

Analisis Pengaruh Perhatian Investor pada Masa Penawaran Umum Perdana (IPO) terhadap Volatilitas Harga Saham Pasca IPO

Ahmad Dwi Murdani¹, Buddi Wibowo²

^{1,2}Universitas Indonesia^{1,2}

ahmad.durmurhani@gmail.com¹, buddi.wibowo@ui.ac.id²

ABSTRACT

This study examines the effect of investor attention during the Initial Public Offering (IPO) period on the stock prices volatility after the shares are listed and traded on the Indonesia Stock Exchange (IDX). This study uses data on the shares of issuers who have conducted an IPO on the IDX after the implementation of the electronic Initial Public Offering (e-IPO) mechanism, with the aim of being able to capture the phenomenon of retail investor behavior. The method used in this study is the regression method. This study shows that the level of investor attention during the IPO period influences the stock price volatility on short-term dan medium-term investment horizon.

Keywords : *Initial Public Offering, IPO, stock prices volatility.*

ABSTRAK

Penelitian ini menganalisis pengaruh perhatian investor pada masa penawaran umum perdana saham (IPO), yang diukur dengan proksi Google Search Volume, terhadap volatilitas harga saham pasca IPO atau setelah saham tersebut tercatat dan diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini menggunakan data saham-saham emiten yang melakukan IPO di BEI setelah diberlakukannya mekanisme penawaran umum perdana secara elektronik (e-IPO), dengan tujuan agar dapat menangkap fenomena perilaku investor retail. Metode yang digunakan pada penelitian ini adalah metode regresi. Penelitian ini menunjukkan bahwa tingkat perhatian investor selama masa IPO berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap tingkat volatilitas harga saham pasca IPO baik secara jangka pendek maupun secara jangka menengah.

Kata kunci : *Penawaran umum perdana saham, IPO, volatilitas harga saham.*

PENDAHULUAN

Penawaran Umum Perdana atau *Initial Public Offering* (IPO) saham adalah peristiwa dimana pemegang saham suatu perusahaan (emiten) menawarkan sebagian porsi kepemilikan sahamnya kepada publik atau masyarakat. Di dalam proses IPO terjadi mekanisme pasar dimana emiten yang merupakan pihak yang membutuhkan dana bertemu dengan investor yang merupakan pihak yang memiliki kelebihan dana. Sebagai imbalan atas pendanaan yang diberikan oleh investor tersebut, maka emiten kemudian dapat menawarkan potensi imbal hasil (*return*) atas investasi yang dilakukan investor yang berasal dari dividen atau bagi hasil keuntungan yang akan diperoleh oleh emiten di masa depan serta adanya potensi kenaikan harga saham perusahaan (*capital gain*) yang telah tercatat dan diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Jumlah pencatatan saham IPO (*listing*) di BEI cenderung mengalami tren peningkatan dari tahun ke tahun. Hal ini menunjukkan adanya peningkatan kebutuhan atas pendanaan melalui pasar modal bagi perusahaan dan juga peningkatan minat investor untuk melakukan investasi pada saham-saham IPO. Investasi pada saham-saham IPO

dianggap menarik bagi investor, khususnya investor retail, karena secara historis mampu menawarkan potensi keuntungan (*capital gain*) yang cukup besar dan dalam jangka waktu yang relatif singkat (Hull, 2015). Mengacu pada teori IPO underpricing, potensi keuntungan saham IPO secara jangka pendek disebabkan adanya informasi yang asimetris antara penjamin emisi efek (*underwriter*) dan calon emiten mengenai harga saham IPO yang pantas dan sesuai (*fair value*) untuk ditawarkan kepada masyarakat. Adanya informasi yang asimetris tersebut kemudian menyebabkan *principal-agent problem* dimana penjamin emisi efek cenderung memberikan valuasi yang rendah atas saham IPO dengan tujuan agar saham IPO dapat terserap seluruhnya oleh masyarakat dan penjamin emisi efek tidak perlu melakukan penjaminan atau menyerap sisa saham yang tidak terserap oleh masyarakat (Ljungqvist, 2007).



Gambar 1 Aktivitas IPO

Seperti pada umumnya sebuah instrumen investasi, kelayakan sebuah investasi pada instrumen saham tidak hanya diukur berdasarkan potensi imbal hasil (*return*) yang akan diperoleh di masa yang akan datang, tetapi juga diukur berdasarkan risiko yang mungkin timbul dari investasi pada instrumen saham. Terdapat beberapa risiko yang mungkin muncul dari sebuah investasi pada instrumen saham, yaitu emiten mengalami kerugian sehingga tidak dapat melakukan pembagian dividen kepada investor atau pemegang saham, selain itu terdapat juga potensi risiko penurunan harga saham di masa yang akan datang yang menyebabkan investor mengalami kerugian (*capital loss*).

Meskipun saat ini telah terdapat cukup banyak metode untuk mengukur kelayakan investasi pada instrumen saham yang dapat mengukur potensi keuntungan maupun tingkat risiko atas investasi pada instrumen saham, akan tetapi penilaian risiko investasi pada saham IPO memiliki keunikan tersendiri. Informasi mengenai calon emiten yang akan melakukan IPO sangatlah terbatas, informasi utama yang dapat menjadi landasan untuk mengukur kelayakan investasi pada calon emiten yang melakukan IPO adalah prospektus yang diterbitkan emiten. Prospektus adalah dokumen yang wajib disusun oleh calon emiten sebelum melakukan penawaran umum (POJK Nomor 8/POJK.04/2017). Prospektus ini dapat menjadi panduan dan juga salah satu informasi yang dapat digunakan calon investor dalam menentukan layak tidaknya melakukan investasi saham pada emiten tersebut. Di dalam prospektus tersebut informasi mengenai profil perusahaan, jenis usaha, struktur kepemilikan perusahaan, serta kinerja keuangan beberapa tahun terakhir telah tersedia. Informasi yang terdapat pada prospektus, khususnya informasi mengenai kinerja keuangan, dapat menjadi landasan untuk mengukur performa kinerja keuangan emiten dan potensi

dividen yang mungkin diperoleh investor di masa depan. Indikasi *going concern* dan keberlangsungan Emiten dalam jangka panjang juga dapat diukur menggunakan informasi yang ada di prospektus.

Namun informasi yang terdapat pada prospektus tidak dapat digunakan di dalam mengukur risiko pasar yang mungkin timbul atas investasi saham IPO yang diakibatkan volatilitas harga saham IPO setelah dicatatkan di BEI. Hal ini disebabkan informasi mengenai harga saham historis sebelum penawaran umum tidak tersedia baik pada dokumen prospektus maupun dokumen-dokumen lain yang dapat diakses oleh masyarakat. Untuk itu beberapa penelitian mencoba menawarkan metode untuk mengukur tingkat volatilitas harga saham pasca IPO dengan pendekatan *behavioural finance*. Berbeda dengan *efficient market hypothesis* yang beranggapan bahwa pelaku pasar selalu bertindak secara rasional dan harga suatu aset keuangan mampu mencerminkan informasi yang ada, pendekatan *behavioral finance* menawarkan pandangan bahwa segala kejadian yang terjadi di pasar keuangan cenderung didorong oleh perilaku pihak-pihak yang beraktivitas di pasar tersebut. Salah satu teori *behavioral finance* yang berkembang di ilmu keuangan adalah teori perhatian (*attention theory*) yang dikemukakan Kahneman (1973), yang menyatakan bahwa perhatian masing-masing individu sangat terbatas, oleh karena itu informasi yang dapat diserap masing-masing individu juga terbatas. Adanya keterbatasan perhatian dan informasi yang diperoleh pelaku pasar kemudian dapat mempengaruhi penilaian suatu aset keuangan (*aset pricing*). Studi empiris juga menunjukkan bahwa tingginya perhatian investor atas suatu saham dapat mempengaruhi volume transaksi dan volatilitas harga saham (Antweiler dan Frank, 2002). Hal ini dimungkinkan karena tingginya perhatian yang diberikan investor secara umum terhadap suatu saham dapat mendorong keyakinan calon investor untuk berinvestasi pada saham tersebut, yang kemudian menyebabkan munculnya *herding behaviour* secara tidak sengaja (Wanidwaranan dan Padungsaksawasdi, 2022).

Akan tetapi, peneliti yang melakukan pendekatan terhadap volatilitas harga saham dengan pendekatan *behavioral finance* memiliki perbedaan pendapat mengenai pengukuran perhatian investor, karena belum ada kesepakatan mengenai ukuran yang dapat menggambarkan tingkat perhatian investor secara tepat. Gervais, et al (2001) mengukur tingkat perhatian investor yang mengacu pada volume transaksi, Antweiler dan Frank (2002) mengukur perhatian investor dengan jumlah pesan pada *Yahoo! Finance and Raging Bull message board*, Grullon, et al (2004) mengukur perhatian investor dengan ukuran tingkat biaya iklan yang secara rutin dikeluarkan oleh emiten, Barber dan Odean (2008) kemudian mencoba mengukur tingkat perhatian investor dengan jumlah berita dan headlines mengenai suatu saham, dan kemudian Da et al (2009) mencoba mengukur tingkat perhatian investor dengan menggunakan tingkat *Search Volume Index*, didorong adanya kemajuan teknologi *Google Search Engine*.

Adapun penelitian yang secara khusus meneliti mengenai pengaruh perhatian investor pada masa penawaran umum perdana (IPO) terhadap volatilitas harga saham pasca IPO telah dilakukan oleh Bajo dan Raimondo (2017) yang menyimpulkan dalam penelitiannya bahwa artikel-artikel di dalam media massa dapat mempengaruhi tingkat perhatian investor yang kemudian mempengaruhi harga saham pasca IPO. Selanjutnya Fei (2021) juga menyampaikan dalam penelitiannya bahwa tingkat perhatian investor yang

ditunjukkan dengan tingginya tingkat diskusi di forum diskusi online mengenai suatu saham yang melakukan penawaran umum, berkorelasi positif dengan return dan volatilitas saham pasca IPO.

Farrel, et al (2022) berpendapat bahwa kemajuan teknologi telah memberikan kemudahan bagi investor untuk memperoleh informasi, khususnya bagi investor retail. Berbeda dengan investor institutional yang memiliki tim ahli dan berpengalaman di bidang investasi yang juga dibekali akses luas terhadap informasi dan teknologi penunjang, investor retail seringkali memiliki keterbatasan pengetahuan dan teknologi penunjang sehingga informasi yang berasal dari pihak ketiga menjadi salah satu dasar untuk mengambil keputusan investasi. Oleh karena itu pencarian informasi melalui media massa, forum diskusi offline maupun online, teknologi digital seperti media sosial, dan pencarian informasi-informasi relevan melalui mesin pencarian seperti *Google Search Engine* menjadi solusinya.

Di Indonesia sendiri proses IPO telah memasuki sejarah baru dengan diterapkannya mekanisme penawaran umum secara elektronik melalui sistem *Electronic Indonesia Public Offering* (e-IPO). Penawaran umum perdana saham pertama yang menggunakan sistem e-IPO adalah saham PT Ulma Nitra Tbk (UNIQ) yang dicatatkan BEI pada tanggal 8 Maret 2021. Berdasarkan data BEI, sejak peluncuran sistem e-IPO sampai dengan kuartal 1 tahun 2023 sudah lebih dari 100 emiten yang melakukan penawaran umum perdana sahamnya kepada masyarakat menggunakan sistem ini dan seluruhnya memperoleh tanggapan positif dari investor, terbukti dari terjadinya *oversubscribed* di seluruh penyelenggaraan IPO menggunakan sistem e-IPO. Selain memberikan kemudahan bagi investor untuk menyampaikan minat dan pemesanan saham IPO secara online, penerapan sistem e-IPO juga mampu memberikan akses yang lebih luas bagi retail investor untuk dapat berpartisipasi dalam kegiatan IPO karena seluruh Perusahaan Efek atau Perusahaan Sekuritas dapat menjadi agen penjual sehingga seluruh investor di BEI dapat berpartisipasi dalam kegiatan IPO tanpa perlu terlebih dahulu membuka akun atau menjadi nasabah di Perusahaan Sekuritas yang bertindak sebagai penjamin emisi efek (*underwriter*). Terlebih porsi penjatahan bagi investor retail juga diperbesar melalui penerapan sistem e-IPO dan peraturan pendukungnya.

Dengan tingginya jumlah retail investor di Indonesia dan semakin meningkatnya peran retail investor tersebut dalam proses IPO, maka pendekatan *behavioral finance* dan teori perhatian investor, khususnya investor retail, mengenai emiten yang sedang melakukan proses penawaran umum dapat menjadi salah satu ukuran yang dapat digunakan dalam melakukan analisis risiko pasar dan mengukur potensi volatilitas harga saham pasca IPO. Terlebih dengan adanya kemajuan teknologi saat ini, informasi mengenai perhatian investor terhadap suatu saham IPO yang dicurahkan melalui aktivitas pencarian data di *Google Search Engine* dapat dengan mudah untuk diakses.

Adapun kebaruan dari penelitian ini dibandingkan penelitian-penelitian yang lain adalah penggunaan tingkat *Search Volume* yang diambil dari aplikasi *Keywords Everywhere* sebagai ukuran perhatian investor. Berbeda dengan *Google Search Index* yang digunakan peneliti lainnya yang merupakan suatu indeks tingkat pencarian atas kata kunci tertentu terhadap keseluruhan tingkat pencarian pada *Google Search Engine*, tingkat *Search Volume*

yang dihasilkan aplikasi *Keywords Everywhere* merupakan jumlah pasti pencarian atas kata kunci tertentu pada suatu periode (mingguan). Selain itu penelitian ini juga menguji tingkat volatilitas harga saham yang ditawarkan kepada masyarakat menggunakan sistem e-IPO. Oleh karena itu penelitian ini juga mencoba menggunakan variabel control berupa tingkat alokasi penjatahan IPO untuk investor pooling dengan tujuan untuk melihat pengaruhnya terhadap volatilitas harga saham pasca IPO.

TINJAUAN LITERATUR

Pengaruh Perhatian Investor Pada Masa Penawaran Umum Perdana (IPO) terhadap Volatilitas Harga Saham Pasca IPO

Pendekatan behavioral finance terhadap penilaian aset keuangan merujuk pada teori perhatian (attention theory) yang dikemukakan oleh Kahneman (1973), yang menyatakan bahwa perhatian masing-masing individu sangat terbatas, oleh karena itu informasi yang dapat diserap masing-masing individu juga terbatas. Hal ini bertentangan dengan teori efficient market hypothesis yang beranggapan bahwa pelaku pasar selalu bertindak secara rasional dan harga suatu aset keuangan mampu mencerminkan informasi yang ada.

Gervais, et al (2001) kemudian mengungkapkan bahwa pada kejadian aktivitas transaksi yang ekstrim terdapat informasi mengenai perubahan harga yang akan terjadi di masa yang akan datang. Adanya peningkatan aktivitas transaksi secara tiba-tiba dapat menimbulkan terjadinya shock di pasar dan mempengaruhi ketersediaan (supply) saham yang tersedia di pasar, hal ini kemudian mempengaruhi perhatian investor atas suatu saham dan mempengaruhi permintaan dan tingkat harga suatu saham di pasar.

Grullon, et al (2004) kemudian meneliti pengaruh perhatian investor yang diukur dengan kemudahan investor dalam mengenai suatu perusahaan, memiliki pengaruh terhadap harga saham perusahaan di pasar modal. Untuk mengukur tingkat perhatian investor penelitian ini menggunakan ukuran tingkat biaya iklan yang dikeluarkan suatu perusahaan. Terdapat korelasi positif antara biaya iklan yang dikeluarkan suatu perusahaan dengan valuasi harga saham di pasar modal. Hal ini dikarenakan semakin tinggi biaya iklan yang dikeluarkan perusahaan maka informasi atas suatu perusahaan dapat tersebar lebih luas, sehingga dapat menjangkau lebih banyak perhatian investor dan memunculkan efek familiaritas pada diri investor terhadap suatu saham. Oleh karena itu kemudian valuasi suatu saham dapat terjadi.

Selanjutnya Antweiler dan Frank (2004) meneliti pengaruh Yahoo! Finance and Raging Bull message board terhadap volume transaksi dan volatilitas harga atas 45 saham yang masuk ke dalam Dow Jones Industrial Average and the Dow Jones Internet Index. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa jumlah pesan yang diunggah pada Yahoo! Finance and Raging Bull message board dapat memprediksi tingkat volatilitas harga suatu saham. Hal ini dikarenakan tingginya jumlah pesan pada message board selain dapat menunjukkan tingkat perhatian investor atas suatu saham, juga dapat menunjukkan adanya perbedaan pendapat dan informasi para pelaku pasar. Hal ini kemudian yang mendorong peningkatan volume transaksi dan volatilitas pada suatu saham.

Barber dan Odean (2008) kemudian mencoba mengukur pengaruh tingkat perhatian investor, yang diukur dengan jumlah berita dan headlines mengenai suatu saham, terhadap return dan volatilitas harganya. Saham-saham yang menjadi highlight di media cenderung mengalami abnormal return dan volatilitas harga. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa investor individu cenderung membeli saham-saham yang menarik perhatian dan menjadi highlight pada berita dan headlines, karena investor individu mengalami kesulitan dalam menentukan saham mana yang layak untuk dibeli, untuk itu investor individu cenderung membeli saham yang menarik perhatian mereka.

Da, et al (2009) juga melakukan penelitian mengenai hubungan antara perhatian investor terhadap return dan volatilitas harga saham. Pada penelitian tersebut ditemukan adanya korelasi antara tingkat perhatian investor individu, yang diukur dengan frekuensi pencarian yang secara aktif dilakukan oleh investor pada platform Google Search Engine, terhadap initial return saham pada hari pertama pencatatan saham di Bursa dan performa saham secara jangka panjang. Tingginya perhatian investor terhadap suatu saham yang sedang dalam proses IPO akan menyebabkan harga saham pada hari pertama perdagangannya menghasilkan initial return yang tinggi, akan tetapi secara jangka panjang harga saham tersebut akan mengalami underperform. Penelitian ini kemudian dilanjutkan oleh Xiu (2015) yang mencoba menganalisis pengaruh Search Volume Index (SVI) terhadap volatilitas harga, akan tetapi dengan fokus penelitian pada saham-saham sektor teknologi. Hasil dari penelitian tersebut pun menunjukkan adanya korelasi positif antara SVI dengan volume transaksi dan volatilitas harga.

H1 : Perhatian investor pada masa penawaran umum saham (IPO) berpengaruh signifikan terhadap volatilitas harga saham pasca IPO dalam jangka pendek.

H2 : Perhatian investor pada masa penawaran umum saham (IPO) berpengaruh signifikan terhadap volatilitas harga saham pasca IPO dalam jangka menengah.

METODE PENELITIAN

Data dan Sampel

Jenis data yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Da, et al (2009) dan Xiu (2015) telah mencoba mengukur perhatian investor menggunakan proksi tingkat pencarian pada platform *Google Search Engine* berdasarkan kata kunci (*keywords*) yang berkaitan dengan kode, nama, dan sektor industri emiten yang sedang dalam proses penawaran umum perdana (IPO). Data tersebut tersedia pada *Google Trends* dalam bentuk *Google Search Volume Index* (SVI). Sayangnya tingkat nilai SVI berpotensi mengalami pergerakan seiring dengan perkembangan tingkat pencarian yang dilakukan para pengguna *Google Search Engine*, karena indeks yang tersedia pada *Google Trends* pada merupakan hasil perhitungan jumlah tingkat pencarian dengan kata kunci tertentu dibandingkan dengan keseluruhan jumlah pencarian pada Google Search Engine. Oleh karena itu seiring perkembangan teknologi, saat ini telah terdapat beberapa platform pihak ketiga yang menyediakan sarana untuk melakukan perhitungan secara langsung atas jumlah pencarian *keyword* atau kata kunci pencarian yang dilakukan para pengguna *Google Search Engine*. Salah satu platform tersebut adalah *Keyword*

Anywhere yang dapat menyediakan data volume pencarian kata kunci yang digunakan pengguna *Google Search Engine* pada periode tertentu (mingguan). Untuk itu penelitian ini akan mencoba menggunakan data tersebut sebagai proksi untuk mengukur perhatian investor atas saham IPO. Pengumpulan data *Search Volume* (SV) dilakukan pada aplikasi *Keyword Anywhere* dengan melakukan query kode saham dan nama emiten yang telah melakukan penawaran umum perdana saham (IPO) menggunakan mekanisme e-IPO.

- b. Data volatilitas harga harian diperoleh dari perhitungan harga penutupan harian saham yang mana data tersebut dapat diperoleh dari Bursa Efek Indonesia. Kemudian untuk menguji efek perhatian investor terhadap volatilitas harga saham IPO, maka periode observasi dilakukan dalam dua rentang waktu yaitu selama 5 hari untuk melihat pengaruh dalam jangka pendek (H+5) dan selama 20 hari untuk melihat pengaruh dalam jangka menengah (H+20).
- c. Penelitian ini juga akan menggunakan variabel kontrol berupa data dummy yang menggambarkan tingkat alokasi penjatahan saham bagi investor retail (*pooling allotment*) pada mekanisme e-IPO. Perusahaan yang akan digunakan sebagai sampel pada penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang telah melakukan penawaran umum perdana saham (IPO) menggunakan sistem e-IPO. Tujuan diterapkannya pembatasan tersebut karena penentuan harga penawaran saham ditentukan berdasarkan algoritma sistem e-IPO yang didasarkan pada inputan calon investor pada masa *bookbuilding*, sehingga secara teori dapat meminimalisasi adanya *underpricing* yang sengaja dilakukan oleh emiten dan penjamin emisi efek (*underwriter*). Selain itu distribusi saham IPO melalui sistem e-IPO lebih transparan dan didistribusikan secara merata berdasarkan pemesanan yang dilakukan oleh investor pada masa *bookbuilding* dan *offering*, oleh karena itu porsi investor retail menjadi lebih meningkat sebagaimana diatur dalam peraturan penawaran umum secara elektronik. Oleh karena itu penentuan *purposive sampling* dengan kriteria tersebut diharapkan dapat lebih tepat dalam menganalisis pendekatan *behavioural finance* yang digunakan sebagai variabel pada penelitian ini. Selain itu terdapat keterbatasan dalam penggunaan data *Search Volume* yang tersedia pada aplikasi *Keyword Anywhere*. Data yang tersedia pada *Keyword Anywhere* adalah data pencarian secara global, tanpa dapat disaring sesuai lokasi pencarian dilakukan. Oleh karena itu untuk memperoleh data *Search Volume* yang bersih dan benar-benar menggambarkan kondisi penelitian ini maka kemudian dilakukan penyaringan data untuk kode saham yang bersifat unik dan hanya digunakan di Bursa Efek Indonesia ataupun kode saham yang digunakan oleh emiten tidak terdapat padanan kata dalam Bahasa Indonesia maupun Bahasa Inggris. Kemudian untuk memberikan gambaran volatilitas harga yang cukup panjang (20 hari), maka perusahaan-perusahaan yang akan diteliti dibatasi kembali hanya untuk perusahaan yang sahamnya telah tercatat di Bursa Efek Indonesia selama 1 bulan atau lebih.

Variabel Independen

Dalam mengukur tingkat perhatian investor dipergunakan proksi jumlah *Search Volume* yang diperoleh dari penjumlahan nilai *Search Volume* atas kode saham (contoh: “MENN”) dan nama emiten (contoh: “Menn Teknologi Indonesia”). Adapun periode observasi perhatian investor ini selama 6 minggu sebelum pencatatan saham di Bursa Efek Indonesia. Kemudian dilakukan log atas nilai *Search Volume* untuk menormalisasi data.

$$ATT = \lg_{10}(SV_{Code} + SV_{Name})$$

Keterangan:

ATT = Tingkat perhatian Investor

SVCode = Jumlah Search Volume menggunakan kata kunci kode efek saham

SVName = Jumlah Search Volume menggunakan kata kunci nama emiten

Variabel Dependen

Dalam mengukur volatilitas, dipergunakan *Realized Volatility*, karena menurut Andersen et al (2001) *Realized Volatility* mampu merepresentasikan apa yang terjadi di masa lalu. Namun untuk memperhitungkan Realized Volatility terlebih dahulu dilakukan perhitungan *daily returns* dan *daily variance*.

$$r_t = \left(\frac{P_{closes,t}}{P_{close,t-1}} \right) - 1$$

$$RV = \sum_{t=1}^n r_t^2$$

Keterangan

RV = *Realized Volatility*

r_t = *daily return* saham pada periode t

r_t² = *daily variance* saham pada periode t

Variabel Kontrol

Xiu (2015) menggunakan variabel Average Trading Volume dalam penelitiannya. Sehubungan tidak tersedianya data Trading Volume pada mekanisme IPO di BEI saat ini, maka peneliti menggunakan data alokasi efek *pooling allotment* sebagai variabel kontrol penelitian ini, mengingat nilai alokasi efek *pooling* ini juga dapat menjadi ukuran jumlah lembar saham yang tersebar pada investor retail.

Tabel 1

Golongan Penawaran Umum (IPO)	Batasan Nilai Penawaran Umum (IPO)	Alokasi Efek	Data Dummy
Penawaran Umum Golongan I	IPO ≤ Rp 250 Miliar	≥ 15 % atau senilai Rp 20 Miliar	4
Penawaran Umum Golongan II	Rp 250 Miliar < IPO ≤ Rp 500 Miliar	≥ 10 % atau senilai Rp 37,5 Miliar	3
Penawaran Umum Golongan III	Rp 500 Miliar < IPO ≤ Rp 1 Triliun	≥ 7,5 % atau senilai Rp 50 Miliar	2
Penawaran Umum Golongan IV	IPO > Rp 1 Triliun	≥ 2,5 % atau senilai Rp 75 Miliar	1

Pengaruh Perhatian Investor terhadap Volatilitas Harga

Analisis regresi dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

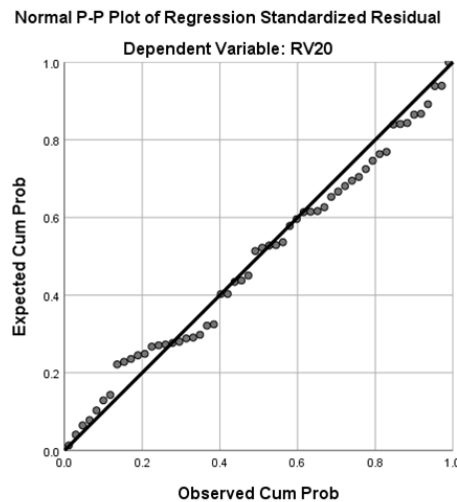
$$RV = \beta_0 + \beta_1 ATT + ALLOTMENT + \tau$$

Keterangan:

RV = Realized Volatility

ATT = Perhatian Investor

ALLOTMENT = Alokasi Efek untuk *Pooling Allotment*



Gambar 2

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Dekriptif

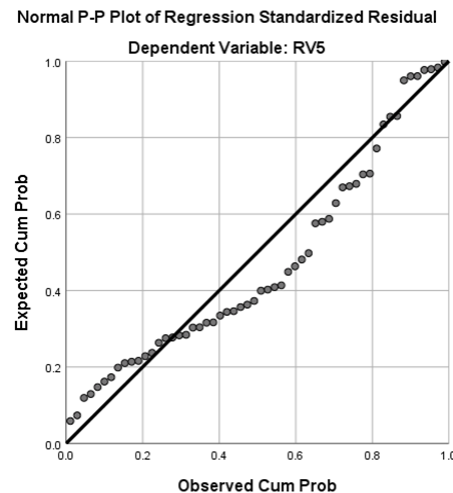
Tabel 2

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ATT	56	1.72	4.94	3.6778	0.81153
ALLOTMENT	56	1.00	4.00	3.3571	1.01674
RV5	56	0.03384	0.51505	0.1858345	0.12148033
RV20	56	0.11186	1.21958	0.4288149	0.23970789
Valid N (listwise)	56				

Berdasarkan tabel hasil di atas dapat dilihat bahwa nilai rata-rata ATT (perhatian investor) adalah sebesar 3,67 dengan standar deviasi sebesar 0,81. Sedangkan nilai rata-rata ALLOTMENT (alokasi pooling allotment) adalah sebesar 3,35 dengan standar deviasi 1,01, yang artinya mayoritas emiten yang menawarkan sahamnya melalui penawaran umum memiliki alokasi efek yang cukup besar bagi investor retail. Adapun nilai rata-rata RV5 (Realized Volatility 5 hari) sebesar 0,18 dengan standar deviasi 0,12 dan nilai rata-rata RV20 (Realized Volatility 20 hari) sebesar 0,42 dengan standar deviasi 0,23, yang artinya semakin panjang periode pengamatan maka cenderung terjadi peningkatan volatilitas.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas



Gambar 3

Pada gambar hasil uji normalitas di atas, dapat dilihat bahwa data plotting atas variabel residual model regresi mengikuti garis diagonal, maka dapat disimpulkan bahwa data yang dipergunakan dalam model regresi penelitian ini terdistribusi normal.

Uji Heterokedastisitas

Berdasarkan tabel hasil di bawah, dapat dilihat bahwa nilai signifikansi pada variabel independen ATT dan ALLOTMENT yang diuji pada residual variabel dependen RV5 maupun RV20 memiliki nilai $> 0,05$, artinya tidak terjadi heterokedastisitas pada variabel independen penelitian ini.

Tabel 4

Model	Sig.	Description	Model	Sig.	Description
(Constant)	0.287	-	(Constant)	0.294	-
ATT	0.062	Homoskedastisitas	ATT	0.103	Homoskedastisitas
ALLOTMENT	0.108	Homoskedastisitas	ALLOTMENT	0.255	Homoskedastisitas
Dependent Variable: ABS_RES5			Dependent Variable: ABS_RES20		

Uji Multikolinieritas

Tabel 5

Model	Collinearity Statistics		Description
	Tolerance	VIF	
ATT	1.000	1.000	Non Multicollinearity
ALLOTMENT	1.000	1.000	Non Multicollinearity
Dependent Variable: RV5			
Model	Collinearity Statistics		Description
	Tolerance	VIF	
ATT	1.000	1.000	Non Multicollinearity
ALLOTMENT	1.000	1.000	Non Multicollinearity
Dependent Variable: RV20			

Berdasarkan tabel hasil di atas, dapat dilihat bahwa pada variabel regresi dengan dependen variabel RV5 dan RV20 nilai toleransi > 0,1 dan nilai VIF < 10, artinya tidak terjadi multikolinieritas pada variabel regresi.

Analisis Regresi

Pengaruh Perhatian Investor Pada Masa Penawaran Umum Perdana (IPO) terhadap Volatilitas Harga Saham Pasca IPO dalam jangka pendek (H+5)

Tabel 6

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	0.186	2	0.093	7.892	.001 ^b
Residual	0.625	53	0.012		
Total	0.812	55			

a. Dependent Variable: RV5

b. Predictors: (Constant), ALLOTMENT, ATT

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
	B	Std. Error			
(Constant)	-0.142	0.084		-1.688	0.097
ATT	0.054	0.018	0.359	2.977	0.004
ALLOTMENT	0.039	0.014	0.325	2.697	0.009

a. Dependent Variable: RV5

Mengacu pada tabel di atas, tingkat volatilitas harga (RV5) saham pasca IPO dalam jangka pendek dipengaruhi secara signifikan oleh variabel perhatian investor (ATT) dan alokasi pooling allotment (ALLOTMENT) secara bersama-sama ($p < 0,01$).

Selanjutnya jika dilihat pada tabel hasil regresi 2, masing-masing variabel independent baik ATT dan ALLOTMENT memiliki nilai signifikansi < 0,05, yang artinya variabel perhatian investor (ATT) dan alokasi pooling allotment (ALLOTMENT) masing-masing juga memiliki pengaruh signifikan terhadap terhadap volatilitas harga saham pasca IPO dalam jangka pendek (H+5). Koefisien variabel perhatian investor (ATT) juga bernilai positif, yang artinya perhatian investor pada masa Penawaran Umum Perdana (IPO) berpengaruh positif signifikan terhadap volatilitas harga saham pasca IPO dalam jangka pendek.

Pengaruh Perhatian Investor Pada Masa Penawaran Umum Perdana (IPO) terhadap Volatilitas Harga Saham Pasca IPO dalam jangka menengah (H+20)

Tabel 7

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	1.167	2	0.583	15.511	.000 ^a
Residual	1.993	53	0.038		
Total	3.160	55			
a. Dependent Variable: RV20					
b. Predictors: (Constant), ALLOTMENT, ATT					

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
	B	Std. Error			
(Constant)	-0.392	0.150		-2.608	0.012
ATT	0.135	0.032	0.456	4.175	0.000
ALLOTMENT	0.097	0.026	0.412	3.779	0.000

a. Dependent Variable: RV20

Mengacu pada tabel di atas, tingkat volatilitas harga (RV20) saham pasca IPO dalam jangka pendek dipengaruhi secara signifikan oleh variabel perhatian investor (ATT) dan alokasi pooling allotment (ALLOTMENT) secara bersama-sama ($p < 0,01$).

Selanjutnya jika dilihat pada tabel hasil regresi 2, masing-masing variabel independent baik ATT dan ALLOTMENT memiliki nilai signifikansi $< 0,05$, yang artinya variabel perhatian investor (ATT) dan alokasi pooling allotment (ALLOTMENT) masing-masing juga memiliki pengaruh signifikan terhadap terhadap volatilitas harga saham pasca IPO dalam jangka pendek (H+20). Koefisien variabel perhatian investor (ATT) juga bernilai positif, yang artinya perhatian investor pada masa Penawaran Umum Perdana (IPO) berpengaruh positif signifikan terhadap volatilitas harga saham pasca IPO dalam jangka menengah.

PEMBAHASAN

Attention theory menyatakan bahwa perhatian investor atas suatu saham memiliki pengaruh terhadap penilaian aset keuangan. Hal ini didukung beberapa studi empiris yang telah membuktikan bahwa tingkat perhatian investor atas suatu saham dapat mempengaruhi imbal hasil saham dalam jangka pendek hingga menengah (Tsukioka, et al., 2018), dapat mempengaruhi permintaan atas suatu saham (Gervais, et al., 2001), dan dapat mempengaruhi volatilitas harga saham (Antweiler dan Frank, 2002).

Penelitian ini juga menghasilkan bukti empiris yang sejalan dengan teori dan studi yang ada. Berdasarkan tabel 8 dan 10, perhatian investor (ATT) memiliki pengaruh positif signifikan terhadap volatilitas harga saham dalam jangka pendek (5 hari) maupun jangka menengah (20 hari). Variabel ATT sendiri merupakan tingkat perhatian investor yang tergambar dari jumlah pencarian yang dilakukan investor pada Google Search Engine. Hal ini dapat dimungkinkan karena frekuensi search volume menunjukkan aktivitas investor, khususnya investor retail, yang secara aktif melakukan pencarian informasi atas saham IPO akan tetapi dengan alat serta teknologi terbatas (Da, et al., 2009). Berbeda dengan penelitian lain yang menggunakan variabel seperti trading volume, return, dan pemberitaan sebagai proksi perhatian investor, search volume benar-benar menggambarkan tingkat perhatian investor retail.

Investor retail sendiri memiliki karakteristik untuk melakukan pembelian saham dengan tujuan dijual kembali dalam jangka pendek hingga menengah (Barber dan Odean. 2013). Oleh karena itu tingginya perhatian investor pada masa penawaran umum perdana saham (IPO) juga menunjukkan tingkat minat investor atas saham yang sedang dalam proses penawaran umum kepada masyarakat. Minat tersebut kemudian mendorong investor retail untuk membeli saham IPO dengan harapan untuk dijual kembali dalam jangka pendek hingga menengah (Da, et al., 2009). Itulah kemudian yang mendorong adanya volatilitas harga pada 5 hari dan 20 hari setelah IPO.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini menemukan bahwa perhatian investor, yang diukur dengan proksi Google Search Volume, pada masa Penawaran Umum Perdana (IPO) berpengaruh positif signifikan terhadap volatilitas harga saham pasca IPO dalam jangka pendek (5 hari setelah pencatatan) dan jangka menengah (20 hari setelah pencatatan). Hal ini menunjukkan bahwa penelitian ini mendukung attention theory dan studi-studi empiris serupa yang telah dilakukan sebelumnya.

Implikasi dari penelitian ini adalah Google Search Volume terbukti dapat menjadi alternatif data yang dapat digunakan investor retail untuk dapat memperkirakan tingkat volatilitas harga saham pasca IPO, sehingga adanya keterbatasan data harga historis dapat diatasi.

Saran

Penelitian ini tidak melakukan pengujian volatilitas harga pada hari pencatatan atau 1 hari setelah IPO dikarenakan peneliti menemukan adanya abnormal return yang terjadi pada periode data tersebut, yang dimungkinkan masih adanya underpricing pada proses penawaran umum perdana, meskipun telah menggunakan mekanisme e-IPO, untuk itu peneliti menyarankan untuk peneliti selanjutnya dapat juga memasukkan variabel underpricing.

Penelitian ini juga memiliki keterbatasan data mengingat sampai dengan saat ini baru terdapat 56 saham yang dicatatkan menggunakan mekanisme e-IPO yang memenuhi kriteria penelitian ini. Untuk itu peneliti berharap adanya peneliti lain yang berminat untuk melanjutkan penelitian ini di masa yang akan datang dengan jumlah data yang lebih panjang.

Selain itu, karena adanya keterbatasan data trading volume yang terjadi pada masa IPO, peneliti menyarankan kepada pihak otoritas pasar modal Indonesia untuk dapat membuka akses informasi mengenai tingkat pemesanan saham-saham IPO. Dengan adanya mekanisme e-IPO informasi ini seharusnya dapat lebih mudah dikumpulkan dan disampaikan kepada masyarakat. Adanya transparansi dan kemudahan akses informasi ini dapat memberikan alternatif data baik bagi peneliti yang berminat meneliti pengaruh perhatian investor lebih lanjut dan juga bagi investor retail yang membutuhkan sebanyak mungkin informasi untuk dapat melakukan pengambilan keputusan investasi yang tepat.

Economic Reviews Journal

Volume 4 Nomor 1 (2025) 159 – 173 E-ISSN 2830-6449

DOI: 10.56709/mrj.v4i1.622

DAFTAR PUSTAKA

- Andersen, T.B., Bollerslev, T., Diebold, F.X., dan Ebens, H. (2001). The distribution of realized stock return volatility. *Journal of Financial Economics* 61 (2001) 43-76.
- Antweiler, W., dan Frank, M. Z. (2004). Is All That Talk Just Noise? The Information Content of Internet Stock Message Boards. *The Journal of Finance* Volume 59, Issue 3 969-1442.
- Farrel, M., Green, T.C. Jame, R. dan Markov, S. (2022). The democratization of investment research and the informativeness of retail investor trading. *Journal of Financial Economics* 145 (2022) 616-641.
- Bajo, E., dan Raimondo, C. (2017). Media sentiment and IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance* 46 (2017) 139-153.
- Baker, M., dan Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61 (4), 1645-1680.
- Baker, M., dan Wurgler, J. (2007). Investor Sentiment in the Stock Market. *Journal of Economic Perspectives* 21 (2007) 129-151.
- Barber, B. M., Odean, T., dan Zhu, N. (2009). Do Retail Trades Move Markets?. *The Review of Financial Studies*/v 22 n 1 2009.
- Da, Z., Engelbergz, J, dan Gao, P. (2009). The Sum of All FEARS: Investor Sentiment and Asset Prices.
- Da, Z., Engelbergz, J., dan Gao, P. (2009). In Search for Attentions.
- Fei, Q. (2021). Noise from online discussion forums: Evidence from IPOs in China. *China Journal of Accounting Research* 14 (2021) 231-255.
- Gao, S., Meng, Q., Chan, K. C. (2016). IPO pricing: Do institutional and retail investor sentiments differ?. *Economics Letters* 148 (2016) 115-117.
- Gervais, S., Kaniel, R., dan Mingelgrin, D.H. (2001). The high-volume return premium. *Journal of Finance* 56, 877—919.
- Gong, X., Zhang, W., Wang, J., dan Wang, C. (2022). Investor sentiment and stock volatility: New evidence. *International Review of Financial Analysis* 80 (2022) 102028.
- Grullon, G., Kanatas, G., dan Weston, J. P. (2004). Advertising, Breath of Ownership, and Liquidity, *Review of Financial Studies* 17, 439-461.
- Hull, John C. (2018). *Risk Management and Financial Institutions*. John Wiley & Sons, Inc. Fifth Edition.
- Kahneman, D. (1973). *Attention and Effort*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Ljungqvist, A. (2007). IPO Underpricing: A Survey. *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* Volume 1.
- Mumtaz, M. Z., Smith, Z. A., Ahmed, A. M. (2016). An examination of short-run performance of IPOs using Extreme Bounds Analysis. *Estudios de Economía*, Vol. 43.
- Reboredo, J. C., dan Ugolini, A. (2018). The impact of Twitter sentiment on renewable energy stocks. *Energy Economics* 76 (2018) 153-169.
- Rui, X. (2015). Google Search Volume Index: Predicting Returns, Volatility, and Trading Volume of Tech Stocks.

Economic Reviews Journal

Volume 4 Nomor 1 (2025) 159 – 173 E-ISSN 2830-6449

DOI: 10.56709/mrj.v4i1.622

Tsukioka, Y., Yanagi, J., dan Takada, T. (2018). Investor sentiment extracted from internet stock message boards and IPO puzzles. *International Review of Economics and Finance* 56 (2018) 205–217.

Wanidwaranan, P., dan Padungsaksawasdi, C. Unintentional herd behavior via the Google search volume index in international equity markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 77 (2022) 101503.