebagai perbandingan, mendefinisikan *firm performance* sebagai hasil akhir yang dicapai perusahaan terkait tiga area spesifik, yaitu keuangan (*financial*), produk yang dipasarkan (*market*), dan pengembalian terhadap pemegang saham (*shareholder*). Dalam definisinya, Richard et al (2009) menjabarkan berbagai indikator yang harus dicapai perusahaan untuk setiap area, guna menyatakan kinerja dari perusahaan tersebut. Terkait area *financial*, kinerja perusahaan dinyatakan melalui *profits*, *return on assets (RoA)*, *return on investment (RoI)*, dan berbagai indikator keuangan lainnya. Sementara terkait area *market*, kinerja perusahaan dinyatakan melalui *sales*, *market share*, dan indikator lain yang menyatakan upaya perusahaan untuk menguasai pasar. Terakhir terkait area *shareholder*, kinerja perusahaan dinyatakan melalui *total shareholder return*, *economic value added*, dan indikator lain dalam upaya perusahaan untuk mengembalikan modal dari investor atau pemegang saham. Maka melalui penjabaran tersebut, penulis mengadopsi pengertian *firm performance* dari gabungan definisi menurut Hansen & Wernerfelt (1989) dan Richard et al (2009), yaitu *firm performance* diartikan sebagai hasil akhir yang dicapai perusahaan terkait tiga area spesifik, berupa *financial*, *market*, dan *shareholder*, yang dalam upaya mencapai hasil akhirnya dipengaruhi oleh faktor ekonomi (eksternal) dan organisasi (internal).

2.2 Kerangka Penelitian

Sugiyono selaku ahli yang dikutip oleh Pujiati (2024), mendefinisikan kerangka penelitian sebagai alur berpikir yang menerapkan model konseptual dengan susunan sistematis, terkait teori yang berhubungan dengan masalah. Secara sederhana, kerangka penelitian diartikan sebagai gambaran dari alur berpikir, yang digunakan dalam penelitian. Adapun dalam penelitian ini, penulis menggunakan alur berpikir dari Rossovski et al (2025) sebagai acuan penelitian terdahulu. Hal ini sebagaimana Rossovski et al (2025) yang meneliti terkait fenomena perbedaan harga saham *IPO* pada pasar saham Amerika Serikat, yang mengumpulkan 2,111 sampel emiten tercatat di bursa dan dalam kurun tahun 2000 hingga 2020 atau sampai dengan 20 tahun pengamatan. Pada penelitiannya, Rossovski et al (2025) mendapatkan hasil yang menyatakan bahwa sebanyak 1,543 sampel *IPO* yang mengalami fenomena *underpricing*, sesuai dengan rata-rata dalam distribusi data. Sementara sebanyak 449 sampel *IPO* yang mengalami fenomena *overpricing*, dan sisanya sebanyak 119 sampel *IPO* yang mengalami fenomena *fairpricing* atau selisih harga antara kedua pasar yang sama dengan nol. Dimana dalam upaya menjabarkan berbagai faktor yang menyebabkan fenomena perbedaan harga saham *IPO*, Rossovski et al (2025) menggunakan *asymmetric information theory* dan *signalling theory* sebagai landasan berpikir.

UNIVERSITAS
MULTIMEDIA
NUSANTARA



Gambar 2.3 Model Penelitian
 Sumber: Modifikasi Rossovski et al (2025)

Terlihat pada gambar 2.2, terdapat empat faktor yang diduga mempengaruhi fenomena dan 29 indikator yang digunakan untuk membangun faktor sebagai konstruk. Faktor yang dimaksud antara lain *IPO mechanism*, *corporate governance*, *firm characteristics*, dan *market conditions*, yang menjelaskan fenomena *IPO overpricing*. Meskipun terdapat perbedaan fokus akan fenomena, Rossovski et al (2025) menjelaskan bahwa serangkaian faktor dan indikator yang digunakan pada awalnya dikhususkan untuk fenomena *underpricing*, yang kemudian diimplementasikan pada fenomena *overpricing*, sebagaimana alternatif dari fenomena tersebut. Akhir kata, penulis dalam upaya menghadirkan kebaruan akan penelitian, mengadopsi konstruk *firm characteristics* sebagai variabel dependen, sesuai penjelasan bahwa fenomena *underpricing* menyebabkan dana yang terhimpun dalam penerbitan saham menjadi tidak maksimal, yang pada akhirnya mempengaruhi kinerja perusahaan. Maka berdasarkan penjabaran diatas, kerangka penelitian yang dapat dirumuskan akan dikembangkan menjadi hipotesis dalam penelitian, yang menjelaskan arah

pengaruh dari berbagai faktor.

2.3 Hipotesis Penelitian

Definisi hipotesis penelitian menurut Sugiyono (2013) adalah jawaban sementara terkait rumusan masalah penelitian, yang nantinya jawaban sementara tersebut akan dibuktikan kebenarannya secara empiris. Definisi serupa diutarakan oleh Malhotra (2020), yang mengartikan hipotesis penelitian sebagai pernyataan atau proposisi yang belum terbukti kebenarannya, terkait suatu faktor atau fenomena yang menjadi pembahasan akan penelitian. Adapun dalam berbagai kesempatan, hipotesis merupakan kemungkinan jawaban, dari pertanyaan penelitian. Maka melalui penjabaran akan definisi hipotesis penelitian, penulis mengartikan hipotesis penelitian sebagai dugaan sementara, terkait faktor-faktor yang mempengaruhi suatu fenomena, yang dalam praktiknya akan dibuktikan melalui hasil penelitian. Terkait jenis hipotesis, Sugiyono (2013) menjelaskan bahwa secara umum hipotesis dibedakan menjadi dua, yaitu hipotesis alternatif (H_A) dan hipotesis null (H_0). Dimana hipotesis H_A atau yang disebut sebagai hipotesis kerja adalah pernyataan atau pendugaan sementara, yang menyatakan adanya hubungan antara kedua variabel. Sementara hipotesis H_0 atau yang disebut hipotesis statistik adalah pernyataan atau pendugaan sementara, yang menyatakan tidak adanya hubungan antara kedua variabel.

Berdasarkan kerangka penelitian, Rossovski et al (2025) berpendapat bahwa fenomena perbedaan harga saham *IPO*, dapat dikaji dengan sejumlah faktor. Adapun faktor yang dimaksud antara lain *IPO mechanism*, *corporate governance*, *firm characteristics*, dan *market conditions*, terhadap fenomena perbedaan harga *IPO*, khususnya *IPO underpricing*. Dimana dalam pengembangannya, *IPO underpricing* memberikan pengaruh terhadap *firm performance*, sebagaimana ketidakmaksimalan perusahaan dalam menghimpun dana melalui *IPO*. Maka berdasarkan penjelasan terkait faktor-faktor yang mempengaruhi *IPO underpricing* dan *firm performance*, penulis dapat

merumuskan serangkaian hipotesis. Terkait hipotesis dan pengembangan yang dimaksud adalah sebagai berikut;

2.3.1 Pengaruh *IPO Mechanism* Terhadap *IPO Underpricing*

IPO mechanism diartikan sebagai rangkaian peraturan dalam penerbitan saham (*IPO*), yang dalam prosesnya melibatkan berbagai pihak terkait, seperti perusahaan selaku penerbit (*issuer*), penjamin emisi efek selaku agen pemasaran (*underwriter*), dan individu dalam pasar selaku pembeli (*investor*). Adapun Rossovski et al (2025) mempertimbangkan penggunaan *IPO mechanism* untuk memahami ketidakpastian dan permintaan investor yang akan terjadi, sebelum saham *IPO* diperdagangkan di pasar (sebelum hari pertama). Dimana dalam penggunaan *IPO mechanism*, Rossovski et al (2025) merumuskan *offer pricer*, *deal size*, *offer-to-first-open*, *below-range dummy*, *greenshoe option*, *IPO waiting period*, *nasdaq dummy*, *underwriter rank*, dan *primary shares*, sebagai indikator yang membentuk *IPO mechanism*. Pada pengaruhnya terhadap fenomena *IPO underpricing*, indikator *underwriter rank* dalam *IPO mechanism* dapat digunakan sebagai contoh ideal, untuk menjelaskan keterkaitan terhadap fenomena, sebagaimana *underwriter* adalah entitas dengan informasi yang paling mumpuni akan perusahaan *IPO*. Dalton et al (2003) selaku penelitian terdahulu, menyatakan bahwa dalam berbagai kesempatannya, *underwriter* tidak bertindak demi kepentingan terkait klien mereka, yaitu perusahaan *IPO*. Adapun dalam temuannya, *underwriter* dapat menunjukkan tindakan yang memihak para penerima saham *IPO*, sebagaimana terdapat skema perjanjian yang memungkinkan para menerima saham *IPO*, untuk membagikan keuntungan mereka. Beatty & Ritter (1986) dan Xuan et al (2023) memberikan sudut pandang berbeda, bahwa *underwriter* dalam praktiknya akan menciptakan perbedaan harga saham *IPO* (*underpricing*), yang sekiranya menguntungkan kedua belah pihak, yakni perusahaan *IPO* dan investor. Hal ini terlihat dari penetapan harga *IPO* yang terlalu rendah,

pada akhirnya akan menarik minat investor, namun dinilai tidak menguntungkan bagi perusahaan. Sebaliknya, penetapan harga yang terlalu tinggi akan menguntungkan perusahaan *IPO*, namun menahan minat beli investor dengan ketersediaan informasi yang rendah.

Maka berdasarkan penjabaran dari penelitian terdahulu, *IPO mechanism* yang diwakilkan oleh *underwriter rank*, memberikan pengaruh signifikan positif terhadap *IPO underpricing*. Hal ini sejalan dengan hipotesis yang dirumuskan oleh Rossovski et al (2025) terkait *IPO overpricing*, yaitu *IPO mechanism* yang semakin baik dapat mengurangi *return* negatif pada hari pertama atau *overpricing* (*better IPO mechanism characteristics reduce the likelihood of negative first-day returns*). Dalam hipotesisnya, semakin berkurangnya *return* negatif dapat pula diartikan bahwa semakin bertambahnya *return* positif, yakni *underpricing*. Adapun sebagai perbandingan, Carter & Manaster (1990) menjelaskan bahwa *underwriter* dengan reputasi tinggi, cenderung terkenal karena keahlian, koneksi, dan kemampuan dalam menetapkan harga penawaran, untuk mengurangi risiko *IPO*. Yaitu *underwriter* bereputasi akan menetapkan harga *IPO* yang wajar, sebagai upaya menjaga reputasi mereka. Sudut pandang berbeda dijelaskan oleh Hu et al (2021), yang menjelaskan bahwa *underwriter* bereputasi dapat mengurangi *IPO underpricing*, yakni dengan meminimalkan selisih antara harga penawaran dan harga penutupan, melalui perbedaan tingkat informasi yang semakin dikurangi, antara perusahaan dan investor. Secara sederhana, dapat diartikan bahwa kehadiran *underwriter* yang termuat dalam dimensi *IPO mechanism*, dapat memberikan pengaruh signifikan negatif terhadap *IPO underpricing*. Hal ini didukung oleh serangkaian penelitian terdahulu, seperti Chemmanur & Krishnan (2012), Kotlar et al (2018), Yan et al (2019), dan masih banyak lagi.

Akhir kata, berdasarkan penjabaran dari berbagai penelitian terdahulu, penulis mengadopsi hipotesis dari Rossovski et al (2025) selaku

acuan. Berupa *IPO mechanism* yang semakin baik dapat mengurangi *return* negatif pada hari pertama atau *overpricing*, yang dapat diartikan pula bahwa *IPO mechanism* memberikan pengaruh positif terhadap *IPO underpricing*. Yaitu *underwriter* dalam *IPO mechanism*, cenderung menciptakan perbedaan harga, sebagai upaya menarik minat investor.

H1: *IPO mechanism* berpengaruh signifikan positif terhadap *IPO underpricing*

2.3.2 Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap *IPO Underpricing*

Corporate governance diartikan sebagai suatu sistem hukum, aturan dan serangkaian faktor berupa internal dan eksternal, yang mampu mengendalikan operasional dari perusahaan. Adapun Rossovski et al (2025) mempertimbangkan penggunaan *corporate governance*, sesuai teori agensi yang menyatakan bahwa terdapat potensi konflik antara perusahaan (manajemen) dan para pemegang saham (investor), sebagaimana kepemilikan perusahaan yang tersebar pada publik. Latham & Braun (2010) menjelaskan bahwa dalam upaya mengurangi potensi masalah agensi yang muncul, para pemegang saham cenderung mencari informasi atau sinyal, melalui struktur tata kelola perusahaan. Dimana informasi atau sinyal yang termuat dalam *corporate governance*, dirumuskan oleh Rossovski et al (2025) berupa *board size*, *female ratio*, *succession rate*, *network size*, *CEO age*, dan *CEO duality*, sebagai indikator yang membentuk konstruk tersebut. Pada pengaruhnya terhadap fenomena *IPO underpricing*, indikator *board size* dalam *corporate governance* dapat digunakan sebagai contoh ideal, untuk menjelaskan keterkaitan terhadap fenomena. Pearce & Zahra (1992), Lipton & Lorsch (1992), Jensen (1993), Dalton et al (1999), dan Zhu et al (2022) berpendapat, bahwa *board size* merupakan salah satu penentu akan efektivitas tata kelola perusahaan. Dimana investor melalui kebutuhan akan informasi, cenderung menggunakan kategori ukuran pada *board size*, untuk mendapatkan informasi. Misalnya pada *board size* yang

dikategorikan kecil akan lebih efektif, karena kategori besar yang cenderung menimbulkan masalah koordinasi dan pengambilan keputusan. Adapun Hermalin & Weisbach (2001) menambahkan, bahwa *board size* yang semakin membesar, pada akhirnya akan membuat citra direksi menjadi simbolis dan kurang terlibat dalam proses pengambilan keputusan. Namun dalam perbandingan, Dalton et al (1999) dan Coles et al (2008) berpendapat bahwa *board size* dengan kategori besar akan menguntungkan perusahaan, terkhususnya perusahaan dengan kompleksitas tinggi, seperti perusahaan dalam kebutuhan akan konsultasi, pemahaman akan pengalaman, dan pendalaman akan keahlian yang beragam.

Dalam perumusan hipotesis penelitian, Rossovski et al (2025) selaku acuan penulis, merumuskan hipotesis yang menyatakan bahwa *corporate governance* yang semakin baik, dapat mengurangi kemungkinan adanya *return* pada hari pertama (*better corporate governance characteristics decrease the likelihood of first-day returns*). Adapun kemungkinan *return* yang dimaksud adalah *negative first day return* atau *overpricing*. Yaitu *corporate governance* yang semakin baik, seperti *board size* dengan komunikasi efektif, pada akhirnya akan mengurangi asimetri informasi serta memperkecil perbedaan harga antara pasar primer dan sekunder. Darmadi & Gunawan (2013) memberikan sudut pandang berbeda terkait *board size*, yaitu ukuran yang semakin besar akan menimbulkan ketidakpastian dalam pengawasan, namun tidak memberikan pengaruh terhadap fenomena perbedaan harga. Yaitu anggota direksi yang semakin banyak, mengakibatkan proses pengambilan keputusan menjadi lambat, tetapi tidak mempengaruhi ketersediaan informasi untuk investor, karena pada akhirnya informasi tersebut akan tetap tersajikan. Akhir kata sebagai pendukung, Irhamni (2021) dalam penelitian terkait fenomena *IPO underpricing* dan *corporate governance*, mendapatkan temuan yang menyatakan bahwa tata kelola perusahaan dan

anggota dewan independen, berkorelasi negatif dengan *IPO underpricing*. Yaitu sesuai penjelasan sebelumnya, *board size* mampu mengurangi asimetri informasi, sebagaimana dewan dengan kategori yang besar dapat memberikan sinyal positif kepada investor.

Maka berdasarkan penjabaran dari berbagai penelitian terdahulu, penulis mengadopsi hipotesis dari Rossofski et al (2025) selaku acuan dan Irhamni (2021) sesuai temuan empiris. Berupa *corporate governance* yang semakin baik, dapat mengurangi kemungkinan adanya *negative first day return* atau *overpricing*, yang dalam konteks perbedaan harga saham *IPO*, dapat diartikan bahwa semakin menurun atau memberikan pengaruh negatif terhadap *IPO underpricing*. Yaitu *board size* yang dikategorikan besar, menjadi sumber informasi atau sinyal bagi investor, yang pada akhirnya mengurangi asimetri informasi.

H2: *Corporate governance* berpengaruh signifikan negatif terhadap *IPO underpricing*

2.3.3 Pengaruh *Firm Characteristics* Terhadap *IPO Underpricing*

Firm characteristics diartikan sebagai atribut pembeda dari perusahaan, yang memuat dimensi fisik, fungsional, dan operasional dalam perusahaan tersebut. Adapun Rossofski et al (2025) mempertimbangkan penggunaan *firm characteristics* untuk memahami ketidakpastian dan permintaan investor yang akan terjadi, melalui atribut pembeda yang dimaksud. Dimana Rossofski et al (2025) melalui penelitian terdahulu, merumuskan *company age*, *private equity*, *auditor*, *venture capital*, *information technology*, *firm size*, *leverage*, dan *return on assets*, sebagai indikator yang membentuk *firm characteristics*. Pada pengaruhnya terhadap fenomena *IPO underpricing*, indikator *company age* dan *firm size* dapat digunakan sebagai contoh ideal, untuk menjelaskan keterkaitan terhadap fenomena. Hal ini sebagaimana atribut usia dan ukuran perusahaan, merupakan atribut yang paling mudah diamati

oleh investor. Dalam atribut usia (*company age*), Loughran & Ritter (2004) dan İlbasmış (2023) mendapatkan temuan yang menyatakan bahwa perusahaan dengan usia lebih muda saat melakukan *IPO*, cenderung mengalami fenomena perbedaan *return* pada hari pertama, ketimbang perusahaan dengan usia yang lebih tua. Secara sederhana, investor menggunakan atribut usia untuk menilai risiko perusahaan, sebagaimana usia yang muda cenderung memberikan kinerja yang tidak menjanjikan, yang pada akhirnya menyebabkan fenomena *underpricing*. Sementara pada atribut ukuran perusahaan (*firm size*), Brau & Fawcett (2004), Engelen & Essen (2010), serta İlbasmış (2023) mendapatkan temuan yang serupa dengan atribut sebelumnya. Yakni perusahaan dengan atribut yang lebih baik, termasuk ukuran perusahaan yang lebih besar, dapat menjadi isyarat positif akan keberhasilan *IPO*, sehingga mengurangi ketidakpastian bagi investor.

Dalam perumusan hipotesis penelitian, Rossovski et al (2025) selaku acuan penulis, merumuskan hipotesis yang menyatakan bahwa perusahaan *IPO* dengan *firm characteristics* yang kurang matang, cenderung mengalami *return* negatif pada hari pertama (*smaller and younger IPO firms are more likely to experience negative first-day returns*). Adapun Zhang & Neupane (2024) dan Chen et al (2022) memberikan sudut pandang berbeda terkait *firm characteristics*, yaitu fundamental perusahaan yang tercermin dari *firm size*, *asset turnover*, *lower leverage*, *higher profitability*, dan *higher market-to-book ratio*, mampu mengurangi ketidakpastian investor, khususnya selama masa pandemi. Yaitu sesuai penjelasan Ofek & Richardson (2003), bahwa investor akan mempertimbangkan perusahaan dengan fundamental kuat sebagai investasi yang baik, sehingga terdapat jaminan akan dana yang dialokasikan pada perusahaan. Secara sederhana, dapat diartikan bahwa *firm size* yang semakin besar dalam dimensi *firm characteristics*, dapat memberikan pengaruh negatif terhadap *IPO underpricing*, sesuai

pertimbangan akan fundamental perusahaan yang dinilai kuat dan mampu mengurangi asimetri informasi. Adapun sebagai perbandingan akan perumusan, Camelia et al (2025), Sartika et al (2022), dan Syofian & Sebrina (2021), memberikan argumentasi berbeda, sesuai hasil temuan yang menyatakan bahwa *firm size* tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap fenomena *underpricing*. Yaitu dalam penjelasannya, Camelia et al (2025) berpendapat bahwa investor cenderung memprioritaskan informasi terkait keuangan, bila dibandingkan informasi terkait ukuran perusahaan, dalam upaya menilai potensi dari suatu *IPO*. Hal ini dapat diartikan pula bahwa investor hanya tertarik pada informasi terkait potensi pertumbuhan, kinerja, dan strategi perusahaan, sebagaimana keuntungan yang ingin didapatkan masa mendatang.

Maka berdasarkan penjabaran dari berbagai penelitian terdahulu, penulis mengadopsi hipotesis dari Rossofski et al (2025) selaku acuan. Berupa perusahaan dengan *firm characteristic* yang semakin matang, dapat mengurangi *return* negatif pada hari pertama atau *overpricing*, yang dalam praktiknya dapat pula digunakan untuk mengurangi *return* positif pada hari pertama atau *underpricing*. Yaitu *firm characteristic* yang semakin matang, menjadi isyarat yang menjanjikan akan kinerja perusahaan dan pada akhirnya menghilangkan ketidakpastian.

H3: *Firm Characteristic* berpengaruh signifikan negatif terhadap *IPO underpricing*

2.3.4 Pengaruh *Market Conditions* Terhadap *IPO Underpricing*

Market conditions diartikan sebagai kondisi dari suatu tempat yang mempertemukan penjual dan pembeli, dalam upaya melakukan aktivitas perdagangan. Adapun dalam konteks perdagangan saham, *market conditions* meliputi lingkungan makro ekonomi dan institusional, yang mempengaruhi mekanisme perdagangan saham. Dimana Rossofski et al (2025) mempertimbangkan penggunaan *market conditions*, sesuai gagasan

Lowry et al (2009), Chemmanur & He (2011) dan Deloof et al (2023), yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung mencari momentum yang tepat untuk melakukan penerbitan *IPO*, khususnya ketika kondisi pasar dinilai menguntungkan. Hal ini dijelaskan lebih rinci oleh Baker & Wurgler (2002), yaitu melalui *market timing theory*, yang menyatakan bahwa struktur modal adalah hasil kumulatif dari upaya masa lalu, yang diambil perusahaan untuk menentukan waktu yang tepat dalam memasuki pasar ekuitas. Adapun waktu yang di maksud adalah ketika tingkat optimis investor yang terlalu tinggi terhadap nilai perusahaan, yang pada akhirnya menciptakan fenomena perbedaan harga saham *IPO*. Secara sederhana, terkait *market timing* dapat diartikan sebagai upaya penerbitan saham, ketika nilai pasar sedang tinggi atau dalam kondisi *hot market*. Akhir kata, Rossovski et al (2025) melalui penelitian terdahulu, merumuskan *crisis dummy*, *VIX*, Δ *interest rate* (sebagai besarnya perubahan), Δ *GDP*, Δ *index*, dan *hotness dummy* sebagai indikator yang membentuk *market conditions*. Pada pengaruhnya terhadap fenomena *IPO underpricing*, indikator *interest rate* dapat digunakan sebagai contoh ideal, untuk menjelaskan keterkaitan terhadap fenomena.

Chowdhry & Sherman (1996), Su et al (2018), dan Bendezu & Rodriguez (2025) dalam penelitiannya, mendapatkan temuan yang menyatakan bahwa bank cenderung menyesuaikan *interest rate* dan *margin*, sebagaimana perubahan sensitivitas pada pasar. Dalam konteks *IPO*, persyaratan pinjaman yang lebih ringan, meningkatkan partisipasi investor dan permintaan akan saham *IPO*, yang pada akhirnya meningkatkan kemungkinan terjadinya fenomena *underpricing*. Hal ini sebagaimana popularitas *IPO* yang ditawarkan, menarik minat investor yang ingin memperoleh keuntungan, yaitu secara serentak melakukan pembelian. Breinlinger & Glogova (2002) memberikan sudut pandang berbeda terkait *interest rate*, yaitu dalam penelitian yang membahas hubungan antara *IPO* dan faktor-faktor makro ekonomi, seperti

pertumbuhan *gross domestic product (GDP)* dan *interest rate*. Sudut pandang yang dimaksud melalui temuan yang menyatakan bahwa pertumbuhan *GDP* dan *interest rate*, tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap *underpricing*, khususnya *IPO* pada enam negara di eropa kontinental. Hal ini bertentangan dengan temuan Nasution & Mutasowifin (2021), yaitu dalam variabel makro ekonomi, seperti inflasi, IHSG, dan *GDP*, menunjukkan adanya pengaruh signifikan, sesuai hasil uji-t. Secara spesifik, variabel *GDP* memberikan pengaruh positif terhadap *IPO underpricing* di pasar saham Indonesia, dalam periode tahun 2010 hingga 2020. Akhir kata melalui pengaruh positif, setiap kali *GDP* menunjukkan pertumbuhan, maka tingkat *underpricing* akan semakin meningkat, sebagaimana banyaknya investor yang memasuki pasar dan permintaan akan saham *IPO* yang ikut melonjak

Maka berdasarkan penjabaran dari berbagai penelitian terdahulu, penulis mengadopsi hipotesis dari Rossovski et al (2025) selaku acuan. Berupa *market conditions* yang semakin bagus dapat mengurangi *return* negatif pada hari pertama atau *overpricing*, yang dapat diartikan pula bahwa *market conditions* memberikan pengaruh positif terhadap *IPO underpricing*. Yaitu kondisi pasar yang semakin bagus, akan meningkatkan tingkat optimis investor dan menciptakan fenomena *underpricing*.

H4: *Market conditions* berpengaruh signifikan positif terhadap *IPO underpricing*

2.3.5 Pengaruh *IPO Underpricing* Terhadap *Firm Performance*

IPO underpricing diartikan sebagai fenomena perbedaan harga saham *IPO*, khususnya ketika harga penawaran pada pasar primer yang lebih rendah, dari harga penutupan di hari pertama pada pasar sekunder. Adapun Ritter & Welch (2002) dan Rossovski et al (2025) menjelaskan istilah dari *IPO underpricing*, yang dikenal sebagai *positive first day return*. Dalam praktiknya, fenomena *underpricing* cenderung memberikan

pengaruh terhadap *firm performance*. Hal ini sebagaimana *firm performance* dalam definisinya diartikan sebagai hasil akhir yang dicapai perusahaan terkait tiga area spesifik, berupa *financial*, *market*, dan *shareholder*, yang dalam upaya mencapai hasil akhirnya dipengaruhi oleh faktor eksternal dan internal. Adapun terkait faktor eksternal dan internal yang dimaksud, perusahaan dalam upaya mencapai hasil akhirnya, diperlukan sumber daya modal yang besar, yang dalam praktiknya dapat dipenuhi melalui penerbitan saham (*IPO*). Chang (2011) dalam penelitian yang mengkaji fenomena *IPO underpricing* dengan konsep *behavioral finance*, menjelaskan keterkaitan antara *firm performance* dan fenomena *underpricing*. Yaitu dalam proses penentuan harga *IPO*, harga penawaran yang terlalu rendah akan merugikan kepentingan para pemegang saham sebelum penerbitan (*pre-issue shareholders*), yang pada akhirnya menyebabkan ketidakpuasan. Meskipun dalam praktiknya terdapat kemungkinan untuk meningkatnya harga *IPO* di pasar sekunder, namun keuntungan cenderung dirasakan oleh para pemegang saham, sementara perusahaan selaku penerbit cenderung dirugikan, sebagaimana dana yang terhimpun menjadi tidak maksimal (*leaving money on the table*). Thaler (1985) dan Loughran & Ritter (2002), menjelaskan secara sederhana istilah *leaving money on the table*, sebagai kondisi kehilangan akan kesempatan mendapatkan uang, yang dalam konteks penerbitan saham dimaknai sebagai hilangnya kesempatan perusahaan dalam mencapai tujuan *IPO*.

Mekanisme pada pasar sekunder memungkinkannya adanya selisih antara harga beli (*bid*) dan harga jual (*offer*), yang mana ketika harga beli lebih rendah dari harga jual, diartikan sebagai kondisi untung (*capital gain*). Namun dalam praktiknya, *capital gain* hanya dirasakan oleh investor yang melakukan aktivitas perdagangan, sebagaimana saham yang telah dialokasikan untuk publik, yang menyebabkan perusahaan tidak mendapatkan keuntungan dari selisih tersebut. Akhir kata, Kim &

Weisbach (2008) menjabarkan tujuan dari perusahaan menerbitkan saham, seperti menambah aset, diversifikasi, membayar hutang, memanfaatkan peluang *mispicing*, transfer kekayaan pada pemegang saham lama, hingga meningkatkan likuiditas perusahaan di pasar. Dimana melalui tujuan yang tidak tercapai akibat fenomena *underpricing*, pada akhirnya menyebabkan penurunan kinerja dari perusahaan. Akhir kata, berdasarkan penjabaran dari berbagai penelitian terdahulu, penulis mengadopsi hipotesis yang menyatakan bahwa, fenomena *IPO underpricing* yang semakin tinggi atau sering terjadi, dapat menurunkan *firm performance* dari perusahaan. Sesuai ketidakmaksimalan perusahaan dalam menghimpun dana, untuk mencapai tujuan *IPO*.

H5: *IPO underpricing* berpengaruh signifikan negatif terhadap *firm performance*

2.3.6 Pengaruh *IPO Mechanism* Terhadap *Firm Performance*

Perusahaan dalam upaya mencapai hasil akhir terkait tiga area spesifik, cenderung melakukan penerbitan saham sebagai sumber modal. Adapun Brau & Fawcett (2004) seperti yang dikutip oleh Rossovski et al (2025) menjelaskan bahwa, salah satu motivasi dari perusahaan untuk melakukan penerbitan saham adalah melakukan akuisisi, yaitu mengambil alih perusahaan lain sebagai langkah akan pertumbuhan atau memperbesar perusahaan. Secara sederhana, penerbitan saham (*IPO*) memiliki peranan sebagai mekanisme untuk meningkatkan kinerja perusahaan dalam jangka panjang, yakni dengan strategi akuisisi. Brau & Fawcett menambahkan, bahwa perusahaan cenderung mempekerjakan *underwriter* tertentu, sesuai kriteria yang menjadi seleksi. Dimana *underwriter* yang dimaksud adalah individu dengan reputasi yang mengesankan dan pengalaman mendalam terkait proses *IPO*. Hal ini dalam praktiknya, dapat dijelaskan sebagai upaya perusahaan untuk menjamin keberhasilan *IPO*, yaitu menggunakan *underwriter* berkualitas yang kedudukannya sebagai agen pemasaran. Sesuai penjelasan sebelumnya, *underwriter* merupakan indikator yang

membentuk *IPO mechanism*, yang mana diartikan sebagai rangkaian peraturan dalam penerbitan saham (*IPO*). Terkait peraturan akan pasar modal, Porta et al (1997) menjelaskan bahwa *legal environment* (lingkungan hukum), yang dibangun oleh *legal rules* dan *enforcement*, memiliki pengaruh signifikan terhadap ukuran dan perkembangan pasar modal suatu negara. Yaitu lingkungan hukum yang baik, dalam praktiknya mampu melindungi calon penyedia dana (investor), dari eksploitasi oleh pelaku usaha (entrepreneur). Artinya, investor dalam aktivitas menyalurkan dana, memiliki jaminan dan kepastian hukum yang jelas, sehingga pelaku usaha atau entitas bisnis, tidak menyalahgunakan dana yang diberikan. Hal ini pada akhirnya meningkatkan ketersediaan investor untuk mengalokasikan dana, sehingga memperluas perkembangan pasar modal.

Pada indikator berbeda, Welch (1989) seperti yang dikutip oleh Supsermpol et al (2025), menjelaskan bahwa perusahaan dengan kualitas tinggi, cenderung menetapkan harga penawaran (*offer price*) yang lebih rendah, sehingga terciptanya fenomena *underpricing* pada masa penerbitan saham tambahan (*seasoned equity offering*), yang juga dengan istilah *SEO*. Dimana melalui kecenderungan untuk menciptakan *underpricing*, perusahaan secara tidak langsung memberikan sinyal kepada investor, yaitu keuntungan awal (*underpricing*), menandakan bahwa perusahaan memiliki prospek atau kinerja yang bagus. Maka berdasarkan berbagai penjelasan sebelumnya, terlihat bahwa *underwriter* memberikan pengaruh terhadap *firm performance*, yaitu penggunaan *underwriter* berkualitas dapat menjamin keberhasilan *IPO*, sehingga perusahaan memiliki ketersediaan dana dalam jumlah besar. Selain itu, pada indikator *offer price* yang termuat dalam dimensi *IPO mechanism*, memiliki keterkaitan dengan *firm performance*, yaitu perusahaan menetapkan harga penawaran yang rendah, sebagai sinyal yang menarik investor.

H6: IPO mechanism berpengaruh signifikan positif terhadap *firm performance*

2.3.7 Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap *Firm Performance*

Corporate governance yang dalam definisinya berfokus akan suatu sistem, pada praktiknya mampu mengendalikan operasional dari perusahaan, khususnya *firm performance*. Ammer & Ahmad-Zaluki (2016) dan (Gusni et al (2019), seperti yang dikutip oleh Pelawi & Pelawi (2023) menjelaskan bahwa, *corporate governance* yang memberikan perlindungan bagi investor dan kreditor, mampu menciptakan suasana yang mendukung untuk pertumbuhan, hingga pada akhirnya memungkinkan perusahaan untuk bekerja dengan lebih efisien dan memperhatikan keberlanjutan. Albada & Yong (2017); Pelawi & Pelawi (2023) memberikan sudut pandang berbeda, yaitu *board of directors (BOD)* dapat mempengaruhi kinerja perusahaan melalui tindakan dan keputusan mereka, sebagaimana kedudukan *BOD* yang merupakan pemimpin perusahaan. Adapun Katti & Phani (2016); Pelawi & Pelawi (2023) merumuskan serangkaian indikator yang mewakili *corporate governance*, seperti *board size*, *board composition*, dan *leadership structure*. Dimana melalui *board size*, kemampuan perusahaan untuk mengamankan dan memperoleh sumber daya penting, dapat tercermin dari luasnya lingkungan kontrak (*contracting environments*), seperti kemampuan untuk mendapatkan pendanaan dan leverage dari lingkungan eksternal, yang pada akhirnya mempengaruhi kinerja perusahaan. Akhir kata, serangkaian penelitian terdahulu menjabarkan keterkaitan *corporate governance* terhadap *firm performance*, seperti Goodstein et al (1994), Booth & Chua (1996), Dalton et al (1999), Villanueva-Villar et al (2016), dan Gusni et al (2019), hingga Pelawi & Pelawi (2023), yang menyatakan bahwa semakin besar suatu *board size* dalam *corporate governance*, maka semakin banyak individu yang tertampung, dimana setiap individu memiliki pengetahuan, keahlian, dan pengalaman, yang secara spesifik

dapat dimanfaatkan untuk keberlangsungan perusahaan, yaitu meningkatkan kinerja perusahaan.

Maka berdasarkan penjabaran dari berbagai penelitian terdahulu, penulis mengadopsi hipotesis dari Pelawi & Pelawi (2023) selaku acuan. Dimana *board size* yang semakin besar dalam dimensi *corporate governance*, dapat meningkatkan *firm performance*, sebagaimana ketersediaan sumber daya manusia yang berkualitas untuk mengelola perusahaan.

H7: *corporate governance* berpengaruh signifikan positif terhadap *firm performance*

2.3.8 Pengaruh *Firm Characteristics* Terhadap *Firm Performance*

Firm characteristics yang dalam definisinya berfokus pada ciri khas dari suatu perusahaan, dalam praktiknya memiliki keterkaitan dengan *firm performance*. Ho (2023) dalam penelitian yang membahas kinerja perusahaan di negara Vietnam, mendapatkan hasil yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*), memberikan pengaruh negatif terhadap kinerja. Hal ini dapat dijelaskan oleh Forrest et al (2024) yang secara khusus meneliti terkait *firm size* dan *financial performance*, yaitu perusahaan yang menggunakan asetnya untuk meningkatkan output produksi melalui perekrutan karyawan tambahan, cenderung mengalami inefisiensi (*organizational inefficiency*), sebagaimana interaksi antara karyawan yang semakin bertambah. Inefisiensi juga ditemukan ketika perusahaan mempekerjakan tenaga kerja tambahan untuk memenuhi peningkatan permintaan, yaitu keuntungan yang diharapkan melalui tambahan tenaga kerja, akan menurun setelah mencapai tingkat maksimumnya, yang dapat diartikan sebagai tidak adanya penambahan keuntungan. Sudut pandang berbeda di utarakan oleh Handoyo et al (2023), yang mendapatkan temuan berupa *firm size*, *industry type*, dan *competition intensity*, secara signifikan memberikan pengaruh terhadap

firm strategic orientation. Hailu et al (2025) menjabarkan pengertian dari *strategic orientation* pada perusahaan, yaitu cara berpikir dan bertindak yang dilakukan perusahaan secara strategis, dalam upaya meningkatkan kinerja keseluruhan perusahaan. Maka melalui definisinya, *firm size*, *industry type*, atau *competition intensity*, dapat menjadi pertimbangan perusahaan akan orientasi strategis, berupa orientasi pasar, teknologi, biaya, atau diferensiasi, untuk memaksimalkan kinerja. Adapun pada indikator yang berbeda, Lavery et al (2024) mendapatkan temuan yang mendukung pernyataan bahwa *firm characteristics* memberikan pengaruh positif terhadap *firm performance*, yaitu indikator *private equity* yang terbukti meningkatkan produktivitas perusahaan, sebagaimana ketersediaan dana yang membantu operasional perusahaan.

Maka berdasarkan penjabaran dari berbagai penelitian terdahulu, penulis mengadopsi hipotesis sesuai temuan Lavery et al (2024), berupa *firm size* dan *private equity* yang semakin baik dalam dimensi *firm characteristics*, dapat meningkatkan *firm performance*. Yaitu ketersediaan aset yang melimpah melalui perusahaan dengan ukuran besar, yang dapat digunakan secara produktif. Serta ketersediaan dana dari pihak eksternal, yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

H8: *firm characteristic* berpengaruh signifikan positif terhadap *firm performance*

2.3.9 Pengaruh *Market Conditions* Terhadap *Firm Performance*

Market conditions yang dalam definisinya berfokus pada keadaan pasar saham, yang dibentuk melalui lingkungan ekonomi makro dan institusional, dalam praktiknya memiliki keterkaitan dengan *firm performance*. Rossovski et al (2025) menjelaskan bahwa sentimen pasar khususnya sentimen positif, cenderung dimanfaatkan perusahaan dalam upaya mencapai keberhasilan. Adapun pengaruh *market conditions* terhadap *firm performance* didukung oleh Gachoki (2025), yang meneliti

terkait pangsa pasar, orientasi pasar, dan pertumbuhan penjualan, terkait perusahaan asuransi di Kenya. Dimana dalam temuannya, kondisi lingkungan dari aktivitas usaha memberikan pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan asuransi, yang terlihat dari peningkatan pengembalian aset. Melalui hasil yang didapat, perusahaan dalam upaya mencapai keberhasilan usaha, dianjurkan untuk terlebih dahulu mempelajari lingkungan, khususnya pasar, sebagaimana pengaruh signifikan yang diberikan. Zhang et al (2023) memberikan sudut pandang berbeda terkait pasar, dalam konteks saham (*capital market*). Yaitu kebijakan pembukaan *capital market*, yang secara signifikan meningkatkan *corporate environmental performance (CEP)*. Hal ini memiliki arti bahwa pemerintah yang merubah kebijakan pasar modal untuk dapat diakses investor internasional, dapat menjadi kelonggaran dalam kendala pendanaan perusahaan, yang pada akhirnya memungkinkan perusahaan untuk melakukan inovasi yang menunjang keberlangsungan (*green innovations*).

Pada lingkungan ekonomi makro yang membentuk *market conditions*, Ibrahimov et al (2025) dan Kumar & Zbib (2022) memberikan sudut pandang berbeda. Ibrahimov et al (2025) dalam penelitian yang berfokus pada pengaruh variabel makro ekonomi terhadap profitabilitas perusahaan, mendapatkan hasil yang berbeda-beda, sesuai lima sektor utama di negara Turki. Dimana pengujian akan pengaruh dilakukan dengan menggunakan *return on assets* dan *return on equity* sebagai indikator kinerja perusahaan, yang diujikan dengan komponen ekonomi makro berupa tingkat inflasi (*inflation*), tingkat suku bunga (*interest rate*), tingkat pengangguran (*unemployment*), dan indeks stress makroekonomi (*macroeconomic stress index / MSI*). Adapun perbedaan kinerja pada kelima sektor, dapat dijelaskan melalui respons perusahaan terhadap tekanan makro ekonomi, yaitu upaya adaptasi perusahaan dalam menjaga kinerjanya, di tengah tekanan ekonomi yang terjadi. Secara sederhana,

temuan Ibrahimov et al (2025) semakin mendukung keterkaitan *market conditions* dan *firm performance*, melalui adaptasi perusahaan akan tekanan ekonomi. Sementara Kumar & Zbib (2022) dalam penelitian yang berfokus pada kinerja perusahaan selama masa krisis, mendapatkan temuan yang menyatakan bahwa kemampuan manajerial CEO memainkan peran signifikan selama masa krisis, yaitu selama pandemi Covid-19. Dimana CEO selaku pemimpin perusahaan, memiliki tanggung jawab untuk menyelamatkan perusahaan melalui serangkaian kebijakan dan strategi usaha. Adapun terkait krisis yang terjadi, pandemi Covid-19 pada awal tahun 2020, memberikan guncangan signifikan terhadap perekonomian global. Hal ini juga dirasakan pada negara berkembang, salah satunya adalah Amerika Serikat yang menunjukkan penurunan signifikan sebesar 33%, pada indeks S&P 500. Adapun besarnya penurunan dinilai terbesar sepanjang sejarah, bahkan melebihi wabah yang sebelumnya terjadi, yaitu *great depression* dan *the spanish flu*. Akhir kata, terlihat dari indeks S&P 500 yang menunjukkan penurunan signifikan, semakin mendukung keterkaitan *market conditions* dan *firm performance*, yaitu kehadiran krisis yang mengguncang *market capital*, pada akhirnya mampu menurunkan kinerja perusahaan.

H9: *market conditions* berpengaruh signifikan positif terhadap *firm performance*

2.3.10 Peran *IPO Underpricing* Sebagai Mediasi Dalam Pengaruh *IPO Mechanism* Terhadap *Firm Performance*

Dalam kehadirannya, *IPO underpricing* di perkirakan memediasi pengaruh positif dan signifikan, antara *IPO mechanism* dan *firm performance*. Welch (1989) seperti yang dikutip oleh Supsermpol et al (2025), menjelaskan bahwa perusahaan cenderung sengaja menawarkan *IPO* dibawah nilai intrinsiknya, yaitu menetapkan *offer price* yang lebih rendah pada pasar primer. Hal ini dalam praktiknya merupakan strategi perusahaan untuk membedakan diri dari penerbit berkualitas rendah dan

memperoleh manfaat di masa mendatang, seperti sentimen positif dari investor, yang pada akhirnya menjadi keuntungan atau peluang dalam pembiayaan lanjut. Adapun dalam penjelasannya, *offer price* yang rendah akan menciptakan fenomena *underpricing*, yang bila di kaji dari sisi investor diartikan sebagai sinyal, akan karakteristik perusahaan yang dapat diamati, seperti kinerja keuangan (*profitability*) dan nilai perusahaan (*book value*). Secara sederhana, dapat diartikan bahwa fenomena *IPO underpricing* menjembatani pengaruh *IPO mechanism* terhadap *firm performance*. Yaitu perusahaan menggunakan strategi penetapan harga (*offer price*) yang lebih rendah dalam dimensi *IPO mechanism*, sehingga tercipta *IPO underpricing*. Kemudian pada akhirnya menjadi sinyal bagi investor, yang memungkinkan perusahaan untuk menarik minat akan dana yang meningkatkan kinerja usaha.

Terkait *IPO underpricing* yang berkedudukan sebagai mediasi akan *firm performance*, Mittal & Chahar (2024) memberikan sudut pandang berbeda. Yakni perusahaan yang sengaja menetapkan *offer price* dibawah nilai pasar (*underpricing*), menyebabkan tingkat permintaan (*subscription rate*) mengalami peningkatan signifikan (*oversubscribed*), yang pada akhirnya memberikan keuntungan listing secara signifikan pada investor. Hal ini didukung oleh sentimen positif pada pasar, yaitu momentum bullish pada beberapa sektor dengan pertumbuhan tinggi, seperti *technology* dan *consumer goods*, yang semakin memperbesar keuntungan listing. Meskipun strategi perusahaan dinilai berhasil dalam menarik investor, namun timbal balik cenderung dirasakan pada jangka panjang, sebagaimana harga *IPO* yang terlalu rendah, akan menunjukkan kinerja buruk secara terus menerus, yang menandakan terdapat risiko overvaluasi pada perusahaan. Adapun overvaluasi diartikan sebagai kondisi harga dari suatu aset yang tidak mencerminkan nilai intrinsik (nilai wajar), yang berdasarkan fundamental perusahaan. Dimana *offer price* yang sengaja ditetapkan rendah oleh perusahaan, dapat meningkat melalui mekanisme

perdagangan pada pasar sekunder, yang menciptakan risiko overvaluasi. Akhir kata, overvaluasi dalam kaitannya dengan *firm performance*, menciptakan tekanan ekspektasi, yaitu harapan investor akan pengembalian yang tinggi pada kinerja perusahaan, sesuai harga saham *IPO* pada saat itu. Melalui tekanan akan ekspektasi pada kinerja perusahaan, pada akhirnya akan menciptakan risiko operasional, yang berpotensi menurunkan reputasi dan pandangan investor akan perusahaan, sebagaimana tidak terpenuhinya *firm performance* yang diharapkan.

Maka berdasarkan penjabaran dari penelitian terdahulu, penulis merumuskan hipotesis melalui temuan Supsermpol et al (2025). Yaitu *IPO underpricing* dapat memediasi hubungan antara *IPO mechanism* dan *firm performance*, berupa strategi perusahaan dalam menetapkan *offer price* yang rendah, sehingga menciptakan *underpricing*, dan menjadi sinyal bagi investor, untuk perusahaan dalam upaya mendapatkan dana, yang pada akhirnya meningkatkan *firm performance*.

H10: *IPO underpricing* memediasi pengaruh signifikan positif *IPO Mechanism* terhadap *firm performance*

2.3.11 Peran *IPO Underpricing* Sebagai Mediasi Dalam Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap *Firm Performance*

Dalam kehadirannya, *IPO underpricing* di perkirakan memediasi pengaruh positif dan signifikan, antara *corporate governance* dan *firm performance*. Chen et al (2022) dalam penelitian yang membahas pengaruh kerahasiaan sosial (*societal secrecy*) terhadap *underpricing*, mendapatkan bukti empiris kuat yang menyatakan adanya hubungan positif antara kedua variabel. *Societal secrecy* secara sederhana diartikan sebagai kecenderungan perilaku berbagai individu dalam suatu perusahaan, untuk menjaga kerahasiaan dan membatasi pembagian informasi, khususnya terkait operasional, bisnis, keuangan, dan tata kelola. Dimana dalam penjelasannya, fenomena *underpricing* memiliki

keterkaitan dengan *corporate governance*, *earning quality*, dan *accounting conservatism*, yang cenderung berbeda atau menyesuaikan tiap negara. Adapun dalam *corporate governance*, kecenderungan perusahaan untuk menjaga informasi, menyebabkan transparansi yang rendah, serta mengakibatkan investor kesulitan untuk mencari sinyal akan perusahaan, sehingga pada akhirnya menyebabkan *underpricing*. Teti & Montefusco (2022) menjabarkan indikator yang digunakan untuk membangun konstruk *corporate governance*, yaitu karakteristik dewan direksi (*board of directors / BoDs*) dan struktur kepemilikan (*ownership structure*). Pada penelitiannya, *board size* memberikan pengaruh negatif terhadap *underpricing*, sementara *ownership structure* dan *board members* memberikan pengaruh positif terhadap *underpricing*. Hal ini sebagaimana *board size* yang semakin besar, memungkinkan perusahaan untuk mengaplikasikan pengalaman dan keahlian yang lebih baik, sehingga menjadi sinyal positif bagi investor dan mengurangi ketidakpastian akan *underpricing*. Adapun berbeda pada *ownership structure* dan *board members* yang memberikan pengaruh positif, sebagaimana kehadiran investor institusional yang memiliki informasi lebih mumpuni (*insider*), pada akhirnya menciptakan fenomena *underpricing*.

Pada kaitannya dengan *firm performance*, Ilahiyah et al (2025) berpendapat bahwa *corporate governance* yang berkembang menjadi *good corporate governance (GCG)*, dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dimana melalui penjabarannya, *corporate governance* diartikan sebagai suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan, yang berkembang menjadi suatu sistem yang secara spesifik memperhatikan hubungan antara para pemegang saham, manajemen perusahaan, pihak kreditur, dan pemerintah, yang dapat meningkatkan *firm performance*. Yaitu melalui sistem yang memungkinkan aspek internal dan eksternal perusahaan untuk berinteraksi secara efektif, dapat menghasilkan keputusan yang lebih rasional, mengurangi masalah agensi, dan

meningkatkan kepercayaan investor, yang memungkinkan perusahaan untuk bekerja dengan lebih optimal. Adapun dalam upaya mencapai hasil akhir, perusahaan dengan *corporate governance* yang solid dapat meminimalisir *underpricing*, yang pada akhirnya memungkinkan perusahaan untuk memperoleh dana *IPO* secara optimal dan meningkatkan *firm performance*.

Maka berdasarkan penjabaran dari penelitian terdahulu, penulis merumuskan hipotesis melalui temuan Ilahiyah et al (2025). Yaitu *IPO underpricing* dapat memediasi hubungan antara *corporate governance* dan *firm performance*, berupa *corporate governance* yang berkembang menjadi *good corporate governance* dapat menekan *underpricing*, sehingga memungkinkan perusahaan memperoleh dana *IPO* yang optimal bagi *firm performance*.

H11: *IPO underpricing* memediasi pengaruh signifikan positif *corporate governance* terhadap *firm performance*

2.3.12 Peran *IPO Underpricing* Sebagai Mediasi Dalam Pengaruh *Firm Characteristics* Terhadap *Firm Performance*

Dalam kehadirannya, *IPO underpricing* di perkirakan memediasi pengaruh positif dan signifikan, antara *firm characteristic* dan *firm performance*. Dimulai dari keterkaitan antara *firm characteristic* dan *IPO underpricing* yang diutarakan oleh Pradnyana & Erawati (2024), yaitu dalam penelitian yang menggunakan rasio profitabilitas, solvabilitas, ukuran perusahaan (*company size*), dan usia perusahaan (*company age*), untuk memperkirakan pengaruh terhadap fenomena *underpricing*, mendapatkan temuan yang menyatakan bahwa seluruh variabel memberikan pengaruh negatif. Hal ini dapat diartikan bahwa perusahaan dengan rasio keuangan yang semakin baik, yakni profitabilitas dan solvabilitas, menunjukkan kecenderungan akan fenomena *underpricing* yang semakin rendah. Adapun dalam atribut fisik, seperti *firm size* dan

company age, ukuran perusahaan yang semakin besar dan usia yang semakin matang, cenderung mengalami fenomena *underpricing* yang semakin rendah, khususnya dalam periode IPO pada tahun 2013 hingga 2023. Mulinge (2025) mendapatkan temuan serupa dalam penggunaan *firm size* untuk mengukur fenomena *underpricing*, yaitu perusahaan dengan ukuran yang lebih besar, cenderung mengalami fenomena *underpricing* yang lebih rendah, sebagaimana perusahaan dengan penguasaan pasar yang lebih mumpuni dan tingkat kepercayaan investor yang lebih tinggi, hingga pada akhirnya menghilangkan ketidakpastian. Adapun sebagai perbandingan, perusahaan dengan ukuran yang lebih kecil, cenderung dipandang lebih beresiko, sehingga tingkat *underpricing* menjadi lebih tinggi. Secara sederhana, terlihat bahwa *firm size* yang termuat dalam dimensi *firm characteristic* memberikan pengaruh terhadap fenomena IPO *underpricing*.

Alabdulkarim et al (2024) memberikan sudut pandangan berbeda akan keterkaitan *firm characteristics* dan *firm performance*, yaitu menggunakan *firm size* untuk menganalisis hubungan non-linear antara *leverage* dan *firm performance*. Dimana hasil penelitian menyatakan bahwa *leverage* dan *firm performance* antara perusahaan cenderung berbeda, sebagaimana *firm size* yang menjadi faktor pembeda. Selain itu, *firm size* mengklasifikasikan perusahaan menjadi dua kategori berdasarkan ukurannya, yakni perusahaan dengan ukuran besar dan kecil. Adapun dalam temuannya, perusahaan dengan kategori ukuran besar dan kecil memiliki kesamaan untuk merasakan pengaruh negatif dari *leverage*, namun besarnya pengaruh cenderung lebih dirasakan pada perusahaan dengan kategori ukuran kecil. Hal ini dapat diartikan bahwa *firm performance* pada perusahaan dengan kategori kecil, cenderung lebih rendah bila dibandingkan dengan perusahaan kategori besar, sebagaimana rasio hutang terhadap ekuitas (*leverage*) yang mempengaruhi tingkat risiko, arus kas, hingga kinerja dari suatu perusahaan. Pada indikator yang

berbeda, Hassan (2025) memberikan pernyataan yang mendukung adanya pengaruh antara *firm characteristic* dan *firm performance*, yaitu indikator *firm age* yang dapat menjelaskan reputasi perusahaan pada investor, serta kematangan akan model bisnis, dan kemampuan dalam mengakses berbagai sumber daya. Dimana melalui kelebihan yang dijelaskan, memungkinkan perusahaan dengan umur yang lebih matang untuk memiliki daya saing dan kinerja keuangan yang lebih baik. Akhir kata, melalui penjabaran akan pengaruh *firm characteristic* dan *firm performance*, terlihat kehadiran fenomena *IPO underpricing* dapat menjembatani hubungan antara kedua variabel. Dimana perusahaan dengan *firm characteristic* yang kuat, seperti usia yang matang, ukuran yang besar, dan kinerja keuangan yang baik, dalam praktiknya mampu menurunkan ketidakpastian dan asimetri informasi, sehingga menurunkan kemungkinan fenomena *underpricing*. Adapun *underpricing* yang jarang terjadi, pada akhirnya membantu perusahaan dalam mencapai kinerja yang maksimal, sebagaimana perusahaan yang memperoleh dana dengan lebih optimal, sesuai penjelasan Dewi et al (2025).

Maka berdasarkan penjabaran dari penelitian terdahulu, penulis merumuskan hipotesis melalui temuan Pradnyana & Erawati (2024), Hassan (2025), dan Dewi et al (2025). Yaitu *IPO underpricing* dapat memediasi hubungan antara *firm characteristic* dan *firm performance*, berupa perusahaan dengan indikator *firm characteristic* yang baik, dapat mengurangi *underpricing* dan memungkinkan perusahaan memperoleh dana *IPO* yang optimal bagi *firm performance*.

H12: *IPO underpricing* memediasi pengaruh signifikan positif *firm characteristic* terhadap *firm performance*

2.3.13 Peran *IPO Underpricing* Sebagai Mediasi Dalam Pengaruh *Market Conditions* Terhadap *Firm Performance*

Dalam kehadirannya, *IPO underpricing* di perkirakan memediasi

pengaruh positif dan signifikan, antara *market conditions* dan *firm performance*. Rossofski et al (2025) dalam penelitiannya, mempertimbangan penggunaan *market conditions* sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi fenomena *IPO underpricing*, sebagaimana terdapat penelitian yang menyatakan adanya keterkaitan. Adapun keterkaitan yang dimaksud, diutarakan oleh Chemmanur & He (2011) dan Lowry et al (2009), yang seperti dikutip oleh Rossofski et al (2025), yaitu perusahaan memiliki kecenderungan untuk memilih momen tertentu dalam upaya penerbitan *IPO*, khususnya ketika pasar dinilai menguntungkan atau terdapat sentimen positif akan perusahaan, yang pada akhirnya membantu keberhasilan penerbitan. Salah satu contoh akan momen pasar yang dinilai tidak menguntungkan, dijelaskan oleh Baig & Chen (2022) dan Zhang & Neupane (2024), yang memberikan sudut pandang berbeda terkait krisis yang dapat mempengaruhi proses *IPO*. Yaitu pasar saham yang dalam kondisi tidak mendukung, seperti ketika masa pandemi Covid-19 yang menyebabkan kelumpuhan akan aktivitas usaha, cenderung menunjukkan fenomena *underpricing*. Hal ini sebagaimana *IPO* selama pandemi yang mengalami ketidakpastian informasi yang lebih besar, bila dibandingkan dengan sebelum pandemi. Pada temuan yang berbeda, Barrett et al (2025) mendukung pernyataan yang menjelaskan adanya keterkaitan antara *market conditions* dan *IPO underpricing*, yaitu kerusuhan sosial (*social unrest*), menjadi peristiwa pada pasar saham yang dapat mempengaruhi proses *IPO* secara signifikan. Adapun kerusuhan sosial dapat diartikan sebagai aksi kekerasan, huru-hara, atau gangguan sipil yang dilakukan oleh suatu kelompok, dalam ruang lingkup negara. Dimana melalui kerusuhan yang terjadi, dapat menurunkan sentimen investor, yang mengakibatkan rendahnya *return* pada hari pertama, khususnya selama periode kerusuhan. Hal ini mengisyaratkan bahwa investor cenderung menghindari momen krusial yang terjadi pada suatu negara, sehingga pada akhirnya mempengaruhi keberhasilan penerbitan.

Market conditions yang dalam definisinya diartikan sebagai suatu kondisi dari pasar saham, yang dibentuk melalui lingkungan makro ekonomi dan institusional, memiliki keterkaitan dengan *firm performance*. Reyad et al (2022) menjabarkan risiko ekonomi yang dapat mempengaruhi *firm performance*, berupa kebijakan ekonomi (*economic policies*) yang cenderung berubah, seperti kebijakan moneter atau fiskal, serta risiko nilai tukar mata uang asing (*foreign exchange risk*). Pada kebijakan ekonomi, serangkaian peristiwa dapat mempengaruhi perubahan kebijakan, seperti pandemi, perang dagang, hingga negosiasi bisnis. Dimana melalui kebijakan yang berubah, pada akhirnya mengubah iklim bisnis, yang kemudian mempengaruhi perusahaan. Sementara pada nilai tukar, risiko cenderung dirasakan oleh perusahaan yang berorientasi pada perdagangan internasional, sebagaimana mata uang usaha yang menyesuaikan nilai tukar saat itu. Meskipun *market conditions* yang terlihat memberikan pengaruh negatif terhadap *firm performance*, namun Crick et al (2024) memberikan sudut pandang berbeda. Dalam temuannya, kompetisi yang terjadi antara perusahaan dalam pasar, dapat meningkatkan kinerja, sebagaimana intensitas persaingan dan perkembangan teknologi yang terus terjadi. Yaitu setiap perusahaan berlomba-lomba untuk memenangkan pasar, yang terlihat dari strategi dan inovasi yang dilakukan, dalam upaya mencapai kinerja yang terbaik. Akhir kata, fenomena *IPO underpricing* dan keterkaitannya terhadap *firm performance* dijelaskan oleh Cabral & Kumar (2023), yang menyatakan bahwa *IPO underpricing* memberikan pengaruh terhadap aktivitas investasi perusahaan, khususnya dalam bidang *research and development (R&D)*, serta investasi modal (*capex*). Hal ini sebagaimana *underpricing* yang menjadi sinyal pada perusahaan akan sentimen positif investor, sehingga perusahaan memberikan respon dengan menciptakan suatu inovasi dan memperluas cakupan usaha. Dimana melalui investasi yang dilakukan, secara tidak langsung meningkatkan kinerja dari perusahaan.

Maka berdasarkan penjabaran dari penelitian terdahulu, penulis merumuskan hipotesis melalui temuan Rossovski et al (2025) dan Cabral & Kumar (2023). Yaitu *IPO underpricing* dapat memediasi hubungan antara *market conditions* dan *firm performance*, berupa sentimen pasar yang dapat menciptakan fenomena *underpricing*, hingga pada akhirnya dapat meningkatkan kinerja perusahaan, sebagaimana perusahaan yang memperoleh sinyal akan minat investor melalui *IPO*.

H13: *IPO underpricing* memediasi pengaruh signifikan positif *market conditions* terhadap *firm performance*

2.4 Penelitian Terdahulu

Pada penelitian ini menggunakan kajian penelitian terdahulu sebagai referensi, yaitu penelitian karya Rossovski et al (2025) sebagai sumber utama. Adapun dalam penyusunan kerangka dan hipotesis penelitian, penulis menggunakan referensi dari berbagai penelitian sebelumnya, yang berkaitan dengan *IPO mechanism*, *corporate governance*, *firm characteristics*, *market conditions*, *IPO underpricing*, dan *firm performance*. Penelitian terdahulu yang dimaksud adalah sebagai berikut;

Tabel 2.3 Penelitian Terdahulu

No	Peneliti (Tahun)	Judul Artikel & Nama Jurnal	Hasil Penelitian	Manfaat Bagi Penelitian
1	Rossovski et al (2025)	<i>Determinants of IPO Overpricing</i>	Temuan utama menunjukkan bahwa <i>IPO mechanism</i> memberikan pengaruh terhadap fenomena <i>IPO overpricing</i> . Yaitu secara spesifik, indikator <i>deal size</i> dan <i>greenshoe option</i> yang memberikan pengaruh	Hasil penelitian digunakan sebagai acuan penulisan, yaitu landasan teori utama, definisi variabel, rumusan hipotesis, dan tolok ukur akan hasil

			negatif, sementara indikator <i>offer price</i> yang disesuaikan ke bawah (<i>downward revision</i>), memberikan pengaruh positif terhadap fenomena <i>overpricing</i> .	penelitian, terkait fenomena <i>IPO underpricing</i> .
2	Kapoor & Prosad (2017)	<i>Behavioural Finance: A Review</i>	Temuan utama menunjukkan bahwa teori keuangan tradisional (<i>traditional finance theory</i>), berasal dari <i>expected utility theory</i> yang terus berkembang, hingga membentuk teori <i>efficient market hypothesis</i> .	Hasil penelitian digunakan dalam tinjauan literatur, yaitu penjelasan terkait teori keuangan tradisional.
3	Fama (1970)	<i>Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work</i>	Temuan utama mengklasifikasikan pasar yang efisien menjadi tiga bentuk, yaitu bentuk lemah (<i>weak form</i>), bentuk semi kuat (<i>semi strong form</i>), dan bentuk kuat (<i>strong form</i>).	Hasil penelitian digunakan dalam tinjauan literatur, yaitu penjelasan terkait teori keuangan tradisional dan keterkaitan dengan teori asimetri informasi.
4	Akerlof (1970)	<i>The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism</i>	Temuan utama merumuskan teori asimetri informasi (<i>asymmetry information theory</i>).	Hasil penelitian digunakan dalam tinjauan literatur, yaitu penjelasan terkait teori asimetri informasi.
5	Spence (1973)	<i>Job Market Signaling</i>	Temuan utama merumuskan teori sinyal	Hasil penelitian digunakan dalam

			(<i>signaling theory</i>).	tinjauan literatur, yaitu penjelasan terkait teori sinyal.
6	Ritter & Welch (2002)	<i>A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations</i>	Temuan utama mendefinisikan fenomena <i>IPO underpricing</i> dan merumuskan formula untuk menghitung <i>underpricing</i> .	Hasil penelitian digunakan dalam tinjauan literatur, yaitu penjelasan terkait <i>IPO underpricing</i> .
7	Xuan et al (2023)	<i>Underwriters Interest Binding and IPO Underpricing</i>	Temuan utama menyatakan bahwa <i>underwriter</i> berperan dalam menciptakan fenomena <i>IPO underpricing</i> .	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis pertama (H1).
8	Hu et al (2021)	<i>Underwriter Reputation and IPO underpricing: The Role of Institutional Investors in The Chinese Growth Enterprise Market</i>	Temuan utama menyatakan bahwa <i>underwriter</i> bereputasi dapat mengurangi fenomena <i>IPO underpricing</i> .	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis pertama (H1).
9	Zhu et al (2022)	<i>Gender Diversity and Firms' Sustainable Performance: Moderating Role of CEO Duality in Emerging Equity Market</i>	Temuan utama menyatakan bahwa ukuran direksi yang semakin besar, cenderung menunjukkan kinerja keuangan yang semakin baik.	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis kedua (H2).
10	Irhamni (2021)	<i>IPO Underpricing and Corporate Governance: Evidence from</i>	Temuan utama menyatakan bahwa dewan direksi yang independen memberikan pengaruh negatif dan	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis kedua

		<i>Indonesian Equity Market</i>	signifikan, terhadap fenomena <i>underpricing</i> .	(H2).
11	İlbasmış (2023)	<i>Underpricing and Aftermarket Performance of IPOs During The Covid-19 Period: Evidence from Istanbul Stock Exchange</i>	Temuan utama menyatakan bahwa perusahaan dengan kategori usia tua, cenderung tidak mengalami fenomena <i>underpricing</i> .	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis ketiga (H3).
12	Chen et al (2022)	<i>Global Board Reforms and the Pricing of IPOs</i>	Temuan utama menyatakan bahwa fundamental perusahaan, yang tercermin melalui <i>firm size, asset turnover, lower leverage, higher profitability</i> , dan <i>higher market-to-book-ratio</i> , mampu mengurangi ketidakpastian investor	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis ketiga (H3).
13	Deloof et al (2023)	<i>Going Public: Evidence From Stock and Bond IPOs in Belgium, 1839–1935</i>	Temuan utama yang menyatakan bahwa perusahaan selaku penerbit, cenderung mengatur waktu penerbitan IPO dan obligasi, agar bertepatan dengan kondisi pasar dan siklus bisnis yang menguntungkan.	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis keempat (H4).
14	Bendezu & Rodriguez (2025)	<i>Lending Rate Sensitivity to Monetary Policy: A Bank Level Empirical Analysis</i>	Temuan utama yang menyatakan bahwa pemerintah cenderung melakukan perubahan akan suku bunga pinjaman	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis keempat (H4).

			(<i>interest rate</i>), yang menyesuaikan sensitivitas pasar.	
15	Supsermpol et al (2025)	<i>Post-IPO Underpricing Prediction: A Case Study of Thai Capital Market</i>	Temuan utama yang menyatakan bahwa perusahaan dengan fundamental kuat, memiliki kemungkinan untuk menetapkan harga secara konservatif, sehingga tercipta fenomena <i>underpricing</i> .	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis keenam (H6) dan kesepuluh (H10).
16	Pelawi & Pelawi (2023)	<i>Information Asymmetry, Corporate Governance, and IPO Underpricing: Evidence in Indonesia</i>	Penelitian yang menganalisis hubungan antara asimetri informasi, tata kelola perusahaan, dan <i>IPO underpricing</i> , di pasar saham Indonesia. Dimana temuan menyatakan bahwa ukuran dewan (<i>board size</i>) dan ukuran karyawan (<i>number of employees</i>), memberikan pengaruh negatif terhadap fenomena <i>IPO underpricing</i> .	Hasil penelitian digunakan sebagai acuan penulisan, yaitu landasan teori tambahan, menjelaskan kondisi <i>underpricing</i> di pasar saham Indonesia dalam kurun waktu satu dekade, dan membangun hipotesis ketujuh (H7).
17	Ho (2023)	<i>Corporate Governance, Firm Characteristics and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnam</i>	Temuan utama yang menyatakan bahwa <i>firm size</i> dan <i>board size</i> yang memberikan pengaruh negatif terhadap <i>firm performance</i> .	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis kedelapan (H8).
18	Handoyo et al	<i>Firm</i>	Temuan utama yang	Hasil penelitian

	(2023)	<i>Characteristics, Business Environment, Strategic Orientation, and Performance</i>	menyatakan bahwa <i>firm size, industry type</i> , dan <i>competition intensity</i> , secara signifikan memberikan pengaruh terhadap <i>firm strategic orientation</i> .	digunakan untuk membangun hipotesis kedelapan (H8).
19	Lavery et al (2024)	<i>Private Equity Financing & Firm Productivity</i>	Temuan utama yang mendukung pengaruh <i>firm characteristics</i> terhadap <i>firm performance</i> .	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis kedelapan (H8).
20	Ibrahimov et al (2025)	<i>The Impact of Macroeconomic Factors on the Firm's Performance Empirical Analysis from Türkiye</i>	Temuan utama menyatakan bahwa variabel ekonomi makro, seperti <i>inflation, interest rate, unemployment</i> , dan <i>macroeconomic stress index (MSI)</i> , memberikan pengaruh terhadap kinerja perusahaan, yang diwakili oleh <i>RoA</i> dan <i>RoE</i> .	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis kesembilan (H9).
21	Kumar & Zbib (2022)	<i>Firm Performance During The Covid-19 Crisis: Does Managerial Ability Matter?</i>	Temuan utama yang menyatakan bahwa CEO memainkan peran signifikan untuk mengelola perusahaan selama masa krisis, yang mengakibatkan perusahaan mengalami kendala keuangan. Yaitu CEO dengan kemampuan manajerial yang lebih baik, memiliki kelebihan kas	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis kesembilan (H9).

			yang secara signifikan lebih besar, sebagaimana kinerja yang lebih baik.	
22	Mittal & Chahar (2024)	<i>Underpricing in Fixed-Price IPOs: An Empirical Analysis of The Indian Market</i>	Temuan utama yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung menetapkan harga penawaran dibawah nilai pasar, yaitu kesengajaan untuk menciptakan fenomena <i>IPO underpricing</i> .	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis kesepuluh (H10).
23	Chen et al (2022)	<i>Societal Secrecy and IPO Underpricing</i>	Temuan utama menyatakan bahwa <i>societal secrecy</i> memiliki pengaruh positif terhadap fenomena <i>IPO underpricing</i> .	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis kesebelas (H11).
24	Ilahiyah et al (2025)	<i>The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: A Review</i>	Temuan utama yang menyatakan bahwa <i>corporate governance</i> dapat berkembang menjadi <i>good corporate governance (GCG)</i> , yang pada akhirnya meningkatkan nilai dari perusahaan.	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis kesebelas (H11).
25	Pradnyana & Erawati (2024)	<i>The Effect of Company Performance on Underpricing Level IPO Shares on The Indonesia Stock Exchange for The Period 2013- 2023</i>	Temuan utama yang menyatakan bahwa <i>profitability ratio, solvency ratio, company size, dan company age</i> , memberikan pengaruh terhadap fenomena <i>IPO underpricing</i> .	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis keduabelas (H12).

26	Hassan (2025)	<i>Does Firm Size Moderate the Relationship between Board Characteristics and Financial Performance? Insights from Egypt</i>	Temuan utama yang menyatakan bahwa <i>firm age</i> memberikan pengaruh negatif terhadap <i>financial performance</i> , yang diwakilkan oleh <i>RoA</i> dan <i>ROE</i> .	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis keduabelas (H12).
27	Dewi et al (2025)	<i>Factors Affecting The Underpricing of Shares of Companies That Conduct Initial Public Offerings with The Auditor's Reputation as a Moderator</i>	Temuan penelitian yang menyatakan bahwa variabel akuntansi, seperti <i>return on assets (RoA)</i> , <i>debt to equity ratio (DER)</i> , <i>earnings per share (EPS)</i> , dan <i>firm size</i> , yang dapat menjelaskan fenomena <i>IPO underpricing</i> . Adapun temuan utama menyatakan bahwa hanya <i>DER</i> yang memberikan pengaruh signifikan terhadap fenomena.	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis keduabelas (H12).
28	Cabral & Kumar (2023)	<i>The Impact of Underpricing on Newly Public Firm Investments</i>	Temuan utama yang menyatakan bahwa fenomena <i>IPO underpricing</i> merupakan umpan balik bagi perusahaan, yaitu peluang perusahaan dalam menghimpun dana investasi dari investor.	Hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis ketigabelas (H13).
29	Crick et al (2024)	<i>The Relationship Between Coopetition</i>	Temuan utama yang menyatakan bahwa strategi persaingan perusahaan,	Hasil penelitian digunakan untuk membangun

		<i>Strategies and Company Performance Under Different Levels of Competitive Intensity, Market Dynamism, and Technological Turbulence</i>	memberikan pengaruh terhadap kinerja, sebagaimana dinamika pasar dan perkembangan teknologi yang mendorong persaingan.	hipotesis ketigabelas (H13).
30	Zhang & Neupane (2024)	<i>Global IPO Underpricing During The Covid-19 Pandemic: The Impact of Firm Fundamentals, Financial Intermediaries, and Global Factors</i>	Temuan utama menunjukkan bahwa perusahaan yang menerbitkan saham selama pandemi mengalami fenomena <i>underpricing</i> 17.6% lebih tinggi, dibandingkan dengan perusahaan yang menerbitkan sebelum pandemi. Selain itu, <i>firm fundamental</i> dan <i>financial intermediaries</i> memberikan pengaruh positif terhadap fenomena <i>underpricing</i> , sementara indikator <i>shareholder protection</i> dan <i>ESG</i> memberikan pengaruh negatif, namun indikator <i>economic policy uncertainty</i> dan <i>economic support</i> memberikan pengaruh positif.	Hasil penelitian digunakan sebagai tolok ukur dalam pengamatan fenomena, yaitu penjabaran terkait fenomena perbedaan harga saham, khususnya selama masa pandemi Covid-19. Serta hasil penelitian digunakan untuk membangun hipotesis, yaitu H3, H9, dan H13, yang terkait pengaruh <i>firm characteristics</i> terhadap <i>IPO underpricing</i> .

Sumber: *Olahan Penulis (2026)*