

**CAN INVESTORS DETECT ACCRUAL-BASED EARNINGS MANAGEMENT?
THE ROLE OF INFORMATION ASYMMETRY AS A MODERATING FACTOR
IN IPO UNDERPRICING IN INDONESIA**

**DAPATKAH INVESTOR MENDETEKSI MANAJEMEN LABA BERBASIS
AKRUAL? PERAN ASIMETRI INFORMASI SEBAGAI FAKTOR MODERASI
DALAM UNDERPRICING IPO DI INDONESIA**

Budi Kiswanto¹, Yudhi Herliansyah²

Program Studi Magister Akuntansi, Universitas Mercu Buana^{1,2}

55524110032@student.mercubuana.ac.id¹

ABSTRACT

This study examines the effects of accrual-based earnings management, financial leverage, and investor sentiment on IPO underpricing, with information asymmetry serving as a moderating variable. Motivated by concerns regarding transparency and corporate governance in Indonesia's capital market, this study investigates whether pre-IPO accounting signals and investor sentiment are reflected in IPO pricing. Its novelty lies in integrating discretionary accruals, leverage, investor sentiment, and information asymmetry within a unified moderation framework for firms conducting IPOs on the Indonesia Stock Exchange during 2022–2025. Using purposive sampling, the study analyzes 151 listed companies. IPO underpricing is measured using five-day cumulative abnormal returns, discretionary accruals are estimated using the Modified Jones Model, financial leverage is proxied by the debt-to-assets ratio, investor sentiment is measured by the oversubscription ratio, and information asymmetry is represented by an interaction-based proxy combining underwriter reputation and firm size. Data are analyzed using Ordinary Least Squares (OLS) and moderated regression analysis. The results indicate that investor sentiment has a positive and significant effect on IPO underpricing, whereas discretionary accruals and financial leverage have no significant effects. Information asymmetry significantly moderates the relationship between discretionary accruals and IPO underpricing but does not moderate the effects of leverage or investor sentiment. These findings highlight the importance of transparent financial reporting and credible governance mechanisms in improving IPO pricing quality in emerging markets.

Keywords: Accrual-Based Earnings Management; Financial Leverage; Investor Sentiment; Information Asymmetry; IPO Underpricing

ABSTRAK

Penelitian ini menganalisis pengaruh manajemen laba berbasis akrual, leverage keuangan, dan sentimen investor terhadap *underpricing* penawaran umum perdana (*Initial Public Offering*/IPO), dengan asimetri informasi sebagai variabel moderasi. Penelitian ini dilatarbelakangi oleh perhatian terhadap transparansi dan tata kelola perusahaan di pasar modal Indonesia, khususnya terkait apakah sinyal akuntansi sebelum IPO dan sentimen investor tercermin dalam penetapan harga saham. Kebaruan penelitian ini terletak pada integrasi manajemen laba berbasis akrual, leverage keuangan, sentimen investor, dan asimetri informasi dalam satu kerangka moderasi pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia selama periode 2022–2025. Dengan menggunakan teknik *purposive sampling*, penelitian ini menganalisis 151 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Underpricing* IPO diukur menggunakan *cumulative abnormal returns* selama lima hari, manajemen laba berbasis akrual diestimasi menggunakan *Modified Jones Model*, leverage keuangan diproksikan dengan rasio utang terhadap aset, sentimen investor diukur menggunakan rasio *oversubscription*, sedangkan asimetri informasi direpresentasikan melalui proksi berbasis interaksi antara reputasi penjamin emisi dan ukuran perusahaan. Analisis data menggunakan *Ordinary Least Squares* (OLS) dan analisis regresi moderasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa sentimen investor berpengaruh positif dan signifikan terhadap *underpricing* IPO, sedangkan manajemen laba berbasis akrual dan leverage keuangan tidak berpengaruh signifikan. Asimetri informasi secara signifikan memoderasi hubungan antara manajemen laba berbasis akrual dan *underpricing* IPO, tetapi tidak memoderasi hubungan leverage maupun sentimen investor dengan *underpricing*. Temuan ini menegaskan pentingnya transparansi pelaporan keuangan dan mekanisme tata kelola yang kredibel dalam meningkatkan kualitas penetapan harga IPO di pasar negara berkembang.

Kata Kunci: Manajemen Laba Berbasis Akrual; Leverage Keuangan; Sentimen Investor; Asimetri Informasi; *IPO Underpricing*

PENDAHULUAN

Pasar modal memiliki peran strategis sebagai sarana intermediasi keuangan jangka panjang yang mempertemukan perusahaan yang membutuhkan sumber pendanaan dengan investor yang mencari alternatif investasi produktif. Salah satu aktivitas penting dalam pasar modal adalah *Initial Public Offering* (IPO), yaitu proses penawaran saham kepada masyarakat untuk pertama kalinya melalui pasar modal. Fenomena yang sering menyertai pelaksanaan IPO adalah *underpricing*, yaitu kondisi ketika harga saham yang ditawarkan pada pasar perdana ditetapkan lebih rendah dibandingkan harga saham pada awal perdagangan di pasar sekunder (Hasan et al., 2013). Di Bursa Efek Indonesia (BEI), aktivitas IPO selama periode 2022–2025 tetap menunjukkan perkembangan yang signifikan meskipun mengalami fluktuasi dari tahun ke tahun. Dalam periode tersebut, sebanyak 205 perusahaan melaksanakan IPO dengan total dana yang berhasil dihimpun mencapai lebih dari Rp142,7 triliun. Dari jumlah tersebut, sebanyak 163 perusahaan atau sekitar 79,5% mengalami *underpricing* pada awal perdagangan saham.

Tingginya proporsi perusahaan yang mengalami *underpricing* menunjukkan bahwa proses penetapan harga IPO di Indonesia masih menghadapi tantangan terkait efisiensi informasi dan transparansi pasar. Dari perspektif investor, *underpricing* dapat memberikan peluang memperoleh *abnormal return* pada awal perdagangan. Sebaliknya, bagi perusahaan penerbit (*emiten*), *underpricing* berpotensi menimbulkan *opportunity loss* karena dana yang diperoleh melalui IPO menjadi lebih rendah dibandingkan dengan nilai yang berpotensi dihimpun apabila saham ditawarkan pada harga

yang lebih mencerminkan nilai pasar. Permasalahan tersebut semakin relevan untuk dikaji seiring meningkatnya perhatian terhadap transparansi pasar, kualitas informasi, serta potensi praktik perdagangan terkoordinasi (*coordinated trading*) yang dapat memengaruhi proses *price discovery* di pasar modal Indonesia. Kondisi ini menunjukkan bahwa mekanisme pembentukan harga saham pada saat IPO tidak hanya dipengaruhi oleh informasi fundamental perusahaan, tetapi juga oleh kualitas informasi yang tersedia dan perilaku pelaku pasar.

Dalam konteks tersebut, kualitas informasi akuntansi, kondisi fundamental perusahaan, dan perilaku investor menjadi aspek penting dalam menjelaskan fenomena *underpricing* IPO. Salah satu indikator kualitas informasi akuntansi adalah *discretionary accruals*, yang mencerminkan komponen akrual yang memberikan ruang bagi manajemen untuk menggunakan pertimbangan tertentu dalam menentukan laba yang dilaporkan. Penggunaan *discretionary accruals* secara oportunistik menjelang IPO berpotensi memengaruhi kualitas informasi keuangan yang diterima investor dan meningkatkan ketidakpastian dalam proses penilaian perusahaan (Fathy et al., 2020). Selanjutnya, *financial leverage* dapat mencerminkan tingkat risiko keuangan perusahaan karena menunjukkan sejauh mana aktivitas perusahaan dibiayai melalui utang. Tingkat leverage yang tinggi dapat dipersepsikan investor sebagai peningkatan risiko keuangan sehingga berpotensi memengaruhi penilaian terhadap harga saham IPO (Ong et al., 2020; Pirayesh Neghab et al., 2023). Selain itu, sentimen investor dapat memengaruhi keputusan investasi melalui ekspektasi, optimisme, dan tingkat permintaan terhadap saham IPO, sehingga respons investor tidak selalu

didasarkan pada informasi fundamental perusahaan semata (Ibrahim & Benli, 2022).

Hubungan antara faktor-faktor tersebut dan *underpricing* IPO menjadi semakin kompleks ketika terdapat asimetri informasi antara emiten, penjamin emisi, dan investor. Investor yang memiliki keterbatasan informasi mengenai kondisi dan prospek perusahaan cenderung menghadapi ketidakpastian yang lebih tinggi dalam menentukan nilai wajar saham. Dalam kondisi tersebut, informasi akuntansi dan sinyal pasar dapat ditafsirkan secara berbeda oleh investor dan berpotensi memengaruhi mekanisme pembentukan harga IPO. Selain itu, perbedaan tingkat informasi yang dimiliki oleh masing-masing pihak dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh manajemen laba berbasis akrual, leverage keuangan, dan sentimen investor terhadap *underpricing*. Dengan demikian, asimetri informasi penting dipertimbangkan sebagai variabel moderasi dalam menjelaskan hubungan tersebut.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian terdahulu mengenai determinan *underpricing* IPO masih menunjukkan hasil yang beragam, sehingga diperlukan pengujian lebih lanjut dengan mempertimbangkan faktor akuntansi, fundamental, dan perilaku investor secara simultan. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *discretionary accruals*, *financial leverage*, dan sentimen investor terhadap *underpricing* IPO serta menganalisis peran asimetri informasi sebagai variabel moderasi pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia selama periode 2022–2025. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris mengenai bagaimana kualitas pelaporan keuangan, risiko keuangan, sentimen

investor, dan asimetri informasi berinteraksi dalam memengaruhi pembentukan harga IPO di pasar modal negara berkembang, khususnya Indonesia.

KAJIAN PUSTAKA

Teori yang Menjelaskan *Underpricing* IPO

Fenomena *underpricing* pada penawaran umum perdana (*Initial Public Offering/IPO*) merupakan persoalan yang multidimensional karena dapat dipengaruhi oleh aspek informasi, hubungan keagenan, pemberian sinyal, maupun perilaku investor. Literatur mengenai IPO menunjukkan adanya berbagai perspektif teoretis yang digunakan untuk menjelaskan fenomena tersebut. Dari berbagai teori yang berkembang, *Information Asymmetry Theory*, *Agency Theory*, *Signaling Theory*, dan *Behavioral Finance Theory* merupakan beberapa pendekatan yang paling sering digunakan untuk menjelaskan faktor-faktor yang memengaruhi *underpricing* (de Oliveira et al., 2023).

Menurut *Information Asymmetry Theory*, asimetri informasi muncul ketika pihak-pihak yang terlibat dalam suatu transaksi tidak memiliki tingkat informasi yang sama. Akerlof (1970) menjelaskan bahwa kondisi tersebut terjadi ketika penjual memiliki pengetahuan yang lebih lengkap mengenai kualitas suatu aset dibandingkan dengan pembeli. Dalam pelaksanaan IPO, ketidakseimbangan informasi dapat muncul dalam hubungan antara emiten dan investor, emiten dan *underwriter*, maupun antarkelompok investor (Che-Yahya et al., 2017; Katti & Phani, 2016). Rock (1986) mengaitkan kondisi ini dengan konsep *winner's curse*, yaitu keadaan ketika investor yang memiliki informasi terbatas justru lebih berpeluang memperoleh saham IPO

yang berkualitas rendah. Tingkat asimetri informasi juga dapat berkaitan dengan sejumlah karakteristik perusahaan dan pasar, seperti reputasi *underwriter*, kualitas tata kelola, kapitalisasi pasar, ukuran perusahaan, serta keterlibatan investor institusional (de Oliveira et al., 2023).

Agency Theory memandang bahwa perbedaan kepentingan antara *principal* dan *agent* dapat memperbesar masalah informasi dan menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*). Dalam konteks perusahaan publik, manajemen bertindak sebagai *agent* yang memiliki akses informasi internal lebih luas dibandingkan investor sebagai *principal*. Ketidakseimbangan informasi dan perbedaan kepentingan tersebut dapat memberikan peluang bagi manajemen untuk melakukan tindakan oportunistik, termasuk membatasi informasi tertentu atau melakukan praktik manajemen laba (Shapiro, 2005). Berbagai mekanisme pengawasan, seperti auditor independen, sistem insentif, dan keterlibatan pihak ketiga yang memiliki kredibilitas, termasuk *underwriter* bereputasi, dapat digunakan untuk mengurangi masalah keagenan. Namun, penerapan mekanisme tersebut tetap menimbulkan biaya tertentu yang dalam proses IPO dapat tercermin melalui tingkat *underpricing* (de Oliveira et al., 2023).

Signaling Theory menjelaskan proses penyampaian informasi mengenai kualitas dan prospek perusahaan kepada investor melalui berbagai sinyal (Spence, 1973, 2002). Dalam situasi ketika informasi yang tersedia bagi investor terbatas, perusahaan perlu menyampaikan sinyal yang positif, relevan, dan kredibel guna mengurangi ketidakpastian pasar. Transparansi informasi akuntansi, pencapaian kinerja perusahaan, serta keterlibatan *underwriter* yang memiliki reputasi baik dapat menjadi sinyal positif mengenai

kualitas perusahaan. Namun, manajemen juga memiliki kemungkinan untuk menggunakan informasi akuntansi yang menguntungkan guna membentuk persepsi positif investor. Sinyal yang dapat dipercaya berpotensi mengurangi asimetri informasi dan ketidakpastian dalam penentuan harga IPO. Sebaliknya, informasi yang ambigu atau sulit diverifikasi dapat meningkatkan persepsi risiko dan mendorong investor mengharapkan harga penawaran yang lebih rendah.

Sementara itu, *Behavioral Finance Theory* menekankan bahwa keputusan investasi tidak selalu dihasilkan melalui proses yang sepenuhnya rasional dan berbasis informasi fundamental. Faktor psikologis, emosi, ekspektasi, serta berbagai bias kognitif dapat memengaruhi perilaku investor dan pembentukan harga aset. Shiller (2014) menjelaskan bahwa psikologi investor dan narasi spekulatif dapat memberikan pengaruh besar terhadap pergerakan harga aset. Dalam konteks IPO, sentimen investor yang positif dapat mendorong permintaan terhadap saham baru secara berlebihan sehingga harga saham pada awal perdagangan berpotensi meningkat dan menghasilkan tingkat *underpricing* yang lebih tinggi.

Underpricing IPO

Underpricing IPO merujuk pada keadaan ketika harga saham yang ditetapkan pada saat penawaran di pasar perdana berada di bawah harga saham ketika mulai diperdagangkan di pasar sekunder. Fenomena tersebut dapat dijelaskan melalui sejumlah perspektif, antara lain asimetri informasi, penjelasan institusional (*institutional explanations*), pertimbangan kepemilikan dan pengendalian (*ownership and control reasons*), serta pendekatan perilaku (*behavioral explanations*) (Jamaani & Alidarous, 2019).

Dalam perspektif asimetri informasi, investor yang memiliki informasi lebih baik cenderung dapat mengidentifikasi saham IPO yang berpotensi memberikan keuntungan awal. Sebaliknya, investor dengan informasi yang lebih terbatas menghadapi risiko memperoleh saham dengan kualitas yang kurang baik atau harga yang relatif terlalu tinggi. Untuk menjaga keterlibatan investor yang kurang informasi dalam proses IPO, emiten dan *underwriter* dapat menetapkan harga penawaran pada tingkat tertentu di bawah estimasi nilai pasar sebagai bentuk kompensasi atas ketidakpastian yang dihadapi investor.

Dari perspektif teori sinyal, *underpricing* dapat dipandang sebagai sinyal yang membutuhkan pengorbanan biaya (*costly signal*) dari perusahaan. Meskipun penetapan harga yang lebih rendah dapat menyebabkan transfer sebagian nilai ekonomi dari emiten kepada investor, perusahaan dapat memperoleh manfaat berupa peningkatan reputasi dan peluang memperoleh pendanaan pada masa mendatang. Perusahaan yang bersedia menanggung biaya tersebut dapat dipersepsikan pasar sebagai perusahaan dengan prospek atau kualitas yang relatif lebih baik (Kaasjager & Barahona, 2020). Dengan demikian, *underpricing* tidak hanya menggambarkan keuntungan awal bagi investor, tetapi juga dapat mencerminkan adanya ketidakpastian dan keterbatasan informasi dalam proses penetapan harga IPO.

Discretionary Accruals dan Underpricing

Akrual merupakan komponen akuntansi yang menjelaskan perbedaan antara arus kas dan laba yang dilaporkan. Penggunaan basis akrual memungkinkan laporan laba memberikan gambaran mengenai kinerja ekonomi perusahaan

yang tidak hanya bergantung pada arus kas aktual. Berdasarkan karakteristiknya, akrual dapat dibedakan menjadi *non-discretionary accruals*, yaitu akrual yang timbul sebagai konsekuensi dari aktivitas normal perusahaan, dan *discretionary accruals*, yaitu bagian akrual yang dipengaruhi oleh pertimbangan dan kebijakan manajemen.

Dalam periode menjelang IPO, *discretionary accruals* dapat dimanfaatkan manajemen untuk membentuk tingkat laba tertentu sehingga perusahaan terlihat lebih menarik di mata calon investor. Namun, penggunaan akrual secara oportunistik juga dapat menurunkan kualitas informasi yang terkandung dalam laporan keuangan. Berdasarkan *Agency Theory*, tindakan tersebut berpotensi meningkatkan konflik kepentingan dan *agency cost* karena investor dapat menerima informasi yang tidak sepenuhnya menggambarkan kondisi ekonomi perusahaan. Apabila investor menduga adanya pengelolaan laba, mereka dapat menilai perusahaan memiliki risiko informasi yang lebih tinggi dan mengharapkan kompensasi melalui harga penawaran yang lebih rendah.

Di sisi lain, *discretionary accruals* tidak selalu digunakan untuk tujuan oportunistik dan dapat pula dipandang sebagai sarana penyampaian sinyal. Manajemen yang memiliki keyakinan terhadap prospek perusahaan pada masa mendatang dapat menggunakan kebijakan akrual untuk menunjukkan optimisme kepada investor (Kallias et al., 2022). Akan tetapi, apabila sinyal tersebut tidak didukung oleh kinerja fundamental yang memadai, investor dapat memberikan respons negatif dan meningkatkan tuntutan terhadap diskon harga saham. Dengan demikian, *discretionary accruals* memiliki dua kemungkinan interpretasi, yaitu sebagai

indikasi optimisme manajemen sekaligus sebagai sinyal adanya risiko terkait kualitas laba.

Hasil penelitian sebelumnya menunjukkan adanya ketidakkonsistenan mengenai hubungan antara *discretionary accruals* dan *underpricing*. Pandey dan Pattanayak (2022) serta Chiu dan Sinha (2024) menemukan bahwa *discretionary accruals* berpengaruh positif terhadap *underpricing*. Sebaliknya, Andreas et al. (2021) menemukan adanya pengaruh negatif yang signifikan. Perbedaan hasil tersebut menunjukkan bahwa hubungan antara kedua variabel dapat bergantung pada karakteristik pasar, periode observasi, metode pengukuran, serta lingkungan informasi perusahaan.

H1: *Discretionary accruals* berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2022–2025.

Leverage dan Underpricing

Financial leverage menggambarkan tingkat penggunaan utang sebagai sumber pembiayaan kegiatan perusahaan. Informasi mengenai struktur pendanaan tersebut menjadi salah satu indikator yang dapat digunakan investor dalam menilai risiko dan kondisi keuangan perusahaan. Dalam perspektif *Agency Theory*, informasi mengenai leverage merupakan bagian penting dari hubungan komunikasi antara manajemen dan investor (Syofian & Sebrina, 2021). Namun, karena manajemen memiliki kendali yang lebih besar atas informasi internal perusahaan, leverage juga dapat menjadi sumber asimetri informasi apabila tidak diikuti dengan pengungkapan yang memadai (Barros et al., 2021).

Hubungan leverage dengan *underpricing* dapat dijelaskan melalui dua saluran utama. Pertama, *risk premium channel*, yaitu mekanisme

ketika tingkat leverage yang tinggi dipersepsikan sebagai indikasi meningkatnya risiko gagal bayar, tekanan keuangan, potensi dilusi, dan kemungkinan kebangkrutan. Kondisi tersebut dapat menyebabkan investor meminta kompensasi risiko melalui harga penawaran yang lebih rendah sehingga tingkat *underpricing* meningkat (Pirayesh Neghab et al., 2023). Kedua, *information quality channel*, yaitu pandangan bahwa kewajiban kepada kreditor dan mekanisme pengawasan melalui *debt covenant* dapat mendorong perusahaan meningkatkan kualitas pelaporan dan pengawasan internal. Dalam kondisi tertentu, leverage juga dapat menjadi sinyal bahwa perusahaan memiliki kemampuan memperoleh pendanaan eksternal dan memanfaatkan utang untuk mendukung investasi maupun ekspansi usaha (Ong et al., 2020).

Pada pasar berkembang seperti Indonesia, mekanisme kompensasi risiko diperkirakan memiliki peran yang lebih besar karena efektivitas perlindungan kreditor dan penerapan *covenant* belum tentu sekuat pada pasar modal negara maju. Oleh karena itu, tingkat leverage yang tinggi secara teoritis dapat meningkatkan persepsi risiko investor dan pada akhirnya meningkatkan *underpricing*. Namun, bukti empiris menunjukkan hasil yang belum seragam. Iqbal dan Parinduri (2020), Isyuardhana dan Febryan (2022), serta Setyorini et al. (2024) menemukan adanya pengaruh leverage terhadap *underpricing*. Sebaliknya, Judge et al. (2015), Kennedy et al. (2021), Utami et al. (2022), Zhang dan Neupane (2024), serta Ardiansyah et al. (2025) tidak menemukan pengaruh leverage yang signifikan. Sementara itu, Steven et al. (2023) menunjukkan bahwa leverage memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *underpricing*.

H2: Financial leverage berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2022–2025.

Sentimen investor dan *Underpricing*

Sentimen investor mencerminkan persepsi, keyakinan, dan ekspektasi kolektif investor terhadap prospek perusahaan maupun kondisi pasar secara umum. Sentimen tersebut dapat memengaruhi keputusan perdagangan meskipun tidak selalu didasarkan pada informasi fundamental yang tersedia (Chen et al., 2021). Dalam proses IPO, sentimen positif dapat meningkatkan minat dan permintaan terhadap saham baru, terutama ketika keputusan investor dipengaruhi oleh rumor, tren pasar, informasi dari media daring, maupun perilaku mengikuti keputusan investor lainnya (*herding behavior*).

Pengaruh sentimen terhadap *underpricing* dapat dijelaskan melalui beberapa mekanisme. Pertama, mekanisme permintaan dan penawaran menunjukkan bahwa tingginya permintaan terhadap saham IPO relatif terhadap jumlah saham yang tersedia dapat mendorong peningkatan harga saham ketika mulai diperdagangkan di pasar sekunder. Kedua, melalui mekanisme pengungkapan informasi, tingkat *oversubscription* dapat memberikan indikasi mengenai tingginya minat dan valuasi investor terhadap saham tersebut, meskipun informasi tersebut belum tentu sepenuhnya tercermin dalam harga penawaran awal. Ketiga, mekanisme *herding* dan momentum dapat menyebabkan investor menggunakan tingginya permintaan sebagai sinyal kualitas dan kemudian mengikuti keputusan investor lainnya (Hestnes & Poulsen, 2022).

Sejumlah penelitian terdahulu menunjukkan adanya hubungan positif antara sentimen investor dan

underpricing. Tutuncu (2020), Wibowo (2021), Firdaus (2021), Wang dan Yao (2021), Ranganathan dan Saraogi (2021), Ibrahim dan Benli (2022), serta Xiong et al. (2023) menemukan pengaruh positif dan signifikan. Namun, Fei (2021) menunjukkan bahwa sentimen negatif dapat memberikan pengaruh yang lebih kuat terhadap *underpricing* dibandingkan sentimen positif. Zhou (2022) juga menemukan bahwa arah hubungan dapat berbeda berdasarkan proksi sentimen yang digunakan. Sementara itu, Islah dan Adrianto (2021) serta Agustina dan Clara (2025) tidak menemukan pengaruh sentimen yang signifikan terhadap *underpricing*.

H3: Sentimen investor berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2022–2025.

Asimetri Informasi sebagai Variabel Moderasi

Tingkat asimetri informasi dalam proses IPO dapat berkaitan dengan kualitas pengungkapan, ukuran perusahaan, reputasi *underwriter*, serta karakteristik investor. *Underwriter* dengan reputasi tinggi dapat berperan sebagai mekanisme sertifikasi karena memiliki insentif untuk melakukan *due diligence* dan menyampaikan informasi yang lebih dapat dipercaya kepada pasar (Booth & Smith, 1986; Che-Yahya et al., 2017). Selain itu, perusahaan dengan ukuran yang lebih besar pada umumnya memiliki cakupan informasi publik yang lebih luas sehingga ketidakpastian yang dihadapi investor relatif lebih rendah. Sebaliknya, perusahaan berukuran kecil atau perusahaan yang menggunakan *underwriter* dengan reputasi rendah berpotensi menghadapi tingkat asimetri informasi yang lebih tinggi dan tingkat *underpricing* yang lebih besar (Yung et al., 2010).

Che-Yahya et al. (2017) menunjukkan bahwa asimetri informasi dapat memperlemah hubungan positif antara partisipasi investor dan *initial return*. Perkasa dan Maiyaliza (2024) juga menemukan bahwa *underwriter* dapat memoderasi hubungan antara beberapa variabel independen dan *underpricing*. Sementara itu, Albada et al. (2019) menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* dapat membantu mengurangi asimetri informasi yang berkaitan dengan perusahaan yang melakukan IPO. Berbagai temuan tersebut memberikan dasar empiris bahwa asimetri informasi dapat memainkan peran penting dalam memperkuat maupun memperlemah hubungan antara karakteristik perusahaan dan *underpricing*.

Dalam penelitian ini, asimetri informasi dipandang sebagai kondisi yang menentukan sejauh mana informasi mengenai perusahaan dapat diproses secara efektif oleh investor dalam mekanisme pembentukan harga IPO. Ketika tingkat asimetri informasi tinggi, pengaruh *discretionary accruals* terhadap *underpricing* berpotensi menjadi lebih kuat karena investor mengalami kesulitan dalam membedakan laba yang mencerminkan kinerja ekonomi sebenarnya dari laba yang dipengaruhi oleh kebijakan akrual manajemen. Kondisi yang sama dapat terjadi pada leverage, karena keterbatasan informasi dapat menyebabkan investor lebih mengandalkan tingkat leverage sebagai indikator sederhana untuk menilai risiko perusahaan.

Sebaliknya, ketika asimetri informasi berada pada tingkat yang lebih rendah, investor memiliki akses terhadap informasi yang lebih memadai sehingga dapat mengevaluasi kualitas laba, risiko leverage, dan perkembangan sentimen investor secara lebih komprehensif.

Dengan demikian, asimetri informasi diperkirakan dapat mengubah kekuatan hubungan antara variabel independen dan *underpricing* IPO.

H4: Asimetri informasi memoderasi pengaruh *discretionary accruals* terhadap *underpricing* IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2022–2025.

H5: Asimetri informasi memoderasi pengaruh *financial leverage* terhadap *underpricing* IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2022–2025.

H6: Asimetri informasi memoderasi pengaruh sentimen investor terhadap *underpricing* IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2022–2025.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif asosiatif-kausalitas karena bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh dan hubungan sebab-akibat antara variabel independen (*discretionary accruals*, leverage, sentimen investor) terhadap variabel dependen (*underpricing* IPO), serta menguji peran moderasi Asimetri Informasi dalam hubungan tersebut. Rancangan penelitian ini adalah cross-sectional study di mana data dikumpulkan pada satu titik waktu tertentu atau dalam rentang waktu yang didefinisikan. Data bersumber dari laporan keuangan dan prospektus IPO yang telah dipublikasikan sehingga bersifat observasional dan historis.

Underpricing IPO secara konvensional diukur menggunakan Initial Return atau Market-Adjusted Initial Return (MAIR) pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder Ritter & Welch (2002). Namun pendekatan satu hari ini memiliki keterbatasan signifikan ketika diterapkan pada pasar modal Indonesia karena BEI menerapkan mekanisme Auto Rejection Atas (ARA) dan Auto Rejection Bawah (ARB) yang membatasi pergerakan harga saham

dalam rentang 15%-35% tergantung fraksi harga. Oleh sebab itu initial return atau MAIR yang dihitung hanya dari hari pertama berpotensi under-estimate akibat fenomena right-censoring. Untuk mengatasi keterbatasan ini, penelitian ini menggunakan Cumulative Abnormal Return selama 5 hari perdagangan pertama (CAR-5) sebagai proksi

underpricing, mengikuti preseden metodologis Ilbasmiş (2023) yang mengukur underpricing di Bursa Efek Istanbul selama periode Covid-19 berdasarkan cumulative abnormal return pada konteks pasar berkembang dengan karakteristik ARA/ARB serupa.

$$AR_t = R_t - R_{m,t} = \frac{(P_t - P(t-1))}{P(t-1)} - \frac{IHSG_t - IHSG(t-1)}{IHSG(t-1)}$$

Keterangan:

- P_t = harga penutupan saham perusahaan pada hari ke- t .
- $IHSG_t$ = nilai Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada hari ke- t .

$$UP = CAR(0,5) = \sum_{t=1}^5 AR_t$$

Pengukuran *discretionary accruals* dalam penelitian ini menggunakan pendekatan *Modified Jones Model* yang mengacu pada Wongchoti et al. (2021). Nilai *discretionary accruals* diperoleh dari selisih antara total akrual dan akrual non-diskresioner. Selanjutnya, nilai tersebut

ditransformasikan ke dalam bentuk absolut untuk merepresentasikan tingkat atau besaran praktik manajemen laba secara keseluruhan, tanpa mempertimbangkan arah manipulasi laba, baik *income-increasing* maupun *income-decreasing*.

$$\frac{TA_{it}}{A_{it}-1} = \alpha + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it}-1} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it}-1} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it}-1} \right) + \varepsilon$$

$$DA_{it} = TA_{it} - NDA_{it}$$

Financial leverage dalam penelitian ini diproksikan menggunakan *Debt to Asset Ratio* (DAR), dengan mengacu pada pendekatan yang digunakan oleh Ong et al. (2020) serta Zhang dan Neupane (2024). Rasio ini digunakan untuk menggambarkan

proporsi aset perusahaan yang dibiayai melalui kewajiban atau utang. Semakin tinggi nilai DAR, semakin besar pula tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pendanaan berbasis utang, sehingga dapat mencerminkan tingkat risiko keuangan yang lebih tinggi.

$$LEV = \frac{\text{Total Liabilitas}}{\text{Total Aset}}$$

Dalam penelitian ini, sentimen investor diukur menggunakan *Oversubscription Ratio* (OR), yaitu perbandingan antara total jumlah saham

yang dipesan oleh investor selama periode *bookbuilding* dengan jumlah saham yang ditawarkan kepada publik (Mehmood et al., 2020). Nilai OR yang

tinggi menunjukkan adanya permintaan investor yang lebih besar dibandingkan dengan jumlah saham yang tersedia dalam penawaran. Pada mekanisme alokasi secara proporsional, tingginya tingkat permintaan dapat menyebabkan sebagian investor memperoleh jumlah saham yang lebih sedikit dari yang mereka pesan. Kondisi tersebut berpotensi mendorong investor untuk melakukan pembelian tambahan di pasar sekunder pada awal perdagangan,

sehingga meningkatkan tekanan permintaan dan pada akhirnya memperbesar tingkat *underpricing* IPO. Hubungan tersebut konsisten dengan *hot market hypothesis* dalam perspektif *behavioral finance*, yang menjelaskan bahwa kondisi optimisme dan tingginya minat investor dapat mendorong peningkatan permintaan serta harga saham pada periode awal setelah IPO (Baker & Wurgler, 2007; Ljungqvist et al., 2003).

$$SEN = OR = \frac{\text{Total Saham yang Dipesan Investor}}{\text{Total Saham yang Ditawarkan}}$$

Dalam penelitian ini, asimetri informasi diproksikan melalui kombinasi ukuran perusahaan yang direpresentasikan oleh kapitalisasi pasar dan reputasi *underwriter*, dengan mengacu pada kerangka Beatty dan Ritter (1986) serta Che-Yahya et al. (2017). Nilai proksi yang semakin tinggi menunjukkan tingkat asimetri informasi yang semakin rendah karena perusahaan

berukuran lebih besar dan didukung oleh *underwriter* bereputasi cenderung memiliki tingkat ketidakpastian informasi yang lebih kecil. Untuk mempermudah interpretasi koefisien dalam analisis regresi, nilai proksi asimetri informasi kemudian dibalik (*reverse-coded*), sehingga nilai yang lebih tinggi merepresentasikan tingkat asimetri informasi yang lebih tinggi.

$$UWRANK_i = \frac{UW_i}{TUW_i}$$

$$MCAP_i = [\ln(TSAHAM_i \times HIPO_i)]$$

$$AI = UWRANK_i \times MCAP_i$$

Populasi dalam penelitian ini mencakup seluruh perusahaan yang melaksanakan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2022–2025, dengan jumlah keseluruhan sebanyak 205 perusahaan. Pemilihan sampel dilakukan menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria tertentu agar observasi yang digunakan sesuai dengan tujuan penelitian. Kriteria tersebut meliputi perusahaan yang melakukan IPO di BEI pada periode 1 Januari 2022 hingga 31 Desember 2025, memiliki laporan keuangan auditan

untuk dua tahun sebelum pelaksanaan IPO dan disajikan dalam mata uang rupiah, menyediakan informasi mengenai harga penawaran saham, serta tidak termasuk dalam sektor keuangan/perbankan dan sektor infrastruktur subsektor utilitas. Pengecualian terhadap sektor tersebut dilakukan dengan mempertimbangkan adanya perbedaan karakteristik struktur akuntansi, kegiatan usaha, dan ketentuan regulasi yang dapat memengaruhi keterbandingan data penelitian.

Proses pengolahan dan analisis data dilakukan menggunakan perangkat

lunak EViews 13. Tahapan analisis diawali dengan penyajian statistik deskriptif untuk memberikan gambaran mengenai karakteristik setiap variabel penelitian. Selanjutnya, dilakukan pengujian asumsi klasik yang mencakup uji normalitas Jarque-Bera, uji multikolinearitas menggunakan Variance Inflation Factor (VIF), uji heteroskedastisitas melalui metode Glejser, Breusch-Pagan, atau White, uji autokorelasi menggunakan Breusch-Godfrey, serta uji linearitas dengan Ramsey RESET. Setelah persyaratan model terpenuhi, analisis dilanjutkan dengan regresi linier berganda dan *Moderated Regression Analysis* (MRA) melalui pendekatan interaksi. MRA digunakan untuk menguji apakah asimetri informasi mampu memperkuat atau memperlemah pengaruh *discretionary accruals*, *financial leverage*, dan sentimen investor terhadap *underpricing* IPO.

Pengujian hipotesis dilakukan melalui uji simultan (uji F) untuk

mengetahui pengaruh variabel independen secara bersama-sama, uji koefisien determinasi melalui nilai R^2 dan *Adjusted R²* untuk menilai kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel dependen, serta uji parsial (uji t) untuk mengevaluasi pengaruh masing-masing variabel secara individual. Seluruh pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar $\alpha = 0,05$.

HASIL DAN PEMBAHASAN

HASIL

Sampel akhir penelitian ini terdiri atas 151 perusahaan yang melakukan initial public offering (IPO) di Bursa efek Indonesia selama periode 2022-2025, diperoleh melalui purposive sampling dari populasi 205 emiten setelah eksklusi perusahaan sektor keuangan, sektor infrastruktur subsektor utilitas, laporan berdenominasi USD, dan observasi outlier yang teridentifikasi melalui kriteria Cook's Distance (Cook & Weisberg, 1982).

Tabel 1. Hasil Analisis Ordinary Least Squares (OLS)

Variabel	Koefisien	t-statistic	Probabilitas (Sign.)
C (Konstanta)	0,735948	34,681090	0,0000***
DA (<i>Discretionary Accruals</i>)	-0,022159	-1,749592	0,0823
LEV (<i>Financial Leverage</i>)	-0,096892	-0,898518	0,3704
SEN (Sentimen investor)	0,012980	2,528234	0,0125**
R²	0,062324		
Adjusted R²	0,043188		
F-statistic	3,256883		
Prob. (F-statistic)	0,023421		
Jumlah Observasi	151		

Keterangan:

*** = signifikan pada tingkat 0,001

** = signifikan pada tingkat 0,05

Sumber: Data diolah (2026).

Hasil estimasi regresi linier berganda dengan metode *Ordinary Least Squares* (OLS) menunjukkan bahwa

model telah memenuhi seluruh asumsi klasik yang dipersyaratkan. Hal tersebut ditunjukkan oleh terpenuhinya asumsi

normalitas residual, tidak terdapat autokorelasi berdasarkan uji Breusch-Godfrey, tidak ditemukan masalah heteroskedastisitas melalui uji Breusch-Pagan-Godfrey, tidak terjadi multikolinearitas antarvariabel independen, serta spesifikasi model telah memenuhi asumsi linearitas berdasarkan uji Ramsey RESET. Dengan terpenuhinya berbagai asumsi tersebut, model dapat dikategorikan memenuhi prinsip *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE) dan dinilai layak digunakan untuk melakukan inferensi statistik.

Secara simultan, hasil pengujian menunjukkan bahwa model regresi memiliki signifikansi statistik. Meskipun demikian, kemampuan model dalam menjelaskan variasi *underpricing* relatif terbatas. Kondisi ini dapat dipahami karena *underpricing* merupakan fenomena yang bersifat multidimensional dan tidak hanya ditentukan oleh variabel yang digunakan

dalam penelitian. Berbagai faktor lain, seperti kondisi makroekonomi, karakteristik sektor industri, kondisi pasar modal, reputasi penjamin emisi, serta mekanisme alokasi atau penjatahan saham, juga berpotensi memengaruhi tingkat *underpricing*.

Berdasarkan pengujian secara parsial, sentimen investor menjadi satu-satunya variabel independen yang menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap *underpricing* IPO. Sementara itu, *discretionary accruals* dan *financial leverage* memiliki arah hubungan negatif, tetapi pengaruhnya terhadap *underpricing* belum mencapai tingkat signifikansi statistik yang ditetapkan. Temuan ini menunjukkan bahwa respons dan antusiasme investor terhadap saham IPO memiliki peran yang lebih dominan dibandingkan informasi akrual dan struktur pendanaan perusahaan dalam menjelaskan variasi *underpricing* pada sampel penelitian.

Tabel 2. Hasil *Moderated Regression Analysis* (MRA)

Variabel	Koefisien	t-statistic	Probabilitas (Sign.)
C (Konstanta)	0,761807	31,429300	0,0000***
DA (<i>Discretionary Accruals</i>)	-0,017967	-1,153983	0,2504
LEV (<i>Financial Leverage</i>)	-0,083806	-0,766894	0,4444
SEN (Sentimen investor)	0,013847	2,656945	0,0088**
AI (Asimetri Informasi)	-0,234414	-1,833378	0,0688
DA × AI	-0,093783	-1,987321	0,0488**
LEV × AI	0,029256	0,069811	0,9444
SEN × AI	-0,037173	-1,726563	0,0864
R²	0,099012		
Adjusted R²	0,054908		
F-statistic	2,244947		
Prob. (F-statistic)	0,033921		
Jumlah Observasi	151		

Keterangan:

*** = signifikan pada tingkat 0,001

** = signifikan pada tingkat 0,05

Sumber: Data diolah (2026).

Penambahan asimetri informasi sebagai variabel moderasi melalui pendekatan *Moderated Regression Analysis* (MRA) menunjukkan bahwa model tetap memenuhi seluruh persyaratan uji asumsi klasik. Selain itu, distribusi residual memperlihatkan perbaikan tingkat normalitas dibandingkan dengan model regresi yang tidak memasukkan variabel moderasi. Secara simultan, model MRA tetap menunjukkan signifikansi statistik dan memiliki kemampuan penjelasan yang lebih baik dibandingkan model regresi sebelumnya. Peningkatan tersebut mengindikasikan bahwa keberadaan variabel asimetri informasi beserta variabel interaksi memberikan tambahan informasi dalam menjelaskan variasi *underpricing* IPO, meskipun kontribusinya terhadap kemampuan prediktif model secara keseluruhan masih relatif terbatas. Sentimen investor tetap menjadi variabel yang berpengaruh signifikan terhadap *underpricing* dan menunjukkan penguatan setelah variabel moderasi dimasukkan ke dalam model. Sementara itu, pengaruh langsung *discretionary accruals* dan *financial leverage* tetap tidak menunjukkan signifikansi secara statistik.

Penentuan tipologi peran variabel moderasi dalam penelitian ini mengacu pada kerangka Sharma et al. (1981), yang membedakan fungsi variabel ketiga berdasarkan pola signifikansi variabel independen, variabel moderasi, dan variabel interaksi. Berdasarkan kriteria tersebut, asimetri informasi dikategorikan sebagai *pure moderator* pada hubungan antara *discretionary accruals* dan *underpricing*. Hasil ini menunjukkan bahwa pengaruh *discretionary accruals* terhadap *underpricing* bergantung pada tingkat asimetri informasi yang dihadapi investor. Dengan kata lain, perubahan tingkat asimetri informasi dapat

mengubah kekuatan maupun arah hubungan antara kedua variabel tersebut.

Berbeda dengan hubungan tersebut, pada jalur yang menghubungkan *financial leverage* dan sentimen investor dengan *underpricing*, asimetri informasi dikategorikan sebagai *predictor moderator*. Peran ini menunjukkan bahwa asimetri informasi memiliki kemampuan untuk menjelaskan variasi *underpricing* secara langsung, tetapi interaksi asimetri informasi dengan *financial leverage* maupun sentimen investor tidak terbukti secara signifikan mengubah kekuatan atau arah pengaruh kedua variabel independen tersebut terhadap *underpricing*. Dengan demikian, fungsi variabel moderasi tidak dapat digeneralisasi untuk seluruh hubungan dalam model, melainkan bersifat spesifik pada masing-masing jalur (*path-specific*).

Oleh karena itu, interpretasi peran variabel moderasi perlu dilakukan berdasarkan signifikansi masing-masing efek interaksi, bukan hanya berdasarkan perubahan nilai R^2 pada model secara keseluruhan. Pendekatan ini sejalan dengan kerangka Sharma et al. (1981), yang menekankan bahwa klasifikasi fungsi variabel moderator harus ditentukan secara terpisah untuk setiap hubungan yang diuji. Dengan demikian, peningkatan daya jelas model secara agregat tidak secara otomatis menunjukkan bahwa asimetri informasi memoderasi seluruh hubungan antara variabel independen dan *underpricing* IPO.

PEMBAHASAN

Hasil estimasi regresi menunjukkan bahwa *discretionary accruals* (DA) tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *underpricing* (UP), sehingga hipotesis pertama (H1) dinyatakan ditolak. Hasil tersebut

konsisten dengan temuan Adam (2009), tetapi tidak sejalan dengan Andreas et al. (2021), Pandey dan Pattanayak (2022), serta Chiu dan Sinha (2024) yang menemukan adanya pengaruh signifikan *discretionary accruals* terhadap *underpricing*. Secara konseptual, *Signaling Theory* yang dikembangkan Spence (2002) dan *Agency Theory* (Shapiro, 2005) mengindikasikan bahwa penggunaan kebijakan akrual secara agresif berpotensi menimbulkan respons negatif dari investor apabila dianggap sebagai tindakan oportunistik. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor pada pasar IPO Indonesia selama periode 2022–2025 belum tentu dapat mengidentifikasi praktik manajemen akrual secara cepat dan akurat. Kondisi tersebut dapat terjadi karena informasi mengenai kualitas akrual relatif kompleks dan membutuhkan kemampuan analitis yang lebih tinggi dibandingkan informasi keuangan yang bersifat langsung.

Selain itu, penggunaan *Modified Jones Model* sebagai metode estimasi DA memiliki keterbatasan dalam mengidentifikasi manajemen laba secara sempurna. Model tersebut berpotensi mengalami kesalahan spesifikasi karena perubahan akrual yang terdeteksi tidak selalu berasal dari tindakan manajemen laba, tetapi dapat pula mencerminkan perubahan kondisi ekonomi, aktivitas operasional, maupun karakteristik perusahaan. Dengan demikian, ketidaksignifikanan pengaruh DA terhadap UP dapat menunjukkan bahwa informasi mengenai akrual belum menjadi pertimbangan utama investor dalam menentukan harga saham IPO. Menariknya, hasil analisis moderasi menunjukkan bahwa hubungan DA dan UP menjadi signifikan pada kondisi tertentu. Hal ini mengindikasikan bahwa pengaruh *discretionary accruals* terhadap *underpricing* tidak bersifat

seragam, tetapi bergantung pada tingkat asimetri informasi yang terdapat dalam proses IPO.

Financial leverage (LEV), yang diproksikan menggunakan *Debt to Asset Ratio* (DAR), juga tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap *underpricing*, sehingga H2 ditolak. Meskipun *Agency Theory* (Shapiro, 2005) memberikan argumentasi bahwa penggunaan utang yang tinggi dapat mencerminkan peningkatan risiko keuangan dan berpotensi mendorong investor meminta kompensasi melalui harga penawaran yang lebih rendah, temuan penelitian ini tidak mendukung prediksi tersebut. Hasil ini sejalan dengan Judge et al. (2015), Kennedy et al. (2021), Utami et al. (2022), Zhang dan Neupane (2024), serta Ardiansyah et al. (2025), yang juga tidak menemukan pengaruh signifikan leverage terhadap *underpricing*.

Tidak signifikannya hubungan tersebut dapat dijelaskan dari karakteristik perusahaan pada saat melakukan IPO. Struktur leverage sebelum IPO belum tentu menggambarkan kondisi struktur modal perusahaan setelah memperoleh dana dari publik. Sebagian dana hasil IPO dapat digunakan untuk membayar atau melakukan restrukturisasi kewajiban perusahaan sehingga tingkat leverage pasca-IPO berpotensi berubah. Selain itu, investor, khususnya investor institusional, dapat mempertimbangkan leverage tidak secara terpisah, melainkan sebagai salah satu komponen dari keseluruhan informasi yang disajikan dalam prospektus. Oleh karena itu, tingkat leverage mungkin tidak cukup kuat untuk menjadi determinan utama dalam pembentukan harga saham IPO.

Berbeda dengan DA dan LEV, sentimen investor (SEN) terbukti memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *underpricing* IPO. Pada model

regresi linier, SEN menghasilkan koefisien sebesar 0,012980 dengan *p-value* 0,0125, sedangkan pada model MRA koefisien meningkat menjadi 0,013847 dengan *p-value* 0,0088. Dengan demikian, H3 dinyatakan diterima. Hasil tersebut menunjukkan bahwa peningkatan *Oversubscription Ratio* berkaitan dengan peningkatan tingkat *underpricing*, dengan asumsi variabel lainnya berada dalam kondisi konstan. Secara ekonomis, peningkatan satu satuan pada rasio *oversubscription* dikaitkan dengan kenaikan *underpricing* sekitar 0,01 satuan.

Temuan tersebut mendukung hasil penelitian Tutuncu (2020), Wibowo (2021), Firdaus (2021), Wang dan Yao (2021), Ranganathan dan Saraogi (2021), serta Ibrahim dan Benli (2022). Hasil ini juga dapat dijelaskan melalui perspektif *Behavioral Finance Theory* (Shiller, 2014) dan konsep *winner's curse* dalam konteks IPO (Rock, 1986), serta didukung oleh Xiong et al. (2023) dan Ljungqvist et al. (2003). Tingkat *oversubscription* yang tinggi mencerminkan besarnya minat dan antusiasme investor terhadap saham yang ditawarkan. Ketika permintaan saham jauh melebihi jumlah saham yang tersedia, sebagian investor berpotensi memperoleh alokasi yang lebih kecil daripada jumlah yang dipesan. Kondisi tersebut dapat mendorong investor melakukan pembelian tambahan setelah saham mulai diperdagangkan di pasar sekunder. Tekanan permintaan tersebut kemudian dapat mendorong harga pasar berada di atas harga penawaran sehingga memperbesar *underpricing* pada awal perdagangan.

Hasil pengujian moderasi menunjukkan bahwa asimetri informasi (AI) terbukti memoderasi hubungan antara *discretionary accruals* dan *underpricing*, sehingga H4 diterima. Sebaliknya, AI tidak terbukti

memoderasi hubungan antara *financial leverage* dan *underpricing*, sehingga H5 ditolak, maupun hubungan antara sentimen investor dan *underpricing*, sehingga H6 ditolak. Temuan tersebut mendukung perspektif *Information Asymmetry Theory* yang dikemukakan Akerlof (1970), konsep *winner's curse* dari Rock (1986), serta pandangan mengenai reputasi *underwriter* sebagai mekanisme sertifikasi dalam mengurangi ketidakpastian informasi (Beatty & Ritter, 1986).

Hasil analisis interaksi menunjukkan bahwa pengaruh DA terhadap UP berubah mengikuti tingkat asimetri informasi. Ketika asimetri informasi berada pada tingkat rendah, hubungan antara DA dan UP cenderung positif tetapi relatif lemah. Sebaliknya, ketika asimetri informasi meningkat hingga berada pada tingkat tinggi, pengaruh DA terhadap UP berubah menjadi negatif dan semakin kuat. Pola tersebut menunjukkan bahwa tingkat ketersediaan informasi dapat memengaruhi cara investor menafsirkan kualitas laba perusahaan sebelum IPO.

Pada kondisi asimetri informasi yang tinggi, keterbatasan informasi dapat menyebabkan investor lebih bergantung pada angka laba yang dilaporkan sebagai indikator kinerja perusahaan. Dalam kondisi tersebut, laba yang lebih tinggi dapat membentuk persepsi positif terhadap perusahaan sehingga harga penawaran dapat ditetapkan relatif lebih tinggi dan ruang terjadinya *underpricing* menjadi lebih kecil. Sebaliknya, ketika lingkungan informasi lebih transparan, investor memiliki kemampuan yang lebih baik untuk mengevaluasi kualitas laba dan mengidentifikasi komponen akrual yang bersifat diskresioner. Akibatnya, *discretionary accruals* tidak serta-merta menghasilkan peningkatan valuasi perusahaan.

Temuan tersebut memperkuat hasil Che-Yahya et al. (2017) yang menunjukkan bahwa asimetri informasi memiliki peran moderasi yang signifikan dalam menjelaskan *initial return*. Namun, tidak ditemukannya efek moderasi AI pada hubungan leverage dan sentimen investor menunjukkan bahwa peran asimetri informasi bersifat spesifik terhadap karakteristik informasi yang dianalisis. Informasi mengenai kualitas akrual relatif membutuhkan interpretasi dan pemahaman akuntansi yang lebih kompleks, sedangkan leverage dan sentimen investor relatif lebih mudah diamati dan digunakan sebagai indikator langsung oleh investor. Oleh karena itu, perubahan tingkat asimetri informasi lebih berpotensi mengubah cara investor merespons *discretionary accruals* dibandingkan pengaruh leverage maupun sentimen investor terhadap *underpricing*.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis regresi moderasi terhadap 151 observasi perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia selama periode 2022–2025, dapat disimpulkan bahwa *discretionary accruals* tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap *underpricing* IPO. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa informasi yang berkaitan dengan praktik manajemen akrual belum menjadi faktor yang secara konsisten dapat diidentifikasi dan direspons oleh investor dalam proses penetapan harga IPO di Indonesia. Dengan demikian, pasar IPO selama periode pengamatan belum sepenuhnya mampu menangkap praktik pengelolaan akrual secara tepat waktu.

Financial leverage juga tidak terbukti memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *underpricing*. Hasil ini menunjukkan bahwa tingkat

ketergantungan perusahaan terhadap pendanaan berbasis utang bukan merupakan determinan utama *underpricing* pada perusahaan sampel. Sebaliknya, sentimen investor terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap *underpricing*. Semakin tinggi tingkat *oversubscription*, yang mencerminkan semakin kuatnya permintaan dan antusiasme investor terhadap saham IPO, semakin besar pula kecenderungan terjadinya *underpricing* pada awal perdagangan.

Dari sisi moderasi, asimetri informasi terbukti secara signifikan mengubah hubungan antara *discretionary accruals* dan *underpricing*. Namun, asimetri informasi tidak menunjukkan kemampuan moderasi yang signifikan pada hubungan antara *financial leverage* maupun sentimen investor dengan *underpricing*. Temuan tersebut menunjukkan bahwa peran asimetri informasi bersifat spesifik terhadap jenis informasi yang digunakan investor dalam menilai perusahaan, khususnya informasi akuntansi yang membutuhkan interpretasi lebih mendalam.

Penelitian berikutnya disarankan untuk memperluas model dengan memasukkan variabel kontrol yang relevan terhadap *underpricing*, seperti ukuran penawaran (*offer size*), usia perusahaan, karakteristik sektor industri, reputasi *underwriter*, serta kondisi pasar dan makroekonomi ketika saham mulai tercatat. Selain itu, pengukuran sentimen investor dapat diperkuat melalui triangulasi beberapa proksi, misalnya rasio permintaan dan penawaran berdasarkan kategori investor, aktivitas perdagangan awal, maupun analisis sentimen media. Penelitian mendatang juga disarankan mengembangkan pengukuran asimetri informasi yang lebih terperinci agar mampu menangkap perbedaan tingkat informasi secara lebih

akurat pada masing-masing perusahaan IPO.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, M. (2009). Manajemen laba, informasi asimetri dan underpricing di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Sriwijaya*.
- Agustina, L., & Clara, A. (2025). An investigation of IPOs initial performance in Indonesian market. *Global Business Review*, 26(1), 101–119.
<https://doi.org/10.1177/0972150920976640>
- Albada, A., Yong, O., Abdul-Rahim, R., & Hassan, M. E. M. (2019). Information asymmetry and signalling in emerging IPO markets: The case of Malaysia. *Asian Journal of Business and Accounting*, 12(2), 1–28.
<https://doi.org/10.22452/ajba.vol12no2.1>
- Andreas, Savitri, E., Gumanti, T. A., & Nurhayati. (2021). Earnings management and initial public offerings among Indonesian manufacturing companies. *Investment Management and Financial Innovations*, 18(3), 27–39.
[https://doi.org/10.21511/imfi.18\(3\).2021.03](https://doi.org/10.21511/imfi.18(3).2021.03)
- Ardiansyah, F. A., Jurana, Muliati, & Masruddin. (2025). Analyzing IPO underpricing drivers: Evidence from profitability, market value, and leverage in Indonesia's market. *Economics, Business, Accounting & Society Review*, 4(1).
<https://doi.org/10.55980/ebasr>
- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 488–500.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129–151.
- Barros, F. E. E. de, Santos, R. C. dos, Orso, L. E., & Sousa, A. M. R. (2021). The evolution of corporate governance and agency control: The effectiveness of mechanisms in creating value for companies with IPO on the Brazilian Stock Exchange. *Corporate Governance*, 21, 775–814.
<https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0355>
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 213–232.
- Booth, J. R., & Smith, R. L. (1986). Capital raising, underwriting and the certification hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 261–281.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90057-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90057-7)
- Chen, B., Liu, J., & Zhu, B. (2021). The impact of investor sentiment on IPO underpricing.
- Che-Yahya, N., Abdul-Rahim, R., & Mohd-Rashid, R. (2017). The moderating effect of information asymmetry on the signalling role of institutional investors in the Malaysian IPOs. *Asian Journal of Business and Accounting*, 10(1).
- Chiu, H.-H., & Sinha, P. (2024). Valuation and underpricing of initial public offerings: The role of discretionary accounting accruals. *Corporate Ownership & Control*, 21(3), 125–137.
<https://doi.org/10.22495/cocv21i3art11>

- Cook, R. D., & Weisberg, S. (1982). *Residuals and influence in regression*. Chapman & Hall.
- de Oliveira, C. H. F., Rodrigues, C. L., & Jucá, M. N. (2023). Determinants of IPO's underpricing: A systematic review. *Contemporary Economics*, 17(3), 252–274. <https://doi.org/10.5709/CE.1897-9254.509>
- Fathy, S., Abd, M., Moula, E., & Shafey, E. (2020). *Earnings management under information asymmetry at initial public offerings in Egypt: An empirical study*.
- Fei, Q. (2021). Noise from online discussion forums: Evidence from IPOs in China. *China Journal of Accounting Research*, 14(3), 231–255. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2021.05.001>
- Firdaus, A. P. (2021). Analisis pengaruh sentimen investor terhadap return saham sektoral BEI di masa pandemi COVID-19. *Khazanah Intelektual*, 5(2). <https://doi.org/10.37250/newkiki.v4i1.121>
- Hasan, T., Hadad, M., & Gorener, R. (2013). Value relevance of accounting information and IPO performance in Indonesia. *Accounting and Finance Research*, 2(1). <https://doi.org/10.5430/afr.v2n1p90>
- Hestnes, S., & Poulsen, T. K. (2022). *The effect of investor sentiment on IPO underpricing: Evidence from the Nordic market*.
- Ibrahim, F. A., & Benli, V. F. (2022). Impact of investors sentiment on IPO performance: Evidence from NASDAQ and NYSE. *PressAcademia*, 15, 1–7. <https://doi.org/10.17261/pressacademia.2022.1548>
- İlbasmış, M. (2023). Underpricing and aftermarket performance of IPOs during the COVID-19 period: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Borsa Istanbul Review*, 23(3), 662–673. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.01.004>
- Iqbal, M. K., & Parinduri, A. Z. (2020). Faktor-faktor yang mempengaruhi underpricing pada saat IPO: Studi kasus perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI 2019–2021. *Jurnal Ekonomi Trisakti*, 2(2), 1049–1062. <https://doi.org/10.25105/jet.v2i2.14758>
- Islah, J. N., & Adrianto, F. (2021). Pengaruh media coverage terhadap underpricing initial public offering (IPO) di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Menara Ekonomi: Penelitian dan Kajian Ilmiah Bidang Ekonomi*.
- Isyнуwardhana, D., & Febryan, F. V. (2022). Factors affecting underpricing level during IPO in Indonesia Stock Exchange 2018–2019. *The Indonesian Accounting Review*, 12(1), 87–98. <https://doi.org/10.14414/tiar.v12i1.2660>
- Jamaani, F., & Alidarous, M. (2019). Review of theoretical explanations of IPO underpricing. *Journal of Accounting, Business and Finance Research*, 6(1), 1–18. <https://doi.org/10.20448/2002.61.1.18>
- Judge, W. Q., Witt, M. A., & Zattoni, A. (2015). Corporate governance and IPO underpricing in a cross-national sample: A multilevel knowledge-based view. *Strategic Management Journal*, 36(8), 1174–1185. <https://doi.org/10.1002/smj.2275>

- Kaasjager, G. T., & Barahona, R. (2020). *IPO underpricing and the (long-term) relationship between issuers, investors and underwriters*.
- Kallias, A., Kallias, K., & Zhang, S. (2022). Can we trust the accounting discretion of firms with political money contributions? Evidence from U.S. IPOs. *Journal of Accounting and Public Policy*, 41(6).
<https://doi.org/10.1016/j.jaccpubp.2022.106999>
- Katti, S., & Phani, B. V. (2016). Underpricing of initial public offerings: A literature review. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 4(2), 35–52.
<https://doi.org/10.13189/ujaf.2016.040202>
- Kennedy, P. S. J., Sitompul, S., & Tobing, S. J. (2021). Faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat underpricing saham pada perusahaan non-keuangan yang melakukan initial public offering di Bursa Efek Indonesia periode 2014–2018. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Review*, 18(2).
<https://doi.org/10.34149/jmbr.v18i2.280>
- Ljungqvist, A. P., Nanda, V., & Singh, R. (2003). *Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing*.
- Mehmood, W., Mohd-Rashid, R., & Ahmad, A. H. (2020). Impact of pricing mechanism on IPO oversubscription: Evidence from Pakistan Stock Exchange. *Pacific Accounting Review*, 32(2), 239–254. <https://doi.org/10.1108/PAAR-04-2019-0051>
- Ong, C. Z., Mohd-Rashid, R., & Taufil-Mohd, K. N. (2020). Leverage and IPO pricing: Evidence from Malaysia. *International Journal of Banking and Finance*, 15(1).
<https://doi.org/10.32890/ijbf2020.15.1.9929>
- Pandey, A., & Pattanayak, J. K. (2022). Earnings management and IPO anomalies—Evidence from Indian stock market. *Business Perspectives and Research*, 10(1), 27–45.
<https://doi.org/10.1177/2278533721994719>
- Perkasa, A. D., & Maiyaliza, M. (2024). IPO underpricing analysis: Underwriter reputation as a moderating variable. *Journal of Business and Management Review*, 5, 387–406.
<https://doi.org/10.47153/jbmr55.9602024>
- Pirayesh Neghab, D., Bradrania, R., & Elliott, R. (2023). Deliberate premarket underpricing: New evidence on IPO pricing using machine learning. *International Review of Economics & Finance*, 88, 902–927.
<https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.07.008>
- Ranganathan, K., & Saraogi, A. (2021). What explains voluntary premarket underpricing and aftermarket mispricing in Indian IPOs? *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 32, 100565.
<https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100565>
- Ritter, J., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The Journal of Finance*, 57(4), 1795–1828.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 187–212.
- Setyorini, A., Darmayanti, N., & Rachmaniyah, F. (2024). Pengaruh profitabilitas, umur perusahaan dan financial leverage terhadap underpricing saham IPO pada

- perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2019–2022. *Journal of Management and Accounting*.
- Shapiro, S. P. (2005). Agency theory. *Annual Review of Sociology*, 31, 263–284.
<https://doi.org/10.1146/annurev.so.c.31.041304.122159>
- Sharma, S., Durand, R. M., & Gur-Arie, O. (1981). Identification and analysis of moderator variables. *Journal of Marketing Research*, 18(3), 291–300.
- Shiller, R. J. (2014). Speculative asset prices. *Cowles Foundation Discussion Paper Series*.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
<https://doi.org/10.2307/1882010>
- Spence, M. (2002). Signaling in retrospect and the informational structure of markets. *The American Economic Review*, 92(3), 434–459.
- Steven, Syahbandi, Malini, H., Giriati, & Karsim. (2023). The underpricing phenomenon in initial public offerings (IPOs) through financial performance as a moderating variable in companies listed on the Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Ekonomi*, 12.
- Syofian, A., & Sebrina, N. (2021). Pengaruh reputasi underwriter, reputasi auditor, dan ukuran perusahaan terhadap underpricing perusahaan yang melakukan initial public offering (IPO) di BEI. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 3(1).
- Tutuncu, L. (2020). Valuation and underpricing of Turkish IPOs. *Journal of Business Economics and Management*, 21(1), 157–179.
<https://doi.org/10.3846/jbem.2020.11927>
- Utami, S. D., Toha, A., & Sisbintari, I. (2022). Analisis faktor yang mempengaruhi tingkat underpricing perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana periode 2020–2021. *Jurnal Strategi dan Bisnis*, 10(2).
<https://doi.org/10.19184/jsb.v10i2.34052>
- Wang, Y., & Yao, J. (2021). Investor sentiment, issuance cost, and IPO underpricing: An empirical analysis of Shanghai Stock Exchange A-shares. *Applied Economics Letters*, 28(6), 508–511.
<https://doi.org/10.1080/13504851.2020.1761530>
- Wibowo, B. (2021). IPO underpricing, konservatisme akuntansi, dan sentimen investor. *Jurnal Manajemen Teknologi*, 20(2), 145–156.
<https://doi.org/10.12695/jmt.2021.20.2.4>
- Wongchoti, U., Tian, G., Hao, W., Ding, Y., & Zhou, H. (2021). Earnings quality and crash risk in China: An integrated analysis. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 28(1), 2–19.
<https://doi.org/10.1108/JABES-02-2020-0012>
- Xiong, X., Zhang, J., Lv, Z., & Zou, G. (2023). How does investor sentiment influence IPO initial return and long-term performance? An agent-based computational finance approach. *Singapore Economic Review*, 68(3), 899–915.
<https://doi.org/10.1142/S0217590819500437>
- Yung, C., Zender, J. F., Hughson, E., Moyen, N., Roberts, M., Sherman, A., Bolton, B., Wang, W., & Xiao, Y. (2010). *Moral hazard, asymmetric information and IPO lockups*.
- Zhang, Z., & Neupane, S. (2024). Global IPO underpricing during the

COVID-19 pandemic: The impact of firm fundamentals, financial intermediaries, and global factors. *International Review of Financial Analysis*, 91, 102954. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102954>

Zhou, Z. (2022). Analysis of the impact of investor sentiment on IPO underpricing: Perspective from GEM manufacturing firms. *BCP Business & Management*, 2022.