

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 *Behavioral Finance*

Behavioral Finance mempelajari faktor-faktor psikologis dan sosiologis yang menjelaskan pemahaman mengenai pola penalaran investor, termasuk proses emosional yang terlibat dan sejauh mana mempengaruhi proses pengambilan keputusan keuangan individu, kelompok, dan entitas (Ricciardi & Simon, 2000). Berdasarkan Statman (1995), perilaku dan psikologi mempengaruhi investor individu dan manajer portofolio mengenai proses pengambilan keputusan keuangan dalam hal penilaian risiko dan cara investor memproses informasi serta membuat keputusan berdasarkan cara penyajian informasi. Waweru *et al.* (2008) mengatakan bahwa *behavioral finance* menekankan pada rasionalitas tidak dapat dianggap sebagai satu sifat seseorang yang menonjol, sedangkan sifat irasionalitas dalam ekonomi konvensional berarti sesuatu harus dihilangkan.

Behavioral finance dapat diklasifikasikan ke dalam 2 komponen utama, yaitu batasan arbitrase dan psikologi. Arbitrase adalah peluang yang memberikan keuntungan kepada agen ekonomi tanpa adanya risiko. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa anomali yang terjadi di pasar merupakan hasil dari irasionalitas dan batasan arbitrase menyebabkan *mispricing*. Faktor psikologi muncul akibat ketidakmampuan teori pasar yang efisien untuk memberikan beberapa penjelasan terhadap pengamatan di pasar keuangan. Faktor psikologi dapat diartikan sebagai elemen kunci yang menjelaskan ketidakstabilan di pasar. Psikologi investor yang membentuk irasional dapat menyebabkan penyimpangan sistematis dari keputusan

ideal untuk mendapatkan optimalisasi dan menyebabkan banyak bias dalam pengambilan keputusan (Chaffai & Medhioub, 2014).

Pompian (2006) membagi *behavioral finance* menjadi 2 tipe, yaitu: *Behavioral Finance Micro* (BFMI) dan *Behavioral Finance Macro* (BFMA). *Behavioral Finance Micro* meneliti perilaku atau bias investor individu dalam teori ekonomi klasik. *Behavioral Finance Macro* (BFMA) mendeteksi dan menggambarkan anomali dalam hipotesis pasar efisien yang dapat dijelaskan oleh *behavioral models*.

2.2 Investor Behavioral

Jumlah investor yang semakin banyak dan aktivitas perdagangan yang tinggi, akan meningkatkan keputusan investasi yang lebih banyak. Dalam menentukan keputusan investasi, investor dihadapkan pada beberapa pertimbangan. Pertimbangan-pertimbangan tersebut dapat mempengaruhi tindakan seorang investor dalam mengambil keputusan investasi. Tindakan yang dilakukan investor terkadang berupa tindakan yang rasional, namun juga ada yang bertindak secara tidak rasional (irasional).

Sikap rasional investor merupakan sikap berpikir seseorang yang didasari dengan akal dan dapat dibuktikan dengan data dan fakta yang ada. Sikap irasional sangat dipengaruhi oleh faktor psikologis investor. Keterlibatan emosi, kesukaan, sifat, dan berbagai macam hal yang melekat di dalam diri manusia yang sering menyebabkan manusia bertindak irasional dalam mengambil keputusan (Pradhana, 2018).

Sikap irasional dapat menimbulkan penyimpangan-penyimpangan atau bias yang mempengaruhi pilihan investasi seseorang. Investor yang mengalami bias akan mengabaikan informasi dan fakta yang ada dan mampu menyimpulkan sesuatu sendiri serta meyakinkan bahwa pilihannya adalah yang paling benar. Menurut Pompian (2006), bias dibagi menjadi 2 kategori: *Cognitive Bias* dan *Emotional Bias*.

1. *Cognitive bias*

Cognitive bias merupakan penyimpangan dalam proses pemahaman, pengolahan, dan pengambilan keputusan atas suatu informasi atau fakta. Jenis *cognitive bias* terdiri dari 3, yaitu:

a. *Overconfidence*

Overconfidence atau sikap terlalu percaya diri berkaitan dengan seberapa baik seseorang mengerti kemampuan dan batas pengetahuan sendiri (Pradhana, 2018). Semakin tinggi tingkat *overconfidence* yang dimiliki seorang investor, maka semakin berani dalam mengambil keputusan berinvestasi, dan juga sebaliknya.

b. *Cognitive dissonance bias*

Cognitive dissonance bias merupakan konflik dalam diri investor akibat perbedaan informasi yang dapat menyebabkan investor menahan posisi sekuritas yang akan dijual karena ingin menghindari rasa sakit terkait pengakuan telah membuat keputusan yang buruk (Manuel & Mathew, 2017).

c. *Illusion of Control*

Illusion of Control adalah bias yang membuat seseorang seakan-akan mampu mengontrol keputusan yang akan dibuat. Investor membuat keputusan berdasarkan keterampilan dan preferensi untuk mengendalikan kejadian yang tidak pasti di masa depan. (Ullah, 2015).

2. *Emotional bias*

Emotional bias merupakan penyimpangan karena menitikberatkan pada perasaan dan spontanitas daripada fakta. Jenis *emotional bias* terdiri dari 3, yaitu:

a. *Loss aversion bias*

Loss aversion adalah keadaan seseorang lebih mengutamakan untuk menghindari kerugian daripada mendapatkan keuntungan (Pradhana, 2018). Semakin tinggi tingkat *loss aversion* seorang investor, maka semakin berhati-hati dalam berinvestasi.

b. *Regret aversion bias*

Regret aversion bias biasanya terjadi kepada investor yang sebelumnya pernah mengalami kesalahan dalam pengambilan keputusan dan akan bersifat lebih konservatif (Manuel & Mathew, 2017).

c. *Status quo bias*

Investor dengan *status quo bias* akan lebih memilih untuk menghindari perubahan dan tetap pada kondisi yang sama. *Status*

quo bias yang cukup kuat di setiap individu berpengaruh terhadap keputusan investasi yang dibuat oleh individu tersebut (Pradhana, 2018).

Menurut Alquraan *et al.* (2016), terdapat perilaku investor yang mempengaruhi keputusannya di pasar saham, yaitu:

1. *Availability bias*

Availability bias terjadi karena investor mengandalkan informasi untuk membuat keputusan yang tepat. Investor cenderung lebih memperhatikan informasi yang lebih banyak tersedia dan memilih untuk mengabaikan informasi yang jarang diperhatikan (Siegel & Yacht, 2012).

2. *Representativeness*

Representativeness merupakan pengambilan keputusan berdasarkan stereotip. Dalam berinvestasi, *representativeness* adalah kecenderungan untuk lebih optimis tentang investasi yang memiliki kinerja baik akhir-akhir ini dan lebih pesimistis mengenai investasi yang memiliki kinerja buruk. (Byrne & Utkus, 2013).

3. *Anchoring*

Anchoring terjadi saat investor tidak dapat mengintegrasikan informasi baru ke dalam pemikiran karena terbatas dengan pandangan yang sudah dibangun dari dalam diri. Informasi baru tidak akan diterima jika itu bertentangan dengan pandangan investor sebelumnya. (Siegel & Yacht, 2012).

4. *Ambiguity aversion*

Ambiguity aversion adalah kecenderungan investor untuk memilih sesuatu yang sudah dikenal atau *familiar* dibandingkan yang tidak. Bias investor terhadap ketidakpastian dapat menciptakan biaya peluang dalam portofolio (Siegel & Yacht, 2012).

5. *Risk perception*

Risk perception adalah penilaian subjektif yang dilakukan seseorang tentang karakteristik dan keparahan risiko. Pada saat investor merasa bahwa berinvestasi di beberapa saham akan menyebabkan kerugian, pada saat itu ia akan berhenti berinvestasi (Alquraan, Alqisie, & Shorafa, 2016). *Risk perception* merupakan penilaian seseorang pada situasi berisiko yang bergantung pada karakteristik psikologis dan keadaan orang tersebut.

2.3 *Market Behavior*

Perilaku ekonomi (*economic behaviors*) akan mempengaruhi pasar ekonomi. Hasil pasar mencerminkan keputusan kolektif individu. Pasar belum rasional karena perilaku kolektif oleh para pemain di pasar. Pada pasar tidak efisien, harga mungkin jauh di atas atau di bawah nilai aktual.

2.3.1 *Efficient Market*

Teori pasar efisien bergantung pada gagasan bahwa investor berperilaku rasional dan bias perilakunya sangat beragam sehingga perilaku irasional akan memiliki efek yang kecil pada pasar. Jika suatu aset terbentuk pada harga yang salah sehingga harga pasarnya menyimpang dari nilai

intrinsiknya, investor yang berpengetahuan luas akan memanfaatkan peluang tersebut. Jika suatu saham mengalami *underpriced*, investor akan membeli saham tersebut dengan tujuan mendorong harga saham naik kembali dan sebaliknya saat harga saham mengalami *overpriced* (Siegel & Yacht, 2012). Jika pasar efisien, maka tidak ada informasi atau analisis yang dapat diharapkan untuk menghasilkan kinerja yang baik. Pada waktu tertentu di pasar yang efisien, harga sekuritas akan sesuai dengan nilai intrinsik sekuritas tersebut.

Berdasarkan hasil penelitian Fama (1970), dalam pasar sekuritas yang memiliki banyak investor dengan pengetahuan luas, investasi akan diberi harga yang sesuai dan akan mencerminkan semua informasi yang tersedia. Menurut Fama (1970), ada tiga bentuk hipotesis pasar yang efisien (*The Efficient Market Hypothesis*):

a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*Weak-form EMH*)

Efisiensi pasar bentuk lemah mengasumsikan bahwa harga saham hari ini mencerminkan semua data harga masa lalu dan bahwa tidak ada bentuk analisis teknis yang dapat digunakan secara efektif untuk membantu investor dalam membuat keputusan perdagangan.

b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*Semi strong-form EMH*)

Diasumsikan bahwa harga saham saat ini tidak hanya mencerminkan informasi masa lalu tetapi juga informasi terbaru yang tersedia untuk umum. Dikarenakan semua informasi yang bersifat publik digunakan dalam perhitungan harga saham saat ini, investor tidak dapat

memanfaatkan analisis teknis atau fundamental untuk mendapatkan *return* yang lebih tinggi di pasar.

c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*Strong-form EMH*)

Efisiensi pasar bentuk kuat mengasumsikan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia untuk publik maupun informasi yang tidak diketahui oleh publik, sehingga tidak ada satu investor pun yang mendapatkan tingkat pengembalian abnormal.

Pada kenyataannya, Cajueiro *et al.* (2009) menemukan bahwa sebagian pasar saham memiliki sifat tidak efisien atau masuk dalam efisiensi pasar bentuk lemah (*weak-form EMH*).

2.3.2 **Market Inefficiency**

Melakukan investasi di pasar yang tidak efisien menyebabkan nilai aset naik, mengarah pada keuntungan dan investasi yang lebih banyak. Inefisiensi pasar dapat bertahan karena faktor ekonomi dan budaya, seperti: menurunkan suku bunga dan meningkatkan penggunaan pembiayaan utang, teknologi baru, penurunan regulasi atau pengawasan pemerintah, faktor demografis, ketersediaan informasi dan analisisnya, menurunkan biaya transaksi, dan peningkatan partisipasi dalam pasar yang tidak efisien (Siegel & Yacht, 2012).

2.4 Perbedaan pendapat (*Divergence of Opinion*)

Perbedaan opini akan muncul ketika terjadi sebuah kesalahan dalam estimasi akibat tidak tersedianya informasi atau adanya keterbatasan informasi (Goetzmann & Massa, 2005). Asumsi ketidaksepakatan (*disagreement*) mendukung adanya perbedaan opini pada pasar tidak efisien yang disebabkan kurangnya pengetahuan investor dalam menafsirkan informasi, meskipun diberikan serangkaian informasi yang sama (Hong & Stein, 2007). Ketidaksepakatan (*disagreement*) investor memiliki pengaruh besar pada harga aset dan volume perdagangan. Sehubungan dengan harga aset, ketidaksepakatan investor menyebabkan harga saat ini lebih tinggi dibandingkan di masa depan yang lebih rendah. Akan tetapi, ketidaksepakatan investor merupakan faktor risiko tambahan dan terkait dengan tingkat pengembalian di masa depan yang lebih tinggi. Pada saat terjadi pengungkapan informasi kepada publik, seperti pengumuman laba perusahaan, investor akan merevisi keputusannya secara berbeda-beda yang akan berdampak pada volume perdagangan (Giannini, Irvine, & Shu, 2015).

2.5 Penawaran Umum Perdana (*Initial Public Offering*)

UU Republik Indonesia No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal mendefinisikan penawaran umum sebagai kegiatan penawaran yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat. Efek dalam hal ini berupa surat berharga yaitu pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan, kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek dari setiap derivatif dari efek (Arifin, 2010). Dalam proses *go public*, sebelum

diperdagangkan di pasar sekunder, saham terlebih dahulu dijual di pasar primer atau pasar perdana. Penawaran saham secara perdana ke publik atau masyarakat melalui pasar perdana dikenal dengan istilah *Initial Public Offering* (IPO). Menurut Darmaji (2011), *Initial Public Offering* (IPO) adalah kegiatan penawaran saham yang dilakukan oleh emiten untuk menjual saham atau efek kepada masyarakat untuk pertama kalinya di pasar perdana oleh penjamin emisi melalui para agen penjual berdasarkan tata cara yang diatur oleh undang-undang dan peraturan pelaksanaannya. (Hendarsih, 2017).

Penentuan harga saham yang ditawarkan (*offering price*) pada saat IPO merupakan faktor penting bagi emiten maupun *underwriter* karena berkaitan dengan jumlah dana yang akan diperoleh emiten dan risiko yang akan ditanggung oleh *underwriter*. *Offering price* cenderung ditetapkan lebih rendah dari harga yang diharapkan perusahaan oleh *underwriter*, dengan tujuan untuk menekan risiko tanggung jawab apabila sekuritas yang ditawarkan pada saat IPO tidak laku atau tidak habis terjual. Harga penawaran yang relatif rendah menjadi alasan harga saham pada saat dibuka di pasar sekunder cenderung meningkat sehingga menjadi daya tarik utama bagi investor untuk membeli saham di pasar perdana (Arifin, 2010). Harga pada saat IPO yang lebih rendah dibandingkan dengan harga yang terjadi di pasar sekunder pada hari pertama menyebabkan terjadinya fenomena *underpricing*.

2.6 *Underpricing*

Salah satu fenomena yang melekat dengan IPO adalah *underpricing*. *Underpricing* terjadi disaat harga saham di pasar perdana lebih rendah dibandingkan dengan harga saham di pasar sekunder dan selisih positif antara harga saham di pasar sekunder dengan harga saham di pasar perdana pada saat IPO dikenal dengan istilah *initial return* atau *return* positif bagi investor. *Initial return* adalah keuntungan yang didapat pemegang saham karena perbedaan harga saham yang dibeli di pasar perdana dengan harga jual saham yang bersangkutan di pasar sekunder. Sulistyawan (2010) mengatakan, kondisi *underpricing* merugikan perusahaan, karena secara finansial perusahaan tidak mendapatkan manfaat yang optimal, kas yang lebih kecil dari seharusnya, akumulan modal disetor juga lebih rendah dari sebelumnya akibatnya nilai ekuitas lebih rendah, demikian juga dengan nilai bukunya. Akan tetapi, dari sisi investor, kondisi *underpricing* akan menguntungkan bagi investor karena akan menerima *initial return*.

Rock (1986) mengatakan bahwa *underpricing* di perusahaan IPO diperlukan untuk memberikan kompensasi kepada investor yang tidak memiliki informasi (*uninformed investor*) dengan pihak yang memiliki informasi yang lebih banyak. *Uninformed investor* karena tidak mempunyai informasi yang cukup akan berusaha memperoleh saham tanpa melakukan banyak pilihan. Oleh karena itu, agar *uninformed investor* tetap berpartisipasi dalam pasar maka harga saham harus cukup *underpriced* (Prasetyo, 2011). Beberapa teori yang dapat menjelaskan fenomena *underpricing* di pasar perdana, yaitu:

1. Teori Asimetri Informasi (*Asymmetric Information Theory*)

Terjadinya *underpricing* disebabkan adanya asimetri informasi di pasar perdana. Dalam hal ini, *underwriter* memiliki informasi yang lebih baik mengenai permintaan saham dibandingkan emiten. *Underwriter* menggunakan ketidaktahuan emiten untuk memperkecil risiko saham yang tidak terjual, sehingga emiten harus menerima harga yang murah pada penawaran perdananya. Hal ini tentu merupakan kerugian bagi pihak perusahaan yang melakukan *IPO* karena tidak mendapatkan keuntungan yang seharusnya sebagai akibat strategi dari *underwriter* (Prasetyo, 2011).

2. Teori Signal (*Signaling Theory*)

Teori ini menyatakan menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas tinggi cenderung dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar. Pada saat melakukan penawaran umum, calon investor tidak sepenuhnya dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk, sehingga emiten dan penjamin emisi dengan sengaja akan memberikan sinyal positif kepada pasar. Melalui diskon harga penawaran sahamnya saat *IPO*, menunjukkan bahwa emiten memiliki posisi keuangan yang bagus karena berani mengambil risiko atas kerugian penawaran harga saham perdananya dan mampu memulihkan kerugian yang dialaminya saat proses *IPO* (Gumanti & Alkaf, 2011).

3. Teori Agensi (*Agency Theory*)

Teori ini menjelaskan bahwa kondisi *underpricing* lebih disebabkan oleh strategi dari pihak penjamin untuk secara sengaja memberikan insentif

kepada para investor tertentu sebagai tanda niat baik sekaligus untuk membina hubungan jangka panjang. Tidak menutup kemungkinan bahwa untuk jangka pendek melalui sesi transaksi yang bagus dengan volume yang tinggi juga akan bisa memberikan pendapatan lain bagi pihak penjamin melalui bentuk komisi transaksi jual beli saham (Prasetyo, 2011).

2.7 Hubungan antara *Divergence of Opinion* dan IPO

Dari penelitian sebelumnya diungkapkan bahwa ada beberapa alasan yang mendasari adanya perbedaan pendapat (*divergence of opinion*) dalam pasar penawaran umum perdana (IPO), yaitu:

1. Metode penetapan harga (*Pricing Method*)

Chahine (2007) mengatakan bahwa perbedaan opini akan lebih terlihat pada mekanisme penetapan harga tetap (*fixed price mechanism*) yang berarti pengaturan harga terjadi sebelum permintaan investor. Dalam mekanisme IPO yang menggunakan harga penawaran tetap (*fixed priced offerings*), emiten menawarkan sejumlah saham pada harga tertentu tanpa mempertimbangkan permintaan. Mekanisme ini cenderung menghasilkan harga penawaran rendah untuk menjamin agar emisi laku (Narayanasamy, Rashid, & Ibrahim, 2018). Hal ini dikarenakan belum ada permintaan dan penawaran sebelumnya terhadap saham tersebut. Penetapan harga tetap dapat menimbulkan asimetri informasi antara emiten dengan investor yang mengakibatkan terjadinya perbedaan opini (Hanafi, 2012).

2. Tipe pelaku pasar (*type of market participants*)

Tipe pelaku pasar memainkan peran penting dalam perilaku volume IPO. Dibandingkan dengan investor individu, menurut Bayley *et al.* (2006), investor institusional memperdagangkan lebih banyak *hot* IPO. Secara umum, investor institusional dapat didefinisikan sebagai investor yang melakukan perdagangan atas nama kepentingan lain sementara investor individu berdagang untuk kepentingan sendiri. Secara teoritis, investor institusional dipandang sebagai investor yang diberi informasi dengan kekuatan untuk menggerakkan pasar sementara investor individu diyakini sebagai *noise trader* dengan kecenderungan untuk melakukan bias psikologis dalam perdagangan (Kyle, 1985).

Odean (1998) menemukan bahwa investor individu cenderung menjual *winning stock* dan berpegang pada saham yang hilang di masa lalu. Kondisi ini juga dikenal sebagai efek disposisi. Investor individu melakukan disposisi dalam perdagangan karena investor anti momentum. Investor individu relatif melakukan lebih banyak perdagangan beli daripada perdagangan jual ketika ada pengembalian positif yang ekstrim di masa lalu. Investor individu cenderung untuk membeli saham setelah harga turun dan menjualnya setelah harga naik. Perbedaan pendapat dapat terjadi antar investor individu dengan investor institusional dikarenakan institusi akan mencoba menyimpulkan informasi tentang kualitas investasi dari institusi yang satu dan institusi yang lain. Akibatnya, institusi akan memiliki lebih

banyak pemahaman tentang perdagangan satu sama lain daripada individu sehingga investor institusional akan berkembang lebih luas.

3. Tingkat risiko dari penawaran saham baru

Risiko yang melekat pada saham IPO membawa bobot yang signifikan dalam bentuk ekspektasi investor terhadap nilai dari saham tersebut (Narayanasamy, Rashid, dan Ibrahim, 2018). Boehme dan Colak (2012) menunjukkan bahwa perbedaan opini akan menjadi lebih kuat untuk penawaran yang memiliki risiko yang tinggi.

4. Panasnya isu penawaran saham baru

Berdasarkan definisi dari pasar IPO yang “*hot*”, maka selama periode *hot issue market*, rata-rata tingkat pengembalian dari IPO secara relatif lebih tinggi dibandingkan pada periode yang lainnya. Karena *excess demand* yang lebih tinggi berimplikasi pada jumlah saham yang diperdagangkan juga akan semakin besar, jumlah saham yang diperdagangkan akan semakin besar pada periode pasar *hot*. Helwege dan Liang (2004) menyatakan bahwa *hot* IPO ditandai oleh besarnya *underpricing* dan volume penawaran saham yang banyak, sehingga terjadi *over-subscription*. Salah satu penyebab *hot* IPO adalah asimetri informasi yang mengindikasikan adanya perbedaan pendapat di pasar penawaran umum perdana saham (IPO).

2.8 Hubungan antara perhatian (*attention*) dan *Divergence of Opinion*

Perhatian (*attention*) adalah mekanisme ketidaksepakatan (*disagreement*) yang berpotensi mempengaruhi hubungan antara perubahan harga dan pergerakan volume. Dari sudut pandang psikologis, ada kecenderungan bagi individu untuk lebih memperhatikan informasi (rangsangan) yang mudah untuk diproses. Manusia sulit untuk menangkap semua peristiwa mikro dan makro yang terjadi di pasar. Kebutuhan untuk mencari melalui serangkaian informasi yang luas dalam kerangka waktu yang lebih pendek memikat investor untuk dengan cepat menggunakan sinyal dari perubahan harga di pasar. Oleh karena itu, investor lebih memperhatikan informasi yang dikumpulkan dari harga pasar dalam mengambil keputusan (Peng and Xiong, 2006; Daniel *et al.*, 2002; Hirshleifer and Teoh, 2003). Pengungkapan informasi yang lebih sedikit dalam IPO perusahaan-perusahaan kecil berpotensi menonjolkan perhatian yang menstimulasi pergerakan harga dan volume.

Drake *et al.* (2012) menyatakan bahwa *Google search volume* adalah ukuran langsung yang paling baik dalam menarik perhatian investor secara tepat waktu. Terdapat beberapa alasan untuk menggunakan *Google search volume index* sebagai ukuran perhatian (*attention*). Pertama, Google adalah sumber terbesar untuk permintaan pencarian di seluruh dunia. Google digunakan untuk mencari informasi di lebih dari 1,9 miliar situs web di internet dan digunakan oleh lebih dari 90,4% pengguna internet dunia (Tirto.id, 2018). Oleh karena itu, volume pencarian yang dilaporkan oleh Google cenderung mewakili perilaku pencarian populasi umum. Kedua, pencarian adalah ukuran perhatian yang terungkap secara langsung, jika seseorang mencari saham di Google maka secara langsung memperhatikan saham

tersebut. Dengan demikian, *Google search volume* sebagai ukuran perhatian adalah ukuran perhatian yang tidak ambigu dan secara langsung.

Search Volume Index (SVI) adalah ukuran volume pencarian Google yang diindeks dan dinormalisasi pada istilah pencarian terpilih yang disediakan oleh Google Trends. Google Trends menyediakan data *time-series* pada waktu dan lokasi yang ditentukan oleh pengguna dengan menunjukkan hasil pencarian berskala 0 sampai dengan 100. Angka tersebut mewakili minat penelusuran relatif terhadap titik tertinggi pada bagan untuk wilayah dan waktu tertentu. Nilai 100 adalah popularitas puncak untuk istilah tersebut. Nilai 50 berarti bahwa istilah tersebut setengah populer. Skor 0 berarti tidak ada cukup data untuk istilah ini.

2.9 Hasil Penelitian Terdahulu

Narayanasamy, Rashid, dan Ibrahim (2018) meneliti mengenai teori perbedaan opini dan konsep bias kognitif yang dilihat dari pergerakan volume dan perubahan harga pada pasar penawaran umum perdana saham (IPO). Hasil penelitian ini menunjukkan hubungan positif antara PCC dan DOP yang digambarkan dalam model tanpa efek interaksi, menunjukkan ada ketidaksepakatan terhadap *underpriced* IPO di *after-market*. Namun, ketika efek interaksi dipertimbangkan, temuan menunjukkan bahwa perhatian investor terhadap informasi yang diperoleh dari internet mengurangi ketidaksepakatan terhadap kualitas *underpriced* IPO.

Yüksel dan Yüksel (2006) melakukan penelitian mengenai kaitan antara *underpricing* IPO dan volume perdagangan. Hasil penelitian ini menunjukkan tidak

ada hubungan yang signifikan antara retensi saham dan *underpricing*. Perusahaan tidak menggunakan *underpricing* sebagai alat untuk mengurangi likuiditas yang disebabkan oleh retensi saham yang lebih tinggi. Hasil penelitian ini juga menunjukkan hubungan positif yang signifikan antara *underpricing* dan volume perdagangan dalam jangka pendek.

Low dan Yong (2013) melakukan penelitian mengenai *underpricing* IPO, *offer size*, *over-subscription ratio*, *listing board* terhadap kepercayaan heterogen investor. Hasil penelitian ini menunjukkan ketika variabel dependen berupa *turnover* hari pertama (*first day trading*), *offering price* IPO berpengaruh negatif terhadap kepercayaan heterogen investor pada tingkat signifikansi yang tinggi. Perbedaan pendapat yang luas di antara investor IPO mencerminkan ketidaksepakatan (*disagreement*) yang kuat dalam penilaian investor mengenai harga *aftermarket* sebenarnya dari IPO.

Rashid *et al.* (2013) melakukan penelitian mengenai variabilitas dalam *initial returns*, volume IPO, dan kondisi pasar IPO. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *initial return* dan kondisi pasar terkait dengan variabilitas volume IPO. Oleh karena itu, informasi mengenai pengembalian awal dan kondisi pasar penting bagi emiten dan investor dalam mengambil keputusan.

Berikut disajikan tabel yang berisi informasi lengkap mengenai penelitian terdahulu yang berisi nama peneliti, tahun penelitian, variabel penelitian, objek penelitian serta hasil penelitian.

Tabel 2.1

Tabel Hasil Penelitian Terdahulu

Peneliti	Variabel Penelitian	Objek Penelitian	Hasil Penelitian
Narayanasamy et al. (2018)	Dependen: $Y = \text{divergence of opinion}$ Independen: $X = \text{underpricing of IPOs}$	282 perusahaan IPO Malaysia dari tahun 2004-2014	1. Adanya hubungan positif antara PCC dan DOP 2. Perhatian investor terhadap informasi yang diperoleh dari internet mengurangi ketidaksepakatan terhadap kualitas <i>underpriced IPO</i>
Rashid et al. (2013)	Dependen: $Y = \text{IPO Volume}$ Independen: $X = \text{initial return, intraday volatility, aftermarket volatility, market volatility}$	Perusahaan IPO yang tercatat di Bursa Malaysia dari January 2000-Desember 2010	<i>Initial return</i> dan kondisi pasar terkait dengan variabilitas volume IPO
Low dan Yong (2013)	Dependen: $Y = \text{First-day turnover, first-day pice spread}$ Independen: $X = \text{Initial return, offer size, oversubscription, listing board}$	219 perusahaan IPO di Bursa Malaysia dari Januari 2004-Desember 2007	<i>Offering price IPO</i> berpengaruh negatif terhadap kepercayaan heterogen investor pada tingkat signifikansi yang tinggi

Tabel 2.1 (lanjutan)

Tabel Hasil Penelitian Terdahulu

Peneliti	Variabel Penelitian	Objek Penelitian	Hasil Penelitian
Yüksel dan Yüksel (2006)	Dependen: Y = volume harian rata-rata Independen: X = initial return, retention	Perusahaan IPO yang tercatat di Istanbul Stock Exchange dari 1 January 1990-31 Desember 2002	Adanya hubungan positif yang signifikan antara <i>underpricing</i> dan volume perdagangan dalam jangka pendek.

2.10 Pengembangan Hipotesis

Perbedaan opini akan muncul ketika terjadi sebuah kesalahan dalam estimasi akibat tidak tersedianya informasi atau adanya keterbatasan informasi (Goetzmann & Massa, 2005). Asumsi ketidaksepakatan (*disagreement*) mendukung adanya perbedaan opini pada pasar tidak efisien yang disebabkan kurangnya pengetahuan investor dalam menafsirkan informasi, meskipun diberikan serangkaian informasi yang sama (Hong & Stein, 2007). Ketidaksepakatan (*disagreement*) investor memiliki pengaruh besar pada harga aset dan volume perdagangan.

Konsep ketidakpastian menunjukkan bahwa ekspektasi investor akan berbeda karena ketidakpastian menimbulkan ketidaksepakatan dan seperti yang diperkirakan oleh banyak peneliti, ketidaksepakatan investor menyebabkan volume perdagangan yang tinggi. Model teoritis Karpoff (1986) menunjukkan bahwa peningkatan volume perdagangan dapat menunjukkan

bahwa investor memiliki interpretasi yang berbeda pada informasi atau memiliki interpretasi yang identik tetapi memiliki ekspektasi yang berbeda sebelumnya. Modelnya menunjukkan bahwa volume perdagangan adalah proksi yang baik untuk perbedaan pendapat di antara investor.

Tidak tersedianya informasi yang mencukupi akan muncul pada pasar penawaran umum perdana saham (IPO). Hal ini terjadi karena dalam pasar IPO, perusahaan belum memberikan informasi mengenai kinerja perusahaan kepada masyarakat sehingga kurangnya data historis mengenai perusahaan. Perusahaan akan memberikan data prospektus sebagai gambaran mengenai kinerja perusahaan kepada perusahaan saat akan menjual sahamnya kepada masyarakat umum. Salah satu fenomena yang melekat dengan IPO adalah *underpricing*. Kondisi *underpricing* yang umum dialami perusahaan IPO membuat *Initial Return* (IR) atau tingkat pengembalian saham akan semakin tinggi. Semakin tinggi nilai *Initial Return* (IR) saham perusahaan pada saat penjualan saham hari pertama (*first-day trading*) menandakan bahwa investor akan mendapatkan *return* saham yang tinggi pula.

Perhatian (*attention*) adalah mekanisme ketidaksepakatan yang berpotensi mempengaruhi hubungan antara perubahan harga dan pergerakan volume (Hong dan Stein, 2007). Barber dan Odean (2008) menekankan bahwa perhatian yang menarik telah ditemukan pada saham yang mengalami volume perdagangan abnormal tinggi dan pengembalian saham satu hari yang ekstrim. Pembelian yang digerakkan oleh perhatian timbul dari kesulitan yang dihadapi para investor individu ketika mencari ribuan saham yang berpotensi

mereka beli. Oleh karena itu, para investor hanya membeli saham yang pertama kali menarik perhatian mereka. Hirshleifer dan Teoh (2003) menegaskan bahwa sulit bagi pikiran manusia untuk menangkap semua peristiwa mikro dan makro yang terjadi di pasar. Kebutuhan untuk mencari melalui serangkaian informasi yang luas dalam jangka waktu yang lebih pendek memikat investor untuk dengan cepat menggunakan sinyal dari perubahan harga di pasar. Oleh karena itu, investor lebih memperhatikan informasi yang dikumpulkan dari harga pasar dalam mengambil keputusan. Da *et al.* (2011) membawa titik balik dalam studi perhatian investor dengan memperkenalkan *Google search volume* dalam studi IPO. Hasil penelitian menemukan korelasi positif antara indeks pencarian rata-rata, pengembalian ekstim dan volume perdagangan. *Google search volume* adalah ukuran langsung yang paling baik menarik perhatian investor secara tepat waktu. Berdasarkan penjelasan ini, maka hipotesis yang dapat dibangun dalam penelitian ini sebagai berikut:

Ha: Perhatian investor memoderasi pengaruh fenomena *underpricing* pada pasar penawaran saham umum perdana (IPO) terhadap perbedaan opini investor (*divergence of opinion*)