

MOTIF GO PUBLIC, HERDING, UKURAN PERUSAHAAN, DAN UNDERPRICING PADA PASAR MODAL INDONESIA

Fitri Ismiyanti dan Rohmad Fuad Armansyah*

Universitas Airlangga

Abstract

Underpricing become a phenomenon which often occurs by companies during Initial Public Offering in every country in the world, which offering price lower than closing price on the first day trading on the stock exchange. According to Rock (1982), asymmetry information of an IPO company leads to underpricing phenomena, where the information according to the company are not evenly distributed among investors. This asymmetry information emerging distribution of uncertainty among investors that leads to underpricing. The objective of this research is to test the influence of motive of company going public, herding in stock market, and size of the company to the degree of underpricing using sample of 257 companies listed during year 1990 to June 2009 on the Indonesian Stock Exchange. Sample is taken by using purposive sampling with criteria as underpriced stocks and the stocks are not delisting overall from stock exchange. Data are analyzed using multiple regressions and path analysis to test the relation between motive of company going public, herding, and size of the company to the degree of underpricing. Pursuant to the analysis, motive of company going public and herding have positively influence on the degree of underpricing but statistically not significant. Size of the company which measure using total asset have negatively influence on the degree of underpricing and statistically significant on the first day trading on the stock exchange.

Key Words: *motive for going public, herding, total asset, underpricing.*

PENDAHULUAN

IPO (*Initial Public Offerings*) atau lebih dikenal dengan penawaran saham perdana menjadi salah satu alternatif pembiayaan bagi perusahaan, dengan *go public* perusahaan akan mendapatkan sejumlah dana untuk keperluan perusahaan, akan tetapi permasalahan muncul ketika perusahaan akan *go public*. Permasalahan yang seringkali muncul pada saat perusahaan *go public* adalah saham mengalami *underpricing* ketika diperdagangkan di pasar sekunder. Terjadinya *underpricing* akan menyebabkan kehilangan kemakmuran

(*wealth loss*) bagi pemilik perusahaan (Habib dan Ljungqvist, 2000) dan pemilik perusahaan tentunya menginginkan agar dapat meminimalisasi atau bahkan menghilangkan *underpricing*. Apabila terjadi *underpricing*, dana yang diperoleh perusahaan dari *go public* tidak maksimal.

Sebaliknya, bila terjadi *overpricing*, maka investor akan merugi karena mereka tidak menerima *initial return*. *Initial return* (IR) adalah keuntungan yang diperoleh pemegang saham saat IPO dengan menjualnya pada hari pertama perdagangan pada pasar sekunder atau bursa. Kondisi dilematis seperti inilah yang seringkali membuat *underwriter* melakukan kecurangan dalam proses *underwriting* seperti adanya praktek *spinning*, *flipped out* ataupun *laddering* (Pettway, 2004; Sanz, 2005). Perkembangan pasar IPO di Indonesia masih mengkhawatirkan, hal ini terlihat dari perkembangan IPO sejak tahun 1990 hingga juni 2009 yang masih terus mengalami *underpricing* ketika saham diperdagangkan pertama kali pada pasar sekunder. Tercatat 341 perusahaan melakukan IPO pada tahun 1990 sampai dengan Juni 2009, dari data 314 yang kami peroleh, sebanyak 314 perusahaan yang melakukan IPO pada kurun waktu tersebut, 257 saham perusahaan diantaranya mengalami *underpricing* dan 57 saham perusahaan lainnya mengalami *fair* ataupun *overpricing*, atau dapat dikatakan 81,04% perusahaan yang *go public* sejak tahun 1990 hingga Juni 2009 mengalami *underpricing* dengan rata-rata *underpricing* per tahun mencapai 28,89% ketika diperdagangkan pertama kali di pasar sekunder (Tabel 1.1).

Tabel 1.1

Perkembangan IPO tahun 1990 – Juni 2009 di Indonesia

Tahun	Jumlah IPO	IPO Underpriced	%	Rata-rata Underpriced/tahun
1990	35	27	77.14%	14.29%
1991	11	8	72.73%	4.46%
1992	12	10	83.33%	9.01%
1993	13	12	92.31%	31.23%
1994	36	25	69.44%	8.16%
1995	16	11	68.75%	12.26%
1996	10	9	90.00%	12.17%
1997	24	20	83.33%	16.70%
1998	5	3	60.00%	43.18%
1999	6	6	100.00%	54.40%
2000	19	17	89.47%	62.22%
2001	31	27	87.10%	96.06%
2002	17	13	76.47%	35.25%
2003	5	4	60.00%	20.78%
2004	12	10	83.33%	21.93%
2005	8	7	87.50%	17.13%
2006	12	12	100.00%	37.28%
2007	22	20	90.91%	41.16%
2008	17	14	82.35%	33.92%

Juni 2009	3	2	66.67%	6.11%
	314	257	81.04%	28.89%

Sumber: www.e-bursa.com, data diolah.

Saham yang mengalami *underpricing* tertinggi adalah saham perusahaan Ryane Adibusana Tbk yang mengalami *underpricing* hingga 480% pada IPO tahun 2001 (Lampiran 1). Perusahaan yang bergerak di bidang tekstil dan garmen ini mengalami lonjakan hampir 5 kali dari harga penawaran saham dari 100 per lembar saham menjadi 580 ketika ditutup pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder. Dapat dibayangkan bahwa perusahaan telah kehilangan kurang lebih 480 per lembar saham yang beredar dimana jumlah ini seharusnya dapat digunakan untuk pembiayaan yang dibutuhkan perusahaan.

Fenomena *underpricing* tidak dapat lepas dari motif atau alasan perusahaan melakukan *go public* karena tujuan perusahaan *go public* digunakan oleh investor sebagai sinyal yang mampu menimbulkan asimetri informasi terhadap rencana perusahaan dan perilaku pemilik perusahaan yang berinvestasi pada perusahaan sendiri akan memunculkan anggapan bahwa perusahaan memiliki prospek (Leland dan Pyle, 1977). Setiap perusahaan mempunyai alasan tersendiri untuk *go public*, Kim et al., (1993) berpendapat bahwa perusahaan memutuskan *go public* karena pendiri perusahaan ingin mendiversifikasi saham yang dimiliki atau perusahaan menggunakan dana dari IPO sebagai langkah terakhir untuk pembiayaan perusahaan.

Pagano et al., (1998) berpendapat bahwa beberapa alasan perusahaan melakukan *go public* adalah untuk mengatasi kendala pinjaman, mempunyai *bargaining* yang lebih besar dengan bank, diversifikasi risiko, fungsi *monitoring*, pengakuan investor, dan perubahan kontrol perusahaan. Perbedaan peraturan pada setiap negara juga menjadi salah satu faktor pendorong perusahaan melakukan IPO, pemerintah Korea misalnya seringkali memaksa perusahaan untuk *go public* (Kim et al., 1993). Kondisi ekonomi yang semakin membaik seperti naiknya harga-harga saham juga akan mendorong meningkatnya perusahaan yang melakukan IPO (Pettway, 2004), seperti yang terjadi juga pada pasar IPO Indonesia antara tahun 1999 hingga 2001 yang mengalami peningkatan dari 6 perusahaan yang melakukan IPO di tahun 1999 hingga menjadi 31 perusahaan di tahun 2001, akan tetapi peningkatan ini juga diimbangi dengan adanya rata-rata *underpricing* tahunan yang cukup tinggi yaitu mencapai 96,06% di tahun 2001 (Tabel 1.1).

Berbeda dengan perusahaan di Italia yang melakukan IPO bukan untuk mendanai investasi dan pertumbuhan pada masa mendatang, melainkan untuk *rebalance* modalnya setelah

melakukan investasi yang besar, segala macam alasan dan alternatif sumber pembiayaan ini kembali lagi tergantung pada karakteristik perusahaan dan konsekuensi dari keputusan *go public* (Pagano et al., 1998) dan pada akhirnya diharapkan dapat meningkatkan posisi keuangan perusahaan di samping untuk memperkuat struktur permodalan yang dimiliki.

Berbagai alasan terkait dengan motif perusahaan melakukan *go public* ini menimbulkan adanya perbedaan anggapan dari investor baik anggapan tersebut bersifat positif maupun negatif dalam merespon harga IPO di pasar sekunder sehingga kekuatan dalam memperoleh informasi sangat berperan dalam hal ini seperti penelitian mengenai *underpricing* yang dilakukan oleh Rock (1986) yang dikenal sebagai *Winner's Curse* yang menekankan adanya asimetri informasi di antara investor potensial. Menurut pandangan ini, beberapa investor (*informed investor*) mempunyai informasi yang cukup besar sehingga mengetahui nilai sesungguhnya dari saham yang akan dikeluarkan. Investor lainnya (*uninformed investor*) tidak mengetahui atau sedikit informasi yang diperoleh karena sangat sulit atau mahal untuk mendapatkan informasi tersebut.

Underwriter (sekaligus *issuer*) diasumsikan tidak mengetahui dengan pasti nilai saham tersebut sehingga melakukan kesalahan acak (*random error*) dalam penetapan harga, beberapa saham ditetapkan *overvalued* dan lainnya *undervalued*. Investor yang mempunyai informasi cukup akan membeli saham yang *undervalued* dan menghindari saham yang *overvalued*. Akibatnya, investor yang tidak punya informasi sulit mendapatkan saham *undervalued*, karenanya akan mendapatkan *return* yang lebih kecil. Kondisi lain yang mampu memunculkan asimetri informasi adalah informasi yang terdapat dalam prospektus salah satunya adalah *total asset* perusahaan.

Asset perusahaan yang besar akan membuat perusahaan lebih stabil dibandingkan perusahaan kecil, sesuai dengan pendapat Firth dan Smith (1992), yang menjelaskan alasan mengapa perusahaan-perusahaan besar mempunyai kondisi yang lebih baik adalah karena memiliki kontrol yang lebih baik terhadap kondisi pasar, kurang rentan terhadap fluktuasi ekonomi, sehingga mampu menghadapi persaingan ekonomi. Sisi lain mungkin berpendapat bahwa asset yang besar bukan segala-galanya, tetapi bagaimana komposisi asset tersebut dibentuk. Asset besar tetapi komposisi utang lebih banyak juga akan menyulitkan perusahaan nantinya. Salah satu kondisi seperti inilah yang membuat investor sangat berhati-hati dalam berinvestasi, dan berlomba-lomba untuk menjadi *informed investor* atau paling tidak merasa menjadi *informed investor* sehingga akan memiliki nyali lebih dalam keputusan investasinya.

Kondisi antara *informed* dan *uninformed investor* seperti ini seringkali membuat investor yang ragu-ragu atau tidak yakin dalam mengambil keputusan investasinya, sehingga kemudian meniru (*imitate*) keputusan investasi dari investor lain, hal ini disebut dengan *herding* pada pasar modal seperti yang terjadi di pasar modal Argentina pada masa krisis finansial Argentina tahun 2000–2006 (Gavriliadis et al., 2006), Amerika Serikat, Hong Kong, Jepang, Korea Selatan, Taiwan (Chang et al., 1999), dan *herding* pada saat krisis finansial asia tahun 1997-1998 pada pasar modal Indonesia (Bonser-Neal et al., (2002), Bowe dan Domuta (2004), dan Agarwal et al., (2005)). *Herding* juga dapat ditemui pada pasar IPO seperti dalam penelitian Sanz (2005) yang menemukan bahwa *retail investor* di Spanyol cenderung mengikuti keputusan investasi dari investor institusional dalam penentuan harga penawaran saham, sehingga pada saat setelah IPO, harga saham cenderung mengalami *underpricing* yang tinggi daripada harga saham SEO.

Kondisi *herding* yang cukup tinggi oleh pelaku pasar dapat menimbulkan volatilitas pasar memburuk bahkan akan membuat pasar menjadi tidak stabil (Bikhchandani dan Sharma, 2001) seperti yang terjadi pada pasar modal Indonesia ketika krisis global tahun 2008 terjadi tepatnya pada tanggal 28 Oktober 2008 dimana tingginya volume perdagangan yang mencapai 6.584.286.838 dengan nilai perdagangan mencapai Rp 13.661.116.207.705 untuk aktifitas jual (beli) oleh investor asing membuat Indeks Harga Saham Gabungan turun 55,02 poin menjadi 1.111,390 (Tabel 1.2).

Tabel 1.2
Perdagangan Harian untuk Oktober 2008 Berdasarkan Jenis

Date	Foreign Inv. Sell - Foreign Inv. Buy			Foreign Inv. Sell - Domestic Inv. Buy		
	Volume	Value (Rp)	Freq. (x)	Volume	Value (Rp)	Freq. (x)
06-Oct	1,155,007,500	938,517,716,500	1,393	594,575,000	836,877,836,000	9,707
07-Oct	265,120,742	697,385,897,550	935	382,933,669	289,511,215,255	6,376
08-Oct	77,989,500	94,803,846,500	284	59,171,000	118,702,649,000	2,375
13-Oct	8,249,796,638	4,359,909,377,491	1,338	475,582,500	746,811,928,000	10,712
14-Oct	256,004,606	562,267,806,800	686	305,815,000	494,044,102,500	6,095
15-Oct	102,528,751	366,177,349,503	968	149,674,083	421,935,310,000	6,329
16-Oct	128,577,700	438,596,649,000	787	182,361,500	363,678,350,500	4,935
17-Oct	3,103,441,500	1,604,379,093,500	536	234,479,500	369,195,269,000	6,181
20-Oct	877,822,276	594,030,421,500	735	144,200,082	220,017,804,450	4,461
21-Oct	45,198,900	153,360,145,000	811	200,463,500	227,057,921,000	4,337
22-Oct	117,692,500	276,892,981,500	648	166,426,500	361,079,568,000	5,874
23-Oct	97,893,057	295,591,546,085	651	305,759,000	367,464,149,500	6,191
24-Oct	73,789,863	205,531,158,700	477	244,140,000	404,028,270,500	5,165
27-Oct	393,025,380	338,834,088,500	271	337,768,000	250,501,058,500	2,432
28-Oct	6,584,286,838	13,661,116,207,705	604	481,012,500	610,388,656,500	8,473
29-Oct	156,348,938	208,758,753,760	908	432,536,441	300,004,521,748	5,594
30-Oct	506,703,960	449,374,917,895	654	565,577,111	382,911,440,100	6,389
31-Oct	147,417,000	203,588,713,000	704	673,368,000	351,347,150,000	4,962
Total	22,338,645,649	25,449,116,670,489	13,390	5,935,843,386	7,115,557,200,553	106,588

Sumber: IDX Statistik Bulan Oktober 2008

Date	Domestic Inv. Sell - Foreign Inv. Buy			Domestic Inv. Sell - Domestic Inv. Buy		
	Volume	Value (Rp)	Freq. (x)	Volume	Value (Rp)	Freq. (x)
06-Oct	424,707,500	718,917,169,500	5,459	2,320,101,957	2,091,851,390,605	47,855
07-Oct	500,451,500	534,207,852,500	4,139	2,106,064,781	1,709,631,810,087	53,572
08-Oct	143,358,000	165,015,758,000	1,466	816,678,943	609,882,211,900	23,022
13-Oct	298,050,500	465,039,296,000	4,855	2,002,968,104	1,925,638,935,989	56,086
14-Oct	159,733,555	241,267,980,200	2,564	1,701,601,789	1,064,976,241,297	37,408
15-Oct	151,666,000	313,119,527,000	4,187	1,459,761,058	1,617,263,982,564	54,122
16-Oct	139,790,500	217,735,173,500	2,737	869,806,921	929,459,299,961	28,521
17-Oct	347,105,000	348,494,463,500	2,659	4,196,910,457	1,400,753,595,570	29,908
20-Oct	167,216,000	272,884,766,500	4,747	3,242,251,402	1,770,637,099,752	36,976
21-Oct	155,604,000	318,733,379,500	4,932	2,780,628,216	1,105,014,377,063	45,031
22-Oct	100,389,000	146,011,971,500	2,015	1,130,122,833	778,253,062,150	27,327
23-Oct	62,650,500	91,305,487,500	1,490	849,562,275	722,526,305,230	25,134
24-Oct	94,754,500	100,803,271,500	1,726	1,961,355,271	800,711,010,150	24,429
27-Oct	49,146,000	67,308,278,500	1,141	730,990,676	502,582,504,691	14,473
28-Oct	1,896,357,277	2,204,676,862,597	1,535	1,472,963,083	1,243,835,242,975	43,565
29-Oct	198,958,500	208,636,056,500	4,180	1,548,624,504	963,627,218,420	38,718
30-Oct	160,573,000	279,533,939,500	4,970	3,083,484,771	1,071,146,271,771	42,031
31-Oct	2,862,420,027	4,561,935,532,682	7,528	2,581,809,370	1,563,912,809,032	58,394
Total	7,912,931,359	11,255,626,766,479	62,330	34,855,686,411	21,871,703,369,207	686,572

Sumber: IDX Statistik Bulan Oktober 2008

Tabel 1.3

Jakarta Composite Index, LQ45, JII, dan Main Board Index Harian

Date	JCI	LQ45	JII	Main Board
6-Oct	1,648.739	326.970	249.333	453.857
7-Oct	1,619.721	322.497	248.584	445.025
8-Oct	1,451.669	284.236	223.019	395.567
13-Oct	1,461.873	287.301	227.523	398.705

14-Oct	1,555.967	310.232	244.272	427.316
15-Oct	1,520.407	301.815	238.972	416.966
16-Oct	1,463.251	286.719	228.175	399.555
17-Oct	1,399.424	269.403	216.728	380.225
20-Oct	1,426.938	276.798	224.603	389.073
21-Oct	1,440.149	280.866	226.863	393.615
22-Oct	1,379.743	265.795	215.871	375.659
23-Oct	1,337.204	255.476	210.464	362.992
24-Oct	1,244.864	234.533	193.951	334.796
27-Oct	1,166.409	217.824	180.075	311.169
28-Oct	1,111.390	206.675	172.710	294.347
29-Oct	1,113.624	208.513	173.687	295.509
30-Oct	1,173.863	222.765	183.279	313.992
31-Oct	1,256.704	241.352	193.683	339.358

Sumber: IDX Statistik Bulan Oktober 2008

Penelitian ini mencoba untuk mengangkat dan mengaplikasikan berbagai konsep mengenai IPO yang telah ada sebelumnya dengan melakukan pengembangan alternatif pada perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia tahun 1990 sampai dengan Juni 2009. Fokus penelitian adalah motif perusahaan melakukan IPO, fenomena *herding*, dan informasi mengenai *total asset* perusahaan terhadap fenomena *underpricing* yang terjadi ketika saham diperdagangkan pertama kali pada pasar sekunder dimana fokus penelitian mengenai *herding* terkait dengan saham yang *underepricing* ini belum pernah dilakukan di Indonesia. Motif perusahaan melakukan IPO terhadap saham *underpricing* yang sebelumnya diteliti oleh Kim *et al.*, (1993) pada pasar modal Korea, dicoba untuk diterapkan sesuai dengan kondisi yang ada pada pasar modal Indonesia. Penelitian mengenai *total asset* telah banyak dilakukan akan tetapi dalam penelitian ini mencoba mengetahui perilaku *herding* terkait dengan informasi mengenai *total asset* perusahaan dan *underpricing* yang terjadi.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh dari motif perusahaan melakukan *go public*, adanya *herding* di pasar saham, dan ukuran perusahaan terhadap tingkat *underpricing* dengan menggunakan sampel 257 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1990-Juni 2009 di Bursa Efek Indonesia.

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Motif *Go Public*

Keputusan untuk *go public* adalah salah satu keputusan yang terpenting dalam siklus perusahaan. Dalam kondisi tertentu perusahaan akan lebih memilih untuk *go public*.

Beberapa alasan yang mendasar mengenai keinginan untuk *go public* adalah keinginan untuk meningkatkan modal perusahaan dan untuk merubah kesejahteraan pemilik menjadi bentuk yang lebih likuid yaitu dalam bentuk saham. Beberapa alasan non keuangan seperti meningkatkan publisitas perusahaan hanya memiliki peran kecil pada IPO.

Beberapa penelitian menunjukkan bahwa motif perusahaan untuk *go public* terkait dengan sumber pembiayaan alternatif untuk program investasi perusahaan (Kim *et al.*, 1993) dan beberapa perusahaan yang lain *go public* karena terkendala hutang, *bargaining* yang lebih besar dengan bank, diversifikasi risiko, *monitoring*, pengakuan investor, dan perubahan kontrol perusahaan (Pagano *et al.*, 1998), sementara beberapa perusahaan yang lain melakukan IPO dengan tujuan akuisisi (Shivdasani *et al.*, 2008). Penelitian Shivdasani *et al.*, (2008) yang menggunakan sampel perusahaan Amerika yang *go public* dari tahun 1994 hingga 2004 menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan dana yang diperoleh dari IPO untuk tujuan akuisisi daripada untuk tujuan R&D ataupun *capital expenditure* meskipun biaya rata-rata untuk akuisisi lebih besar daripada yang dikeluarkan untuk R&D ditambah dengan *capital expenditure*.

Peraturan pemerintah juga terkadang mengharuskan perusahaan *go public*, seperti yang terjadi di Korea dimana pemerintah dapat memaksa perusahaan untuk *go public* (Kim *et al.*, 1993). Beberapa perusahaan di Italia melakukan *go public* dengan tujuan untuk *rebalance* modalnya setelah melakukan investasi yang besar dan aktivitas IPO akan diikuti oleh pertumbuhan investasi dan perkembangan perusahaan (Pagano *et al.*, 1998). Kondisi ekonomi yang semakin membaik juga akan mendorong perusahaan untuk *go public* (Pettway, 2004).

Kondisi lain yang mendorong perusahaan untuk *go public* adalah siklus perusahaan (*Life Cycle Theory*) dimana apabila perusahaan berada pada kondisi industri yang mencapai titik jenuh, perusahaan harus menyiapkan langkah-langkah agar dapat bertahan dalam industri, langkah-langkah tersebut dapat berupa ekspansi usaha melalui *joint venture* atau *partnering*, merger dan akuisisi. Disamping itu harga penawaran saham yang tinggi dapat menarik kompetisi produk dalam pasar (Maksimovic dan Pichler, 2001). Bagaimanapun juga, menjadi perusahaan publik akan menambah nilai perusahaan, sehingga akan menambah keyakinan investor pada perusahaan, pelanggan, kreditur, dan supplier.

Motivasi perusahaan untuk *go public* berbeda pada tiap negara, bergantung pada kondisi ekonomi, perbedaan institusi, perkembangan pasar modal, dan peraturan yang berlaku

pada suatu negara. Seperti halnya perkembangan pasar IPO di Indonesia lebih dipengaruhi oleh kondisi ekonomi dan kebijakan pemerintah. Perusahaan-perusahaan yang ada lebih memilih untuk mendapatkan modal melalui *go public* daripada menggunakan utang karena tingkat bunga dan kondisi ekonomi yang sukar diprediksi. Terkadang perusahaan melakukan penundaan untuk *go public* karena kondisi ekonomi (*Market-Timing Theories*). Penelitian Lucas dan McDonald (1990) mengenai asimetri informasi menunjukkan bahwa perusahaan di Amerika lebih memilih untuk menunda penerbitan ekuitas jika ekuitas yang mereka miliki *undervalued*. Jika kondisi pasar *bearish* membuat nilai perusahaan menjadi terlalu rendah, pemilik perusahaan akan menunda IPO hingga kondisi pasar *bullish*.

Berbagai alasan terkait dengan motif perusahaan melakukan *go public* ini menimbulkan adanya perbedaan anggapan dari investor baik anggapan tersebut bersifat positif maupun negatif dalam merespon harga IPO di pasar sekunder sehingga kekuatan dalam memperoleh informasi sangat berperan. Motif IPO ini digunakan sebagai sinyal oleh investor mengenai prospek perusahaan kedepan. Adanya rencana investasi perusahaan dapat menjadi sinyal positif bagi investor karena investasi khususnya terkait dengan rencana ekspansi perusahaan memberikan kesan perusahaan bagus dan berkembang, sehingga investor pada pasar sekunder akan memburu saham tersebut, adanya permintaan yang sangat tinggi akan mendorong harga saham meningkat hingga pada akhirnya saham mengalami *underpricing*. Seperti yang terlihat pada penelitian Kim *et al.*, (1993) yang melakukan penelitian mengenai *underpricing* dengan menggunakan proksi motif dari perusahaan-perusahaan Korea melakukan IPO menemukan bahwa perusahaan yang melakukan IPO dengan tujuan untuk mendapatkan sumber pembiayaan baru cenderung mengalami *underpricing* yang lebih tinggi daripada yang bertujuan mendiversifikasi portofolio kepemilikan dan perusahaan yang dipaksa untuk *go public* cenderung tidak *underpriced*.

Herding Pada Pasar Modal

Herding merupakan perilaku yang terjadi karena adanya suatu interaksi antara dua individu atau lebih. *Herding* dapat didefinisikan sebagai pola perilaku yang terkait antar individu (Devenow dan Welch, 1996). Banerjee (1992) mendefinisikan *herding* sebagai setiap orang melakukan apa yang orang lain lakukan. *Herding* dapat ditimbulkan oleh pemikiran individual, perasaan dan tindakan yang dipengaruhi oleh individu lain melalui kondisi tertentu seperti melalui ucapan, observasi tindakan, atau melalui observasi dari konsekuensi tindakan seperti imbal hasil yang diperoleh atau harga pasar (Hirshleifer dan Teoh, 2001).

Sebagai contoh yang terjadi pada pasar modal, terkadang kita dibingungkan untuk memilih manakah yang terbaik dari dua alternatif investasi dalam sekuritas (katakanlah saham A dan B). Pilihan ini tidak akan menjadi masalah ketika kita mengetahui dengan tepat potensi yang dimiliki masing-masing saham tersebut, tetapi apa yang terjadi jika dua saham ini belum kita kenal dengan baik.

Herding pada pasar modal adalah fenomena yang terjadi di pasar modal dimana investor atau sekumpulan investor cenderung berperilaku mengikuti investor lain. Menurut Brunnermeier (2001: 147) perilaku *herding* diasosiasikan dengan orang-orang yang dengan cara buta (*blindly*) mengikuti keputusan orang lain. Lakonishok et al., (1992) mendefinisikan *herding* pada pasar modal sebagai kecenderungan dari sekelompok *money managers* untuk membeli (menjual) khususnya saham pada saat yang bersamaan, relatif terhadap apa yang dapat diharapkan jika *money managers* tersebut berdagang sendiri. *Herding* terkait dengan korelasi antara pola *trading* dari sekelompok *traders* dan kecenderungan untuk membeli dan menjual sekumpulan saham yang sama. Menurut Bikhchandani dan Sharma (2001), *herding* terbagi menjadi tiga jenis yaitu *Information-Based Herding*, *Reputation-Based Herding*, dan *Compensation-Based Herding*.

Kondisi ekonomi seringkali juga mampu menciptakan fenomena *herding* seperti dalam penelitian Graviillidis et al., (2006) yang menggunakan proksi *risk return* dan analisis beta saham untuk menemukan adanya *herding* pada *Buenos Aires stock exchange* selama dan setelah masa krisis finansial tahun 2000-2006 di Argentina. Hasil penelitiannya menunjukkan adanya indikasi *herding* yang sangat tinggi, dan semakin terlihat setelah dibedakan antara masa krisis (2000-2002) dan setelah krisis (2003-2006), hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa indikasi *herding* sangat tinggi ketika ketidakpastian tinggi sehingga investor ragu-ragu atau takut untuk berinvestasi pada saat krisis finansial di Argentina. *Herding* juga dapat ditemui pada saat IPO dalam penelitian Sanz (2005) yang menggunakan proksi alokasi permintaan investor pada saat proses *hybrid book building* IPO dan menemukan adanya indikasi *herding* pada IPO dan *SEO market* di Spanyol. *Retail investor* di Spanyol cenderung mengikuti keputusan investasi dari investor institusional dalam penentuan harga penawaran saham, sehingga pada saat setelah IPO, harga saham cenderung mengalami *underpricing* yang tinggi daripada harga saham saat SEO.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menjadi penting ketika perusahaan melakukan *go public*. Besar kecilnya ukuran perusahaan dapat menjadi gambaran prospek perusahaan kedepan. Ukuran perusahaan dilihat dari *total asset* perusahaan mampu memberikan sinyal bahwa perusahaan memiliki asset yang besar akan memiliki prospek yang baik.

Total asset atau disebut juga aktiva merupakan sumber-sumber ekonomis yang dimiliki oleh perusahaan dan masih memberikan manfaat di masa yang akan datang (Sugiri dan Riyono, 2001). Aktiva sendiri terdiri dari aktiva lancar, aktiva tetap, investasi, dan aktiva lain-lain.

Beberapa penelitian yang meneliti kaitan ukuran perusahaan dengan *initial return* dengan menggunakan proksi *total asset* adalah penelitian yang dilakukan oleh Guinness (1992) yang melakukan penelitian terhadap reputasi penjamin emisi, reputasi auditor, nilai kapitalisasi, *total asset*, standar deviasi *return* dan standar deviasi *Hang Seng Index* terhadap *initial return* menemukan ada pengaruh positif standar deviasi *return* dan standar deviasi *Hang Seng Index* terhadap *initial return*, sedangkan reputasi penjamin emisi, reputasi auditor, nilai kapitalisasi, dan *total asset* tidak berpengaruh terhadap *return* awal. Penelitian lain yang juga mendukung hasil penelitian dari Guinness (1992) adalah penelitian yang dilakukan oleh Yasa (2002). Penelitian Yasa (2002) bertujuan untuk meneliti faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *underpricing* saham dari perusahaan-perusahaan yang melakukan *go public* di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1990–2001 dengan menggunakan 9 variabel independen yaitu, reputasi auditor, reputasi *underwriter*, umur perusahaan, persentase saham yang ditawarkan pada public, profitabilitas perusahaan (ROA), *financial leverage*, *solvability ratio*, ukuran perusahaan, dan kepemilikan pemerintah. Hasil dari penelitian ini menyimpulkan bahwa tingkat *underpricing* pada perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia dipengaruhi oleh reputasi *underwriter* yang menjamainya dan tingkat ROA, sedangkan analisis terhadap reputasi auditor, umur perusahaan, persentase saham yang ditawarkan pada publik, *financial leverage*, *solvability ratio*, ukuran perusahaan, dan kepemilikan pemerintah tidak mempunyai hubungan secara signifikan dengan tingkat *underpricing*.

Underpricing

Underpricing merupakan fenomena yang terjadi ketika harga saham pada saat penawaran lebih rendah daripada harga yang terbentuk ketika saham pertama kali diperdagangkan pada pasar sekunder. Menurut para ahli pengertian *underpricing* adalah adanya loncatan harga pada saat saham diperdagangkan di bursa atau pasar sekunder (Bodie, Kane, dan Marcus, 2003: 67). Apabila *underpricing* terjadi, maka investor berkesempatan memperoleh

abnormal return berupa *initial return* positif. Menurut Husnan (2003: 274) *abnormal return* adalah selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya dengan tingkat keuntungan yang diharapkan.

Melalui pasar sekunder para investor berusaha untuk mendapatkan tingkat keuntungan yang lebih besar dari tingkat keuntungan yang diharapkan dengan terlebih dahulu mempertimbangkan faktor risiko yang mungkin muncul atas alternatif investasi yang dipilih.

Hipotesis

Motif atau tujuan perusahaan melakukan IPO merupakan dasar dari penggunaan dana hasil IPO. Kim *et al.*, (1993) dalam penelitiannya menemukan bahwa perusahaan memutuskan *go public* karena pendiri perusahaan ingin mendiversifikasi risiko dan perusahaan memutuskan *go public* karena memerlukan sumber pembiayaan untuk program investasinya cenderung mengalami *underpricing* daripada *go public* yang bertujuan untuk diversifikasi risiko. Pagano *et al.*, (1998) berpendapat bahwa beberapa alasan perusahaan melakukan *go public* adalah untuk mengatasi kendala pinjaman, mempunyai *bargaining* yang lebih besar dengan bank, diversifikasi risiko, *monitoring*, pengakuan investor, dan perubahan kontrol perusahaan. Motif atau tujuan perusahaan melakukan *go public* menimbulkan respon yang berbeda dari investor baik anggapan positif maupun negatif dalam merespon harga IPO di pasar sekunder sehingga kekuatan dalam memperoleh informasi sangat berperan, perbedaan anggapan ini dapat menciptakan asimetri informasi sehingga menimbulkan *underpricing* pada saat saham pertama kali diperdagangkan di bursa. Berdasarkan hal tersebut maka diajukan hipotesis sebagai berikut.

- H₁ : Motif perusahaan melakukan IPO memiliki pengaruh positif terhadap *initial return* pada saat saham diperdagangkan pertama kali di pasar sekunder.
- H₂: Motif perusahaan melakukan IPO secara tidak langsung melalui *herding* memiliki pengaruh positif terhadap *initial return* pada saat saham diperdagangkan pertama kali di pasar sekunder.

Sanz (2005) menemukan adanya indikasi *herding* pada IPO dan SEO *market* di Spanyol. *Retail investor* di Spanyol cenderung mengikuti keputusan investasi dari investor institusional dalam hal penentuan harga penawaran saham dan cenderung mengalami *underpricing* yang tinggi pada saat IPO daripada SEO. Perbedaan penerimaan informasi yang diterima

oleh investor juga dapat menyebabkan munculnya *herding* (*Information-Based Herding*). Indikasi *herding* menjadi semakin tinggi pada kondisi ekonomi yang tidak stabil (Gravillidis et al., (2006), Chang et al., (1999), Bonser-Neal et al., (2002), Bowe dan Domuta (2004), dan Agarwal et al., (2005)). Aktivitas *herding* yang sangat tinggi dapat menimbulkan volatilitas pasar memburuk bahkan akan membuat pasar menjadi tidak stabil saerta dapat memicu adanya *underpricing* pada saham.

- H₃: *Herding* mempengaruhi *initial return* pada saat saham diperdagangkan pertama kali di pasar sekunder.
- H₄: Motif perusahaan melakukan IPO dan *total asset* perusahaan berpengaruh terhadap *herding* pada saat saham diperdagangkan pertama kali di pasar sekunder.

Ukuran perusahaan menunjukkan *total asset* yang dimiliki perusahaan. Semakin besar aset perusahaan akan mengindikasikan semakin besar ukuran perusahaan tersebut. Aset perusahaan yang besar akan memberikan sinyal bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik mengenai imbal hasil investasi sehingga akan mengurangi tingkat *underpricing*. Berdasarkan hal tersebut maka diajukan hipotesis sebagai berikut.

- H₅: Terdapat hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan *initial return* pada saat saham diperdagangkan pertama kali di pasar sekunder.
- H₆: *Total asset* perusahaan secara tidak langsung melalui *herding* memiliki pengaruh negatif terhadap *initial return* pada saat saham diperdagangkan pertama kali di pasar sekunder.

METODE PENELITIAN

Definisi Operasional Variabel

Motif go public didefinisikan sebagai tujuan perusahaan melakukan *go public*. Variabel ini merupakan variabel *dummy* yang diukur dengan menggunakan persentase *capital expenditure* dari dana hasil IPO dan tujuan penggunaan dana hasil IPO perusahaan yang tercantum dalam prospektus, dimana skala 1 diberikan kepada perusahaan yang melakukan IPO dengan tujuan investasi asset dan pengembangan pada perusahaan serta persentase penggunaan dana IPO lebih dari 50%, sedangkan skala 0 diberikan pada perusahaan yang memiliki tujuan IPO lainnya serta persentase penggunaan dana IPO kurang dari 50%, pendekatan ini sama dengan pendekatan yang digunakan dalam penelitian Kim et al., (1993) hanya saja pada penelitian Kim et al., (1993) menggunakan

pendekatan logaritma *capital expenditure*. Menurut Kim et al., (1993) dana dari IPO digunakan oleh perusahaan sebagai *new capital expenditure* yang dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kapasitas produksi, disamping itu *capital expenditure* juga dapat menunjukkan komitmen perusahaan terhadap rencana ekspansi yang mungkin merefleksikan pandangan optimis pemilik terhadap perusahaan.

Herding didefinisikan sebagai perilaku investor yang cenderung meniru atau mengikuti perilaku investor lain. Menurut Brunnermeier (2001: 147) perilaku *herding* diasosiasikan sebagai orang-orang yang dengan cara buta (*blindly*) mengikuti keputusan orang lain. Lakonishok et al., (1992) mendefinisikan *herding* pada pasar modal sebagai kecenderungan dari sekelompok *money managers* untuk membeli (menjual) khususnya saham pada saat yang bersamaan, relatif terhadap apa yang dapat diharapkan jika *money managers* tersebut berdagang sendiri. *Herding* diukur dengan menggunakan model LSV yang oleh Lakonishok, Shleifer, dan Vishny (1992) dengan mengasumsikan nilai *mean* bernilai 0 (nol) berarti tidak terdapat aktifitas *herding*.

$$H_{it} = |p_{it} - E(p_{it})| - E|p_{it} - E(p_{it})| \dots\dots\dots (1)$$

Dimana p_{it} adalah proporsi dari sekelompok investor tertentu yang membeli (menjual) saham i pada hari t diantara semua investor yang melakukan perdagangan pada hari tersebut. $E(p_{it})$ adalah nilai yang diharapkan untuk p_{it} , atau proporsi yang diharapkan dari sekelompok investor yang membeli (menjual) saham i pada hari t relatif terhadap seluruh investor pada kelompok yang sama yang melakukan perdagangan pada hari tersebut. $E|p_{it} - E(p_{it})|$ adalah *adjustment factor*, merupakan nilai yang diharapkan untuk nilai absolut $(p_{it} - E(p_{it}))$, yang dihitung dengan mengasumsikan jumlah pembeli (penjual) mengikuti distribusi binomial dengan probabilitas sukses proporsi dari pembeli (penjual). Model tersebut dikembangkan pada penelitian Agarwal et al., (2005) sesuai dengan tujuan penelitian menjadi

$$H_i = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^T \sum_{j=1}^N \left\{ \left| \frac{B_{ijt}}{B_{ijt} + S_{ijt}} - \frac{B_{jt}}{B_{jt} + S_{jt}} \right| - E \left| \frac{B_{ijt}}{B_{ijt} + S_{ijt}} - \frac{B_{jt}}{B_{jt} + S_{jt}} \right| \right\}, \dots\dots\dots (2)$$

Karena pada penelitian ini mengukur *herding* pada saat saham pertama kali diperdagangkan di pasar sekunder, persamaan menjadi.

$$H_i = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \left\{ \left| \frac{B_{ij}}{B_{ij} + S_{ij}} - \frac{B_j}{B_j + S_j} \right| - E \left| \frac{B_{ij}}{B_{ij} + S_{ij}} - \frac{B_j}{B_j + S_j} \right| \right\}, \dots\dots\dots (3)$$

Persamaan berikut digunakan dalam analisis regresi berganda, karena mencari keterkaitan *herding* pada masing-masing saham dengan tingkat *underpricing*.

$$H_i = \left\{ \left| \frac{B_{ij}}{B_{ij} + S_{ij}} - \frac{B_j}{B_j + S_j} \right| - E \left| \frac{B_{ij}}{B_{ij} + S_{ij}} - \frac{B_j}{B_j + S_j} \right| \right\}, \dots\dots\dots (4)$$

Dimana B_{ij} merupakan jumlah pembeli dari investor jenis i (investor domestik atau asing), pada saham j , dan S_{ij} merupakan jumlah penjual dari investor jenis i pada saham j . B_j (S_j) merupakan jumlah dari pembeli (penjual) diantara seluruh investor domestik dan asing pada saham j .

Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan pendekatan *total asset* perusahaan ketika perusahaan melakukan IPO, untuk mencegah terjadinya bias, dalam pengukuran *total asset* menggunakan \ln .

Initial return, untuk dapat menentukan variabel ini diperlukan data harga penawaran perdana dan harga saham pada penutupan pada hari pertama saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder. Formulasi yang digunakan adalah:

$$\text{Initial return} = \frac{\text{Closing Price} - \text{Offering Price}}{\text{Offering Price}} \times 100\%$$

Data dan Sampel

Objek penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1990 sampai dengan Juni 2009. Data yang digunakan merupakan data sekunder. Data bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) 1990 – 2008 dan situs www.e-bursa.com. Data harga saham di pasar sekunder pada penutupan hari pertama dan mengenai *herding* menggunakan data permintaan beli (jual) oleh investor baik domestik maupun asing yang dimasukkan pada bursa saham melalui *brokerage firm* pada saat *listing* diperoleh dari Bursa Efek Indonesia.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan seluruh perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1990 sampai dengan Juni 2009 dengan kriteria perusahaan tidak di *de-list* dari bursa, tidak melakukan *go private*, dan perusahaan mengalami *underpricing* ketika saham diperdagangkan pertama kali pada bursa saham, dari 341 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1990 sampai dengan Juni 2009 hanya 314 perusahaan yang datanya lengkap dan 257 perusahaan mengalami *underpricing* yang selanjutnya digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini. Perusahaan yang melakukan IPO sebelum tahun 1990 tidak diambil sebagai sampel karena kesulitan untuk memperoleh data yang diperlukan.

Teknik Analisis Data

Pengujian data dilakukan dengan menggunakan analisa regresi berganda dan analisis jalur dengan menggunakan metode regresi *partial least square* untuk menguji hubungan antara tujuan perusahaan *go public*, *herding*, dan ukuran perusahaan terhadap tingkat *underpricing*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Regresi Berganda

Berdasarkan dari output tabel 4.1 dapat disimpulkan bahwa nilai R-square sebesar 0.100 berarti model regresi memiliki tingkat *goodness-fit* yang kurang baik atau dapat dikatakan variabilitas *initial return* yang dapat dijelaskan oleh ketiga variabel dalam model yaitu motif, *herding*, dan *total asset* sebesar 10%, sedangkan 90% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam model ini.

Tabel 4.1

Nilai R-Square

	R-square
Initial return	0.100
Motif	
Herding	
Total asset	

Tabel 4.2

Inner Weights (Path Coefficients) Regresi Berganda

	original sample estimate	mean of subsamples	standard deviation	T-Statistic
motif => initial return	0.019	0.016	0.087	0.223

herding => initial return	0.178	0.203	0.143	1.245
total asset => initial return	-0.157	-0.155	0.076	2.056
T-Table = 1.96				

Sumber: Lampiran 3, diolah.

Besarnya nilai t statistik dari motif ke *initial return* sebesar 0.223, *herding* ke *initial return* 1.245, serta dari *total asset* ke *initial return* sebesar 2.056 dan hanya *total asset* ke *initial return* yang signifikan pada alpha 5% karena memiliki nilai t statistik di atas nilai t tabel 1.96.

Motif perusahaan melakukan *go public* ternyata berpengaruh positif terhadap *initial return* yang diperoleh investor ketika saham pertama kali diperdagangkan di bursa saham yang ditunjukkan dengan koefisien parameter sebesar 0.019 akan tetapi secara statistik tidak signifikan pada 5%, sehingga tidak mendukung hipotesis pertama yang diajukan yaitu motif perusahaan melakukan IPO dengan tujuan investasi berpengaruh positif terhadap *initial return*, begitu juga dengan perilaku *herding* yang dilakukan investor pada pasar sekunder ketika saham pertama kali diperdagangkan memiliki pengaruh positif terhadap *initial return* dengan koefisien parameter sebesar 0.178 dan sekali lagi secara statistik tidak signifikan pada 5%, sehingga tidak mendukung hipotesis ke-3 yang diajukan yaitu *herding* mempengaruhi *initial return* pada saat saham diperdagangkan pertama kali di pasar sekunder. *Total asset* ternyata memiliki pengaruh negatif terhadap *initial return* dengan koefisien parameter sebesar -0.157 dan signifikan pada 5% ($t_{hitung} > t_{tabel}$), sehingga menunjukkan bahwa peningkatan pada *total asset* perusahaan yang melakukan IPO akan menurunkan tingkat *initial return* yang diperoleh dari saham yang mengalami *underpricing* ketika saham diperdagangkan pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder dan sekaligus mendukung hipotesis ke-5 yang diajukan yaitu terdapat hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan *initial return* pada saat saham diperdagangkan pertama kali di pasar sekunder.

Analisis Jalur

Model regresi berganda diatas dapat dikembangkan lebih lanjut menjadi model analisis jalur. Motif perusahaan melakukan *go public* dapat berpengaruh langsung ke *initial return*, tetapi dapat juga berpengaruh tidak langsung melalui *herding* terlebih dahulu, baru ke *initial return*. Begitu juga dengan ukuran perusahaan (*Total Asset*) dapat berpengaruh langsung terhadap *initial return*, tetapi dapat juga berpengaruh tidak langsung melalui *herding* baru ke *initial return*.

Tabel 4.3

Nilai R-Square

	R-square
Initial return	0.100
Motif	
Herding	0.022
Total asset	

Berdasarkan dari output tabel 4.3 diatas dapat disimpulkan bahwa nilai R-square untuk *herding* sebesar 0.022 berarti model regresi memiliki tingkat *goodness-fit* yang kurang baik atau dapat dikatakan variabilitas *herding* yang dapat dijelaskan oleh kedua variabel dalam model analisis jalur yaitu motif dan *total asset* sebesar 2,2%, sedangkan 97,8% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam model tersebut, sehingga menolak hipotesis ke-4.

Tabel 4.4

Inner Weights (Path Coefficients) Analisis Jalur

	original sample estimate	mean of subsamples	standard deviation	T-Statistic
motif => initial return	0.018	0.003	0.092	0.195
herding => initial return	0.153	0.166	0.132	1.162
total asset => initial return	-0.157	-0.159	0.079	1.982
motif => herding	0.058	0.058	0.139	0.446
total asset => herding	-0.103	-0.105	0.122	0.863
T-Table = 1.96				

Sumber: Lampiran 2, diolah.

Berdasarkan tabel 4.4 diatas dapat disimpulkan bahwa motif perusahaan melakukan *go public* berpengaruh langsung terhadap *initial return* dengan koefisien sebesar 0.018 akan tetapi tidak signifikan pada 5% (nilai t hitung < t tabel 1.96). Motif juga berpengaruh langsung terhadap *herding* dengan koefisien 0.058 akan tetapi juga tidak signifikan pada 5%. *Total asset* berpengaruh langsung terhadap *initial return* dengan koefisien sebesar -0.157 dan signifikan pada 5%. *Total asset* juga berpengaruh langsung terhadap *herding* dengan koefisien -0.103 akan tetapi tidak signifikan pada 5%. *Herding* berpengaruh langsung terhadap *initial return* dengan koefisien sebesar 0.153 akan tetapi pengaruh tersebut juga tidak signifikan pada 5%. Jadi dapat disimpulkan bahwa motif berpengaruh langsung terhadap *initial return* tetapi juga berpengaruh tidak langsung ke *initial return* melalui *herding*. Begitu juga dengan *total asset* berpengaruh langsung terhadap *initial return*, tetapi

juga berpengaruh tidak langsung terhadap *initial return* melalui *herding*. Besarnya koefisien pengaruh langsung dan tidak langsung dapat dihitung sebagai berikut.

Direct effect : motif → initial return = 0.018

Indirect effect : motif → herding → initial return = (0.058) x (0.153)= 0.008874

Ternyata koefisien pengaruh langsung lebih besar daripada pengaruh tidak langsung dan bernilai positif sehingga mendukung hipotesis ke-2.

Direct effect : total asset → initial return = -0.157

Indirect effect : total asset → herding → initial return = (-0.103)x(0.153) = -0.015759

Pada pengaruh *total asset* secara langsung ternyata lebih besar daripada pengaruh tidak langsung yang ditunjukkan dengan koefisien -0.157 dan signifikan pada 5% (1.982 > 1.96), sehingga mendukung hipotesis ke-6.

Tabel 4.5

Outer Loadings

	Original sample estimate	Mean of subsamples	Standard deviation	T-Statistic
Initial return	1.000	1.000	0.000	
Motif	1.000	1.000	0.000	
Herding				
H (D Buy)	0.613	0.646	0.226	2.713
H (D Sell)	0.800	0.743	0.215	3.717
H (F Buy)	0.781	0.729	0.258	3.029
H (F Sell)	0.951	0.851	0.194	4.896
Total asset	1.000	1.000	0.000	
T-Table = 1.96				

Sumber: Lampiran 2, diolah.

Berdasarkan tabel 4.5 diatas dapat diketahui bahwa indikator pembentuk *herding* reliable terhadap konstruksya, ditunjukkan dengan nilai korelasi (*original sample estimate*) lebih dari 0.6 dan signifikan pada 5%. *Mean of subsamples* pada tabel 4.5 diatas khususnya pada bagian *herding*, menunjukkan aktifitas *herding* yang terjadi pada saat saham pertama kali diperdagangkan di pasar sekunder. Nilai *mean of subsamples* sebesar 0.646 pada H (D Buy) menunjukkan bahwa aktifitas *herding* yang dilakukan investor domestik khususnya aksi beli relatif kecil terjadi (mendekati nol) dan signifikan pada 5% (t hitung 2.713 > t tabel 1.96).

Nilai *mean* sebesar 0.743 pada H (D Sell) menunjukkan bahwa *herding* yang dilakukan investor domestik khususnya aksi jual relatif kecil terjadi (mendekati nol) akan tetapi masih lebih tinggi daripada *herding* beli yang dilakukan investor domestik dan signifikan pada 5%. Nilai *mean* sebesar 0.729 pada H (F Buy) menunjukkan bahwa *herding* yang dilakukan investor asing khususnya aksi beli relatif sedikit lebih besar daripada aktifitas *herding* beli oleh investor domestik akan tetapi masih lebih rendah daripada *herding* jual yang dilakukan investor domestik dan signifikan pada 5%. Nilai *mean* sebesar 0.851 pada H (F Sell) menunjukkan bahwa *herding* yang dilakukan investor asing khususnya aksi jual relatif lebih besar terjadi dari keseluruhan aktifitas *herding* dan signifikan pada 5%. Secara keseluruhan menurut tabel 5.5 dapat disimpulkan bahwa aktifitas *herding* lebih tinggi dilakukan oleh investor asing untuk aksi jual pada saat saham pertama kali diperdagangkan di pasar sekunder.

KESIMPULAN, KETERBATASAN PENELITIAN, DAN SARAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk meneliti faktor yang berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* saham dari perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia dari tahun 1990 sampai dengan Juni 2009. Enam hipotesis diajukan dalam penelitian ini dan seluruhnya didukung oleh data, meskipun beberapa diantaranya secara statistik tidak signifikan.

Berdasarkan analisis, tingkat *underpricing* dipengaruhi secara langsung oleh ukuran perusahaan dengan koefisien parameter bernilai negatif dan secara statistik signifikan, sedangkan ukuran perusahaan secara tidak langsung melalui *herding* tidak memiliki pengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Dengan demikian, secara langsung pada perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia yang memiliki asset besar akan cenderung memiliki tingkat *underpricing* yang rendah, sehingga persentase *initial return* yang diperoleh akan kecil, sedangkan informasi mengenai ukuran perusahaan tidak mempengaruhi terjadinya *herding* ketika saham tersebut diperdagangkan pertama kali di pasar sekunder.

Penelitian ini gagal untuk mendapatkan bukti secara nyata pengaruh dari motif perusahaan melakukan IPO terhadap tingkat *underpricing* dikarenakan motif perusahaan melakukan IPO baik hubungan tersebut secara langsung maupun tidak langsung melalui *herding*, secara statistik tidak signifikan terhadap tingkat *underpricing* dan ditunjukkan oleh koefisien parameter bernilai positif, disamping itu juga motif perusahaan melakukan IPO tidak mendorong terjadinya aktifitas *herding*.

Penelitian ini juga gagal dalam membuktikan hubungan kuat antara *herding* dengan tingkat *underpricing* dikarenakan hasil uji statistik menunjukkan tidak signifikan dan melalui koefisien parameter dapat diketahui bahwa *herding* berhubungan positif terhadap tingkat *underpricing*.

Hasil penelitian ini memberikan tambahan bukti yang tidak dapat ditemukan pada penelitian sebelumnya yaitu terdapat hubungan antara ukuran perusahaan yang dilihat dari *total asset* dengan tingkat *underpricing* pada saham. Hal itu berarti bahwa masyarakat investor di pasar perdana mempertimbangkan informasi *total asset* perusahaan dalam mengambil keputusan investasi.

Ada beberapa hal yang menjadi keterbatasan dalam penelitian ini, antara lain:

1. Data mengenai jumlah investor yang melakukan perdagangan merupakan data keseluruhan sehingga dalam pengukuran *herding*, tidak diketahui investor manakah yang memasukkan order terlebih dahulu.
2. Sampel penelitian tidak dikelompokkan dalam kondisi perekonomian yang homogen.
3. Data perusahaan yang digunakan dalam penelitian masih belum mencakup seluruh perusahaan yang melakukan IPO antara tahun 1990 hingga Juni 2009.

Berdasarkan hasil penelitian ini, saran yang dapat diberikan kepada masyarakat investor adalah jika berinvestasi pada pasar perdana kemudian menginginkan *initial return* tinggi dari saham yang mengalami *underpricing*, hendaknya tidak berinvestasi pada perusahaan yang memiliki asset besar, karena semakin besar asset perusahaan akan menurunkan *initial return* ketika saham tersebut diperdagangkan pertama kali di bursa saham.

Seperti halnya dalam penelitian empiris lainnya, penelitian ini masih tidak sempurna, oleh karena itu diharapkan pada penelitian selanjutnya dapat membagi data sesuai dengan kondisi perekonomian yang homogen dan kondisi politik. Menggunakan pendekatan yang lebih terperinci pada asset perusahaan seperti komposisi utang maupun modal yang dimiliki. Menggunakan data perdagangan dengan lebih terperinci seperti memasukkan volume transaksi dan nilai transaksi dari setiap permintaan investor dalam mengukur *herding*. Menambahkan variabel keuangan lainnya seperti DER, ROA dan variabel non keuangan seperti pengklasifikasian jenis industri dan tingkat pertumbuhan ekonomi.

DAFTAR PUSTAKA

- Baron, D.P. 1982. "A Model of The Demand for Investment Bank Advising and Distribution Services for New Issues". *Journal of Finance* 45.
- Beatty, R.P. 1989. "Auditor Reputation and The pricing of Initial Public Offerings". *The Accounting Review*. Vol. LXIV. No. 4. October.
- Bodie, Z., Kane, A., And Marcus, A. J. 2003. *Investments*, Fifth Edition, Mcgraw-Hill, USA.
- Bodie, Z., Kane, A., And Marcus, A. J. 2008. *Investments*, Sixth Edition, Mcgraw-Hill, Usa.
- Daljono. 2000. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Initial Return Saham yang Listing di BEJ Tahun 1990—1997. *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi III*.
- Ellul, Andrew dan Pagano Marco. 2002. "IPO underpricing and after-market liquidity". *Journal of Finance*.
- Fred R. david. 2005. *Strategic Management 10th Edition*. Prentice Hall.
- Habib, A. Michel dan Ljungqvist, P. Alexander. 2000. "Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence". *Journal of Financial Economics*.
- Hanafi, Mamduh dan Suad Husnan. 1991. "Perilaku Harga Saham di Pasar Perdana". *Usahawan*. No. 11 Tahun XX. November.
- Holland and Horton. 1993. "Initial Public Offerings on The Unlisted Securities Market: The Impact of Profesional Advisor. *Accounting and Business Research*. Vol. 24. No. 93.
- Hollander, Stephan. 2007. "Auditor Reputation in the IPO Aftermarket". *Journal of Finance*.
- Kim, Jeong Bong, I. Krisky dan J. Lee. 1993. "Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea". *Journal of Business Financial and Accounting*.
- Leland, Hayne E., dan David H. Pyle. 1977. "Informational asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation". *The Journal of Finance*. Vol. XXXII. May.
- Nasirwan. 2000. "Reputasi Penjamin Emisi, Return Awal, Return 15 hari sesudah IPO, dan Kinerja Perusahaan Satu Tahun Sesudah IPO di BEJ". *Kumpulan Makalah Nasional Akuntansi III*. Jakarta.
- Pagano, M., Fabio P., dan Luigi Z. 1998. "Why do Companies Go Public? An Empirical Analysis". *Journal of Finance*.
- Reilly, F. K, Brown, K. C. 2006. *Investment Analysis and Portfolio Management 8th Edition*. Thomson South-Western.
- Rock, K. 1986. "Why New Issues are Underpriced". *Journal of Financial Economics*.
- Sharpe, W. F., Alexander, G. I., and Bailey, J.V. 1999. *Investments*. Prentice Hall International.
- Suad Husnan. 2003. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas Edisi Kedua*. UPP AMP – YKPN, Yogyakarta.
- Sun, Chuanli dan Johnson D. Lewis. 2005. "The Role of Information in IPO Underpricing: Implications from Refiling Behavior in the IPO Pricing Process". *Journal of Finance*.

- Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin. 2001. *Pasar Modal di Indonesia*. Salemba Empat, Jakarta.
- Trisnawati, Rina. 1999. "Pengaruh Informasi Prospektus pada Return Saham di Pasar Perdana". *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi II IAI-KAPd*. Malang.
- Wang, Kun. 2005. "Auditor and Underwriter Industry Specialization/Differentiation: Evidence From IPO Underpricing and Long-Term Performance". *Dissertation of Texas A&M University*.
- Yasa, G. Wirawan. 2002. "Penyebab Underpricing pada Penawaran Saham Perdana Di Bursa Efek Jakarta". *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi*.